

DOSSIER...



© Evlakhov Valery / stock.adobe.com

Le règne du dollar

04 Ouverture – Le dollar, instrument de l'hégémonie américaine

Serge Sur

13 Le « privilège insigne » du dollar : la route de la globalisation

Olivier Feiertag

25 Les déterminants de la domination internationale du dollar

Adrien Faudot

38 La Réserve fédérale (Fed) : une mise en perspective

Christian de Boissieu

45 Le dollar : une monnaie internationale incontestée

Entretien avec Jacques de Larosière

54 L'économie mondiale peut-elle renoncer au dollar ?

Patrick Allard

69 L'euro face au dollar

Céline Antonin

79 Dollar contre renminbi : chronique (prématurée) d'un déclin annoncé

Françoise Nicolas

90 Les projets de réforme du système monétaire international

Christophe Boucher

Et les contributions de

*Céline Antonin (p. 75),
Bastien Drut (p. 51 et 66),
Yves Genier (p. 34),
Cyriac Guillaumin (p. 21)
et Markus Kerber (p. 87)*

Questions EUROPÉENNES

99 L'Albanie ou les trompeuses apparences

Renaud Dorlhiac

Regards sur le MONDE

108 Migrations et changements climatiques : état des lieux, état du droit

Marine Denis

115 États-Unis : en quoi consiste une procédure de destitution (*impeachment*)?

Xavier Lacroix

Les questions internationales à L'ÉCRAN

119 *Citizen Kane* (et autres films) d'Orson Welles : l'Amérique de la démesure

Philippe Moreau Defarges

Liste des CARTES et ENCADRÉS

ABSTRACTS

125 et 126

Le dollar : une monnaie internationale incontestée

► *Entretien avec...*

Jacques de Larosière *

* **Jacques de Larosière**

est membre de l'Institut. Il a été directeur du Trésor, directeur général du Fonds monétaire international (FMI), gouverneur de la Banque de France et président de la Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD).

Questions internationales – Les crises du système monétaire international depuis une cinquantaine d'années ne sont-elles pas avant tout liées aux crises

du dollar depuis la fin du système de Bretton Woods ?

Jacques de Larosière – Pour répondre à cette question, il faut bien comprendre comment était assuré l'équilibre du système de Bretton Woods (1944-1971). Les pays membres du Fonds monétaire international (FMI) devaient maintenir la valeur externe de leur monnaie stable par rapport au dollar. Cette obligation les contraignait à suivre une politique économique compatible avec le principe de la fixité des taux de change.

De leur côté, les États-Unis – qui n'étaient pas soumis à la même obligation puisque leur monnaie était le pivot au centre du système – avaient accepté de respecter le principe de la convertibilité en or de leur monnaie, au cas où les banques centrales détentrices de dollars souhaiteraient les convertir en métal précieux.

Ce système fonctionne bien jusqu'à la fin des années 1960, c'est-à-dire pendant plus de vingt ans : la discipline inhérente à la stabilité des taux de change est alors effectivement surveillée et mise en œuvre par le FMI, tandis que la balance des paiements des États-Unis reste proche de l'équilibre.

Mais les choses changent avec l'instauration de l'État-providence aux États-Unis et surtout en raison de la guerre du Vietnam, autant d'entreprises qui nécessitent de la part des Américains des financements importants. Or, pour des raisons politiques, les États-Unis ne sont alors pas prêts à assurer ces dépenses par des hausses d'impôts. Ils prennent donc l'habitude d'accumuler les « déficits jumeaux », c'est-à-dire le déficit budgétaire et le déficit de leur balance des paiements.

Pendant quelques années, le monde extérieur (non américain) s'accoutume à financer ces déficits américains en achetant des dollars. Les États sortent de la période de l'après-guerre où le dollar est rare, et le fait d'acheter des dollars ne pose alors guère de problèmes.

Toutefois, avec le temps, le système se déséquilibre gravement. Un économiste belgo-américain, Robert Triffin (1911-1993), analyse, dès la fin des années 1960, l'inéluctabilité du « dilemme » qui porte son nom :

– ou les États-Unis se ressaisissent et parviennent à juguler leurs déficits, mais alors le monde risque de se heurter à une insuffisance de monnaie internationale et c'est la récession ;

– ou les États-Unis préfèrent s'installer dans la position de débiteurs à l'égard du reste du monde et laissent les autres pays les financer en accumulant des dollars. Mais, dans ce cas, le dollar finira par perdre de sa crédibilité et les États seront tentés de convertir en or leurs avoirs en dollars – sachant que les réserves en or du Trésor américain, au début des années 1970, ne représentaient plus que la moitié des dollars susceptibles d'être convertis.

Les prédictions de Robert Triffin se sont révélées exactes et c'est la deuxième option de son dilemme qui s'est produite. En août 1971, le gouvernement des États-Unis, incapable d'assurer plus longtemps la convertibilité du dollar, décide de suspendre la convertibilité-or de leur monnaie.

Après quelques essais de replâtrage infructueux, le système des taux de change fixes de Bretton Woods s'effondre en 1973 et le monde entier entre dans le flottement des taux de change.

Depuis, la discipline du système monétaire international n'a fait que se dégrader.

Le flottement du régime des changes a favorisé la liberté de choix économique – sans la contrainte des taux de change, on peut mener, croit-on, des politiques économiques « autonomes » –, ce qui a contribué notamment à l'endettement et à la haute inflation des années 1970.

Chaque État est dorénavant libre de choisir son régime de change : flottement pur, flottement contrôlé ou maintien d'un ancrage à une devise. En fait, nombre de pays émergents ont choisi d'acheter massivement des dollars afin d'éviter une appréciation de leur monnaie qui aurait pu affaiblir la compétitivité de leurs exportations.

C'est dans ce « non-système » que les déficits structurels de la balance courante des États-Unis ont continué à augmenter et que leurs engagements en dollars vis-à-vis de l'étranger ont atteint des records inouïs (850 milliards de dollars).

Ce « non-système » apparaît fragile et inéquitable :

– fragile, parce que son équilibre dépend, en fin de compte, de l'acceptation des pays créanciers de détenir des dollars ;

– inéquitable, dans la mesure où les États-Unis bénéficient d'un « privilège exorbitant », c'est-à-dire celui de financer leurs déficits et leur croissance en émettant leur propre monnaie.

QI – La politique monétaire de la Fed gouverne-t-elle l'économie mondiale ?

J. de L. – La Réserve fédérale (Fed) exerce un rôle prédominant dans la politique monétaire mondiale et, par contrecoup, dans l'économie. Elle est, en effet, la banque centrale de la puissance

économique la plus importante au monde. Par ailleurs, les États-Unis disposent du plus grand marché financier mondial, et la profondeur de ce marché est inégalée.

En cas de crise financière, la liquidité en dollars risque de s'assécher, ce qui peut entraîner des défauts de paiement contagieux. Le monde est donc tributaire du réseau de prêts de la Fed aux autres banques centrales (accords dits de *swaps*).

Par ailleurs, lorsque la Fed décide, pour des raisons de politique intérieure, d'assouplir sa politique monétaire, les autres pays en subissent le contrecoup. Tout d'abord, des mouvements de capitaux à court terme (*carry trade*) interviennent à destination des pays étrangers où les taux d'intérêt sont plus élevés qu'aux États-Unis et qui attirent ainsi les capitaux flottants (*hot money*).

Ensuite, si les autres pays refusaient de suivre la politique d'expansion monétaire de la Fed, ils verraient leur taux de change s'apprécier au détriment de leur compétitivité.

QI – La Fed est-elle réellement indépendante ?

J. de L. – En principe, elle jouit d'une certaine autonomie dans la conduite de sa politique monétaire. Mais son mandat très large – elle doit garantir la stabilité monétaire et le plein-emploi – la rend responsable, devant le Congrès, de l'évolution de la croissance économique. On conçoit donc qu'elle soit, de ce fait, impliquée dans le débat public américain et que des influences – notamment expansionnistes – puissent s'exercer sur elle. Notons enfin que la Fed est aussi très proche des marchés financiers et des grandes banques américaines.

QI – Quels sont les risques induits par la politique d'expansion monétaire (quantitative easing) pratiquée depuis quelques années tant par la Fed que par la Banque centrale européenne ?

J. de L. – Analysons les faiblesses que favorise cette politique dite « non conventionnelle ».

● Elle favorise l'excès d'endettement – qui avait, pourtant, été la cause de la crise précédente. Il faut savoir que l'endettement mondial depuis la crise de 2008 a progressé de 30 %, passant de 190 000 à 250 000 milliards de dollars.



© Karen Bleier / AFP

Vue du bâtiment qui abrite la Réserve fédérale à Washington. Le président Trump a critiqué à de nombreuses reprises, depuis son élection, la politique de taux d'intérêt de la Fed. Jerome Powell, son président, a quant à lui réaffirmé l'indépendance de l'institution, rappelant que ses décisions sont prises hors de toute considération politique.

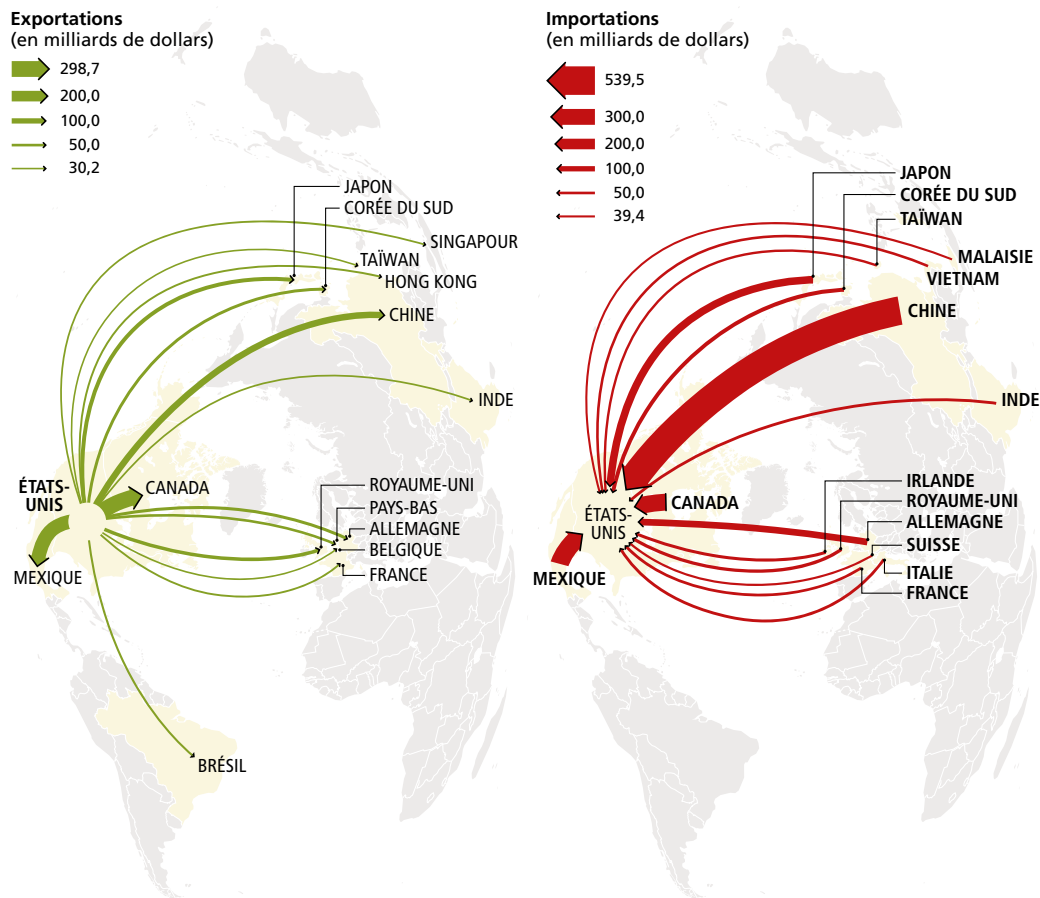
- Elle peut engendrer des bulles d'actifs : c'est le cas des actions dont les fortes valorisations ont suivi les épisodes d'expansion monétaire ; c'est aussi le cas des obligations dont la valorisation a été soufflée par les achats des banques centrales.
- Elle enlève aux taux d'intérêt une partie de leur rôle de signal de qualité et de discrimination entre les signatures. Les écarts de risques ne se retrouvent pas dans les écarts de cotation.
- Elle affaiblit le système bancaire en érodant sa marge d'intérêt. Or, c'est le système bancaire qui constitue la courroie de transmission essentielle de la politique monétaire ; les taux négatifs prélevés par la Banque centrale européenne (BCE) sur les réserves des banques auprès d'elle les incitent, à la limite, à répercuter cette taxe sur les déposants.

● Elle pose un problème de solvabilité aux compagnies d'assurance, aux fonds de pension et aux organismes de retraite. Face à des engagements longs – parfois contractualisés en rendements garantis –, les actifs obligataires détenus par ces institutions ne rapportent pratiquement plus rien. C'est là une source de faiblesse que les compagnies d'assurance doivent gérer en augmentant leurs fonds propres, en diversifiant leurs placements vers des avoirs moins liquides ou en adaptant leurs modèles d'affaires vers d'autres secteurs que la finance – la santé ou l'assurance personnelle.

Il reste que la conjonction de la réglementation *Solvency II*¹ – qui est indifférente à l'adéquation, pourtant souhaitable, entre l'actif et le passif en matière de durée – et de la baisse des rendements des actifs obligataires pose un problème réel aux assureurs.

¹ Entrée en application le 1^{er} janvier 2016, la directive *Solvency II* (Solvabilité II) est un ensemble de règles fixant le régime de solvabilité applicable aux sociétés d'assurances dans l'Union européenne.

Les principaux échanges commerciaux des États-Unis (2018)



Note : les deux cartes représentent les quinze premiers pays avec lesquels les États-Unis ont des échanges commerciaux.
 Source : U.S. Census Bureau, 2020.

Réalisation : Cyrille Suss Cartographe. © Dila, Paris, 2020

- Elle favorise la pérennité d'entreprises dites zombies qui, du fait des taux zéro, peuvent continuer à survivre et donc à freiner la croissance des parts de marché des entreprises innovantes.
- Elle habitue des États à ne pas considérer le redressement de leurs finances publiques comme une priorité.
- Elle pousse les investisseurs à rechercher des rendements plus rémunérateurs (*search for yield*) et donc à effectuer des placements plus risqués.

À cet égard, l'avertissement donné en 2019 par le FMI est à prendre sérieusement en compte : l'économie mondiale est vulnérable à un retournement de conjoncture. Les banques centrales ont facilité l'endettement à court terme,

mais au prix d'un affaiblissement du système financier. Les organismes non bancaires, comme les fonds de pension ou les fonds d'investissement, les « non-banques », investis de plus en plus dans les actions non cotées, dans la dette d'entreprises notées BBB (rang le plus bas de la catégorie bien notée), ou des titres CLOs (*collateralized loan obligations*)² risquent de subir des déboires importants le jour où certaines entreprises trop exposées auront des difficultés à refinancer leur dette.

La question suivante commence à se poser : les dividendes actuels – qui ont, en

² Des titres de dettes émises par un véhicule de titrisation.

quelque sorte, remplacé les intérêts en matière de rémunération de l'épargne – sont-ils soutenables ? De ce point de vue, on peut observer que la couverture des dividendes a fortement diminué, de 3 en 2010 à 2,3 en 2018, ce qui veut dire que les profits ne sont que 2,3 fois supérieurs aux dividendes distribués. Ce ratio s'effondre en cas de récession.

- L'importance des émissions obligataires à taux négatif est un signal d'alarme. Environ 15 000 milliards d'obligations (États et entreprises) comportent désormais des taux négatifs. Cette avancée des taux négatifs s'est accélérée depuis le début de l'année 2019. Elle se traduit par une hausse considérable de la valeur des actifs en question. Cette bulle coexiste avec la croyance des marchés – entretenue par les banques centrales – selon laquelle les taux bas devraient longtemps perdurer.

QI – Est-il souhaitable de remplacer le dollar comme monnaie internationale de réserve et d'échanges ? Si oui, comment et par quoi ? L'euro est-il la seule alternative au règne du dollar ?

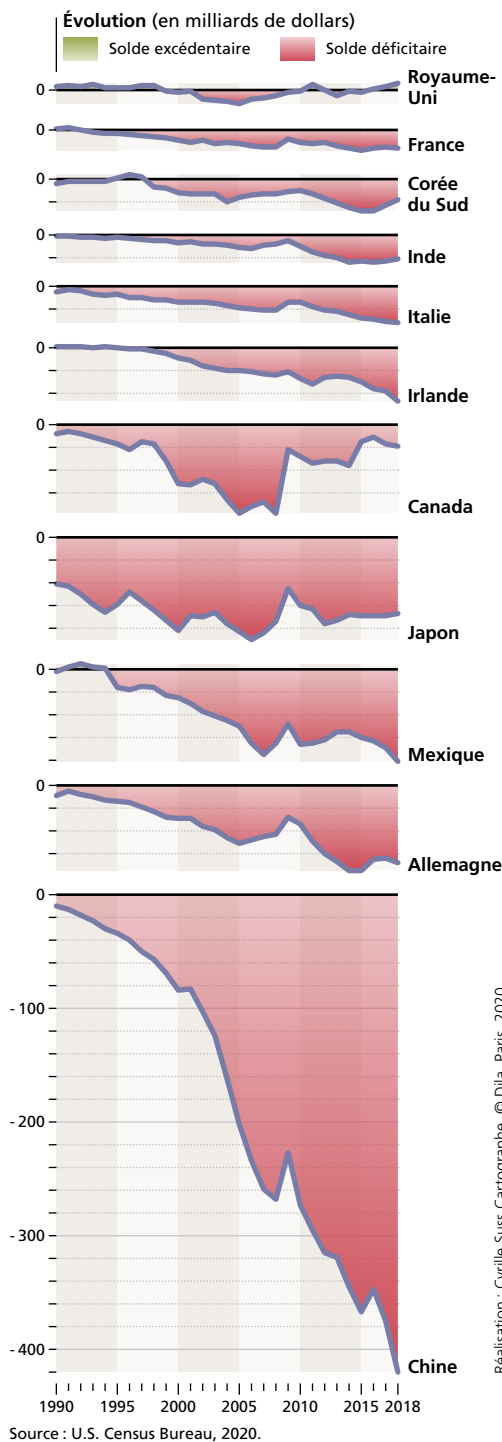
J. de L. – Le problème ne se pose pas dans ces termes, me semble-t-il. Pour le moment, la place du dollar dans le système monétaire international est incontestée. D'une part, le dollar représente 62 % des réserves de change, tandis que l'euro plafonne à 21 %. D'autre part, même si, en tant que monnaie de règlement, l'euro talonne le dollar, le dollar, comme monnaie de réserve, reste sans rival.

Cette position incontestée tient à la puissance et à la stabilité de l'économie américaine, à la profondeur et à l'efficacité de son marché financier, à sa force de pays-refuge (première puissance militaire mondiale).

On ne peut décréter une monnaie de réserve : elle s'établit sur et grâce aux marchés. La primauté de la livre sterling a fini par s'effacer au profit du dollar avec la Seconde Guerre mondiale, face à la puissance économique et politique des États-Unis.

QI – Le renminbi chinois (yuan) constitue-t-il un sujet de préoccupation pour les Américains et les Européens ?

Évolution de la balance commerciale des États-Unis avec leurs principaux partenaires (1990-2018)



J. de L. – La monnaie chinoise n'est encore qu'une monnaie marginale dans le système mondial. Cette monnaie n'est pas convertible. Le marché financier chinois est encore très réglementé. Les banques centrales – non chinoises – ne détiennent que l'équivalent de 193 milliards de dollars en renminbis, contre 3 800 milliards pour le dollar.

Mais la Chine, dont les réserves en dollars sont considérables – environ 3 600 milliards de dollars –, suit de près l'évolution du système monétaire et cherche à « internationaliser » sa monnaie (25 % de son commerce extérieur est réglé en renminbis).

En 2016, les Chinois ont fait en sorte que le FMI incorpore le renminbi au panier de devises qui composent les droits de tirage spéciaux (DTS). Ils appellent désormais à la création d'une nouvelle monnaie internationale déconnectée d'une nation particulière.

QI – *Quelles sont les perspectives d'avenir ?*

J. de L. – Pour le moment, comme on l'a vu, le dollar reste la monnaie internationale incontestée. Mais plusieurs facteurs de changement sont à l'œuvre.

D'une part, la puissance économique se diversifie. La Chine – avec un PIB mesuré en parité de pouvoir d'achat – a dépassé les États-Unis depuis quelques années. Bien que le marché financier chinois soit encore très limité, l'histoire montre que la puissance économique finit toujours par s'accompagner d'une avancée en matière de puissance financière. Ce processus mettra du temps à s'exercer, mais la direction est en ce sens.

D'autre part, l'utilisation du dollar à des fins politiques est de plus en plus contestée. Les États-Unis ont toujours été tentés d'utiliser le dollar pour assurer leurs objectifs diplomatiques – interdiction d'utiliser le dollar pour financer des pays sous embargo américain.

Désormais, cette extraterritorialité a néanmoins dépassé la mesure traditionnelle. Ce n'est pas seulement l'usage du dollar qui est régi par le droit américain. Quand un pays décide de commercer à l'aide d'une autre monnaie que le dollar avec une nation sous embargo américain, ce pays fait désormais l'objet de sanctions et il est menacé de perdre l'accès au marché américain.

Cet abus de droit est donc de nature, comme on l'observe de manière croissante, à encourager certains pays à développer l'usage d'autres monnaies pour assurer leurs transactions internationales. ■