

LE DOLLAR À L'ÉPREUVE DE LA CRISE FINANCIÈRE

MATTHIEU BUSSIÈRE*
MAGALI GILLIOT**
VINCENT GROSSMANN-WIRTH***

L'évolution du dollar depuis le déclenchement de la crise financière de 2008 représente, à bien des titres, un paradoxe. Tout d'abord, alors que la crise trouvait son origine aux États-Unis, en particulier dans le secteur immobilier (crise des *subprimes*), le dollar s'est apprécié au plus fort de la tourmente financière. Cette appréciation est d'autant plus surprenante, de prime abord, qu'avant la crise, de nombreux observateurs pointaient le risque d'une forte dépréciation du dollar du fait du déficit élevé de la balance des paiements courants enregistré par les États-Unis. Par la suite, les mesures exceptionnelles mises en place par la Federal Reserve (Fed) pour lutter contre la crise ont fait craindre une dépréciation prononcée du dollar et des mouvements abrupts sur les flux financiers internationaux, notamment en direction des pays émergents. Pourtant, sept ans après la faillite de Lehman Brothers, le dollar est plus fort en termes effectifs qu'il ne l'a jamais été depuis le début des années 2000. Ces évolutions suggèrent que le lien entre politique monétaire et taux de change est particulièrement complexe et que d'autres facteurs peuvent influencer le cours du dollar. En particulier, il est essentiel de prendre en compte le rôle

35

* Directeur adjoint, Direction des études et des relations internationales et européennes (DERIE), Banque de France ; École d'économie de Paris. Contact : matthieu.bussiere@banque-france.fr.

** Chef de service adjointe, Service des études et des relations monétaires internationales (SERMI), Direction des études et des relations internationales et européennes (DERIE), Banque de France.

Contact : magali.gilliot@banque-france.fr.

*** Chef du pôle conjoncture et prévisions internationales, Service d'études macroéconomiques et de synthèses internationales (SEMSI), Direction des études et des relations internationales et européennes (DERIE), Banque de France. Contact : vincent.grossmann-wirth@banque-france.fr.

international du dollar, et plus particulièrement son statut de valeur refuge, si l'on veut comprendre ses fluctuations, notamment au cours des périodes durant lesquelles l'aversion au risque a été élevée.

En effet, la bonne tenue du dollar rappelle que son rôle international n'a pas été remis en cause par la crise : encore aujourd'hui, il joue un rôle sans équivalent dans le système monétaire international, plus de quarante ans après la fin du système de Bretton Woods. Quel que soit le critère retenu, le dollar occupe toujours, et de loin, la première place en part des transactions effectuées sur le marché des changes, en pourcentage des réserves mondiales, ou encore en ce qui concerne les paiements internationaux effectués pour l'achat de biens ou d'actifs financiers. Par ailleurs, les États-Unis bénéficient du « privilège », parfois jugé « exorbitant », de s'endetter dans la monnaie internationale dominante, ce qui leur permet de financer plus aisément leur déficit extérieur, sans craindre une dépréciation de leur devise. Enfin, les États-Unis restent le fournisseur d'actifs sans risque dominant au niveau mondial, ce qui explique pourquoi les périodes de crise voient les capitaux internationaux affluer massivement dans le pays et le dollar s'apprécier en conséquence. Cette position implique cependant une responsabilité particulière (*exorbitant duty*) vis-à-vis du reste du monde en matière de fourniture internationale de liquidités, qui s'est notamment matérialisée sous la forme de lignes de *swaps* entre banques centrales.

36

L'objet de cet article est de revenir sur ces événements et de faire le point sur le rôle international du dollar, sept ans après le déclenchement de la crise financière de 2008 (et plus de quinze ans après l'introduction de l'euro). La première partie retrace l'évolution du dollar depuis 2008, en lien avec ses principaux déterminants, notamment les grandes mesures de politique monétaire de la Fed et l'aversion pour le risque. La deuxième partie revient sur le rôle international du dollar et ses déterminants de long terme.

LE DOLLAR DEPUIS LA CRISE : QUELQUES GRANDES ÉTAPES

Bien qu'il ne constitue pas en lui-même un objectif de la Fed, le cours du dollar a été fortement affecté par les mesures de politique monétaire (à la fois conventionnelles et non conventionnelles) prises depuis le début de la crise financière. Cet effet est certes difficile à quantifier, car les mesures sont souvent anticipées avant leur mise en œuvre effective. Mais la littérature de type *event-study* met en évidence qu'une annonce d'assouplissement monétaire par la Fed conduit en général à une dépréciation immédiate du dollar, que ce soit dans le cas des décisions sur les taux ou des annonces de programmes d'achat (voir,

par exemple, Eichenbaum et Evans, 1996 ; Glick et Leduc, 2013 ; Rogers *et al.*, 2014). De plus, si la théorisation des évolutions de change à court terme est globalement peu concluante (Meese et Rogoff, 1983 ; De Grauwe et Grimaldi, 2006), les modèles économétriques basés sur des règles de Taylor confirment le lien entre orientation de la politique monétaire et taux de change (Engel et West, 2005 ; Molodtsova et Papell, 2009 ; Rossi, 2013).

Pour autant, les canaux de transmission de la politique monétaire au taux de change sont complexes. D'une part, les mesures de la Fed affectent simultanément de nombreuses variables (taux d'intérêt, mais aussi perspectives de croissance, anticipations d'inflation, confiance, primes de risque) de plusieurs manières (selon le type d'annonces, leur mise en œuvre, le guidage des anticipations). D'autre part, le taux de change rétroagit lui-même sur la situation économique américaine (commerce extérieur, croissance, anticipations d'inflation et de taux d'intérêt, etc.). De plus, le cours du dollar peut être corrélé au prix du pétrole ou au prix d'autres actifs (Fratzscher *et al.*, 2014).

En première analyse toutefois, la valeur d'un placement en dollars dépend d'abord de son rendement anticipé (corrige du risque) ; les taux d'intérêt – relativement aux taux étrangers – jouent donc un rôle central et constituent le principal canal de transmission de la politique monétaire au change (Kuttner et Mosser, 2002)¹. Du point de vue de la Fed, l'influence sur les taux d'intérêt peut passer par la fixation des taux courts dans le cadre de mesures conventionnelles, mais aussi par le guidage des anticipations de taux (*forward guidance*) ou encore les programmes d'achat d'actifs.

Le dollar n'a rien perdu de son statut de valeur refuge

En ce qui concerne le risque porté par les titres libellés en dollars, la monnaie américaine a une spécificité, dont les ressorts seront détaillés en deuxième partie : son statut de devise clé confère aux actifs sans risque émis aux États-Unis un rôle de valeur refuge lorsque l'incertitude augmente. Premier fournisseur d'actifs sans risque (voir, par exemple, Gourinchas, 2010 ; Prasad, 2014), les États-Unis voient les flux entrants de capitaux (des résidents et des non-résidents) gonfler en situation de tensions financières, conduisant, toutes choses égales par ailleurs, à une appréciation du dollar.

Le creusement du déficit courant américain dans les années 2000, observé malgré une dépréciation continue du dollar à partir de 2002, avait pourtant fait l'objet de nombreux débats entre économistes, certains estimant qu'une forte correction du dollar était alors nécessaire pour résorber le déficit (Blanchard *et al.*, 2005 ; Obstfeld et Rogoff, 2006). Mais c'est au contraire la facette interne des déséquilibres

américains – la bulle d'endettement des ménages, adossée à la hausse des prix immobiliers – qui a cédé la première. Le retournement du marché immobilier domestique et la hausse des taux de défaut sur les prêts se sont transmis au secteur bancaire et à ses véhicules hors bilan (ainsi qu'aux institutions qui avaient acheté des produits titrisés par les banques), déclenchant la crise financière internationale (Gorton, 2009). Dans ce contexte, le dollar a plus que jamais joué son rôle de valeur refuge.

La prise en compte de cette spécificité du dollar, de concert avec l'orientation des politiques monétaires, permet de mieux expliquer ses fluctuations depuis le déclenchement de la crise, que l'on découpe ici en trois temps.

*Appréciation du dollar en 2008 : taux d'intérêt en baisse,
mais « flight to safety »*

Le dollar s'est d'abord déprécié en 2007, en partie du fait de la politique monétaire de la Fed qui a réagi promptement à la crise : celle-ci a en effet abaissé rapidement ses taux directeurs, en raison d'une perception plus dégradée des anticipations de croissance et d'inflation aux États-Unis (Federal Reserve Bank of New York, 2008a). La Fed a entamé dès septembre 2007 une série de baisses de son taux Fed Funds, conduisant celui-ci de 5,25 % à une fourchette de 0 %-0,25 % en décembre 2008². La dépréciation du dollar n'a ainsi pas tant été due à une baisse de l'appétit pour les titres libellés en dollars qu'à un « effet rendement » défavorable à la monnaie américaine.

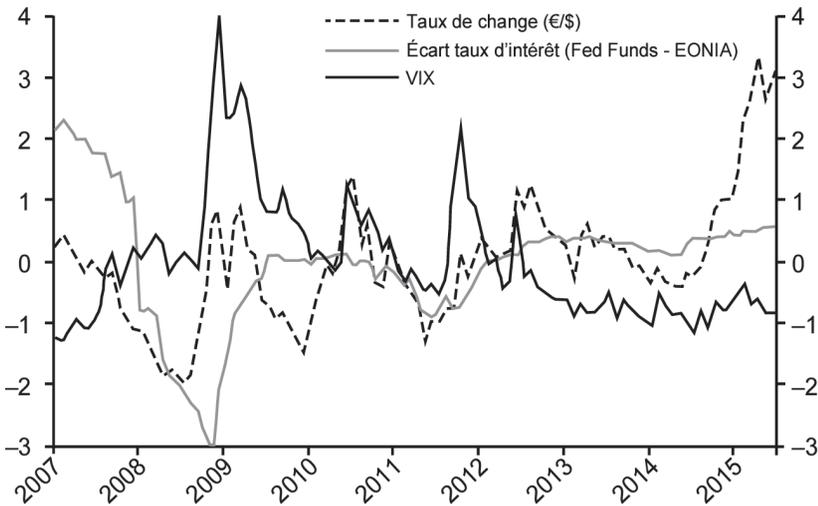
Passée cette première phase, le dollar s'est au contraire fortement apprécié dans la deuxième moitié de 2008, à la fois face à l'euro et en termes effectifs. Ce mouvement était dû, d'une part, à la perception de l'extension de la récession au reste du monde (et donc à la réaction *in fine* des autres principales banques centrales) et, d'autre part, à un fort regain d'aversion pour le risque³ (Federal Reserve Bank of New York, 2008b).

Ainsi, contrairement aux craintes d'une fuite des investisseurs, ces derniers n'ont pas cessé d'acheter des titres libellés en dollars ; ils se sont certes détournés des titres privés risqués américains, mais ont augmenté leurs achats de titres publics (Caballero et Krishnamurthy, 2009 ; Bernanke *et al.*, 2011). Loin d'être remis en cause, le dollar a bénéficié de son statut de valeur refuge, dans le contexte de la propagation de la crise à l'échelle mondiale. De plus, les résidents ont aussi rapatrié leurs fonds, contribuant à soutenir le cours de la monnaie américaine (Benassy-Quéré, 2009). Dans cette phase, l'« effet incertitude » a soutenu le dollar, alors que l'« effet rendement » se rééquilibrait avec le début du cycle d'assouplissement au niveau mondial.

*Stabilisation du dollar en 2009-2013 :
entre décisions de politique monétaire et aversion pour le risque*

Après une appréciation du dollar liée avant tout à la très forte augmentation de l'aversion pour le risque à la fin de 2008, le dollar a fluctué ensuite en termes effectifs, évoluant sans direction claire jusqu'au début de 2014. L'aversion pour le risque, que l'on peut approcher par le VIX, indicateur de volatilité sur le marché boursier américain, a baissé à partir de 2009, mais a connu plusieurs nouveaux pics en 2010, 2011 et 2012, qui ont correspondu notamment aux périodes de regain de tensions financières en zone euro. Le dollar s'est ainsi apprécié face à l'euro en 2010, puis du milieu de 2011 au milieu de 2012, en partie en raison de ce regain d'aversion pour le risque (cf. graphique 1).

Graphique 1
Taux de change euro/dollar, écart de taux d'intérêt à court terme et VIX
(variables centrées réduites, unités d'écart type)



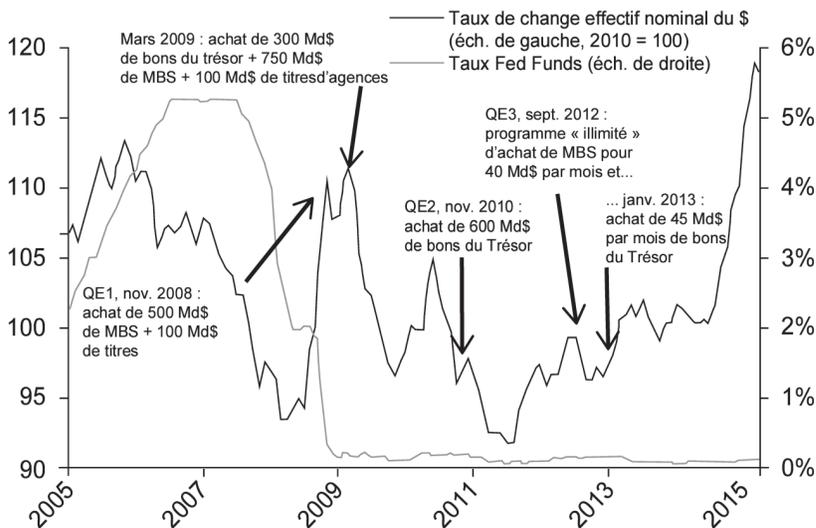
Sources : Fed ; Chicago Board Options Exchange (CBOE) ; Reuters.

L'orientation des politiques monétaires a également joué un rôle important sur le taux de change du dollar pendant cette période. C'est en particulier le cas des trois grandes phases d'assouplissement quantitatif (ou *quantitative easing* – QE) identifiées par Glick et Leduc (2013), débutant respectivement en novembre 2008, août 2010 et septembre 2012. En observant la réaction immédiate (trente minutes après les annonces) des taux d'intérêt sur les titres du Trésor à dix ans,

ces auteurs concluent qu'une baisse des taux longs de 1 % (qu'ils associent à une « surprise » de politique monétaire) conduit à une dépréciation d'environ 3 % du taux de change effectif du dollar. De même, la Federal Reserve Bank of New York, dans ses rapports trimestriels sur les opérations de change, indique une dépréciation nette du dollar à la suite des annonces de la Fed qui ont surpris les marchés. C'est notamment le cas de l'annonce par la Fed en mars 2009 d'achats d'un montant de 300 Md€ de titres du Trésor et de l'augmentation de 500 Md€ à 1 250 Md€ de ses achats de titres adossés aux prêts hypothécaires, qui a conduit dans les deux jours à une dépréciation d'environ 4 % à la fois face à l'euro et au yen (Federal Reserve Bank of New York, 2009).

Une représentation du taux de change effectif nominal du dollar et des principales annonces d'assouplissement quantitatif conforte l'idée que la politique monétaire de la Fed a eu un effet dans la dépréciation du dollar en 2009 ; toutefois, au-delà des effets de très court terme, cela semble nettement moins clair de 2010 à 2014 (cf. graphique 2).

Graphique 2
Quantitative easing de la Fed et taux de change effectif nominal du dollar



Sources : Banque des règlements internationaux (BRI) ; Fed.

Une complexité tient à la différence de nature des programmes d'achat de la Fed et aux circonstances dans lesquelles ils ont été mis en

œuvre. En particulier, la première phase d'assouplissement quantitatif à partir de 2008 (QE1) s'inscrivait dans un contexte de grande instabilité financière au niveau mondial, alors que la Fed visait avant tout à soutenir le système financier. Cela n'était plus le cas ensuite avec le QE2 et le QE3. Fratzscher *et al.* (2013) mettent, par exemple, en évidence des flux de capitaux allant des pays émergents aux pays avancés dans le cas du QE1 (la dépréciation du dollar intervenant surtout vis-à-vis des pays avancés) et en sens inverse dans le cas du QE2.

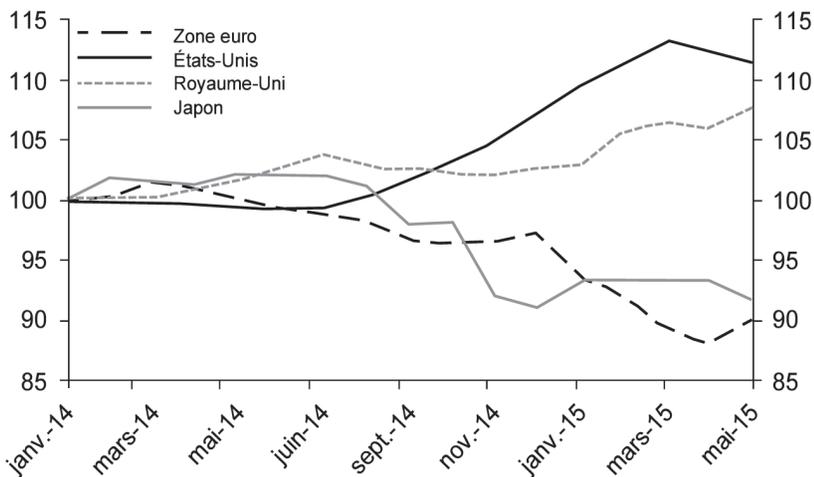
De plus, les annonces de politiques monétaires non conventionnelles des autres banques centrales ont en partie contrebalancé l'effet sur le dollar des mesures de la Fed, en tendant à déprécier la livre et le yen. Cette inversion des orientations des politiques monétaires s'est renforcée à l'orée de 2014.

*Depuis 2014 : divergence des politiques monétaires
et nouvelle phase d'appréciation du dollar ?*

Le dollar s'est fortement apprécié depuis le début de 2014 en termes effectifs, traduisant notamment une forte appréciation face au yen depuis 2013 et face à l'euro depuis la fin de 2014⁴. Les taux de change effectifs nominaux ont ainsi fortement divergé depuis le début de 2015 (cf. graphique 3).

41

Graphique 3
Évolutions de taux de change effectifs nominaux depuis le début de 2014
(base 100 = janvier 2014)



L'appréciation du dollar tient ici avant tout à la divergence des orientations des politiques monétaires : la Fed a interrompu son programme d'achat d'actifs en octobre 2014 et a annoncé une remontée progressive des taux courts, alors que la Banque du Japon et la BCE (Banque centrale européenne) ont annoncé de nouvelles mesures d'assouplissement, tout comme de nombreuses autres banques centrales des pays avancés et émergents (BRI, 2015). Ces évolutions reflètent un décalage des cycles économiques entre les principales zones, la reprise étant plus avancée aux États-Unis qu'en zone euro et au Japon notamment, alors que l'activité continue à ralentir dans certains pays émergents (FMI, 2015). Si la perspective de la remontée prochaine des taux directeurs aux États-Unis devrait continuer à soutenir le dollar, une accélération de la croissance en zone euro et au Japon pourrait à terme mitiger cette appréciation, limitant la tendance entamée en 2014.

Au total, la bonne tenue du dollar depuis la crise – culminant avec les évolutions récentes – paraît pouvoir s'expliquer par deux facteurs principaux. La devise américaine a fluctué au gré de l'orientation des politiques monétaires des principales banques centrales et de l'aversion pour le risque, qui tend à renforcer le dollar du fait de son statut de valeur refuge. Ce statut tient au rôle prédominant du dollar dans le système monétaire international, qui n'a pas été remis en cause par la crise.

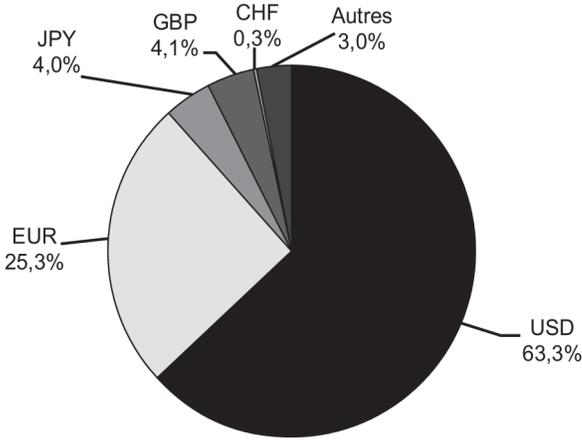
42

UN RÔLE INTERNATIONAL PRÉDOMINANT

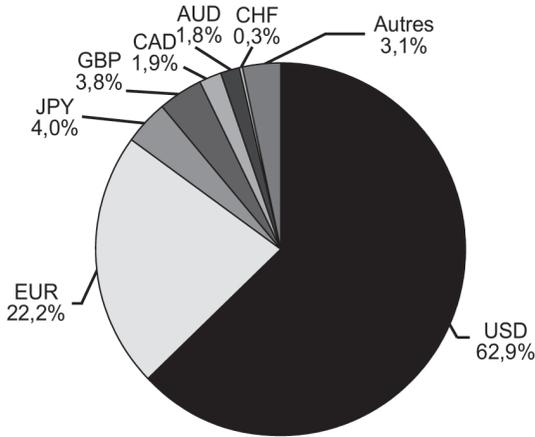
Sept ans après la crise des *subprimes* et plus de quinze ans après l'introduction de l'euro, la place du dollar dans l'économie mondiale demeure prédominante. Ainsi, la devise américaine concentrait à la fin de 2014 plus de 58 % des émissions obligataires internationales, 45,6 % des opérations de change, 43,1 % des paiements en monnaie étrangère ou encore 62,9 % des réserves internationales de change (BCE, 2015). Ces données reflètent de manière pertinente la situation des économies émergentes dont une grande majorité des emprunts en devises internationales continue d'être réalisée en dollars. Les projections réalisées par la BCE et Dealogic sur 2015 mettent en évidence la part prépondérante du dollar dans les émissions obligataires des pays émergents : environ 430 Md\$ des 510 Md\$ qui devraient être émis en 2015.

Graphiques 4
Comparaison 2013-2014 de la composition des réserves divulguées
(or inclus)

Graphique 4a
Au 31 décembre 2013



Graphique 4b
Au 31 décembre 2014



Sources des deux graphiques : Bloomberg ; FMI-COFER ; calculs Banque de France.

Le rôle du dollar dans des domaines clés de l'économie mondiale en a fait depuis plus de quatre-vingts ans non seulement une monnaie d'envergure internationale, mais également une monnaie dominante par rapport aux autres. La littérature et les données disponibles auprès

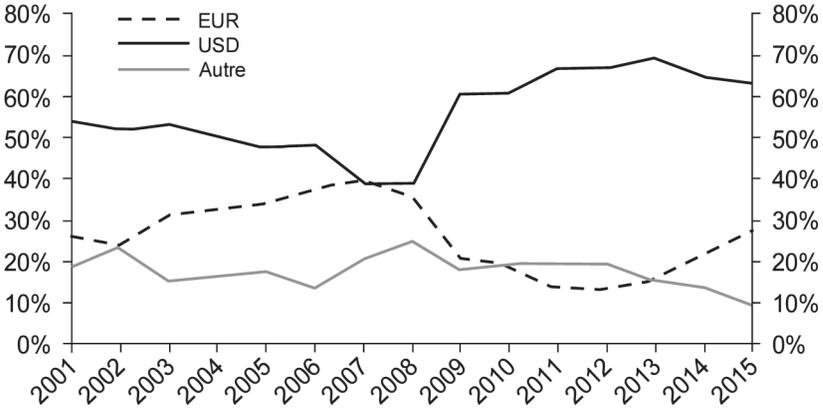
des banques centrales recèlent nombre de preuves et d'exemples qui témoignent du statut de monnaie dominante du dollar dans tous les compartiments de l'économie. Plusieurs facteurs concourent à cette situation. Tout d'abord, le statut des États-Unis de première puissance mondiale contribue en grande partie à sa prédominance. Ce statut est néanmoins également couplé au degré d'ouverture significatif des États-Unis et à la sécurité juridique propre à ce territoire : le dollar est librement convertible et les risques d'expropriation sont très faibles. Il apparaît comme la devise internationale prédominante dans la mesure où, d'une part, il est la monnaie officielle d'un pays qui se distingue par son poids dans les échanges commerciaux internationaux et la production mondiale et, d'autre part, la force d'inertie attachée à son utilisation pour la réalisation de certaines transactions ne laisse pas de doute quant à la permanence de son statut de « monnaie internationale de base » (Krugman, 1980 et 1984). Étant donné la profondeur des marchés financiers en dollars et le rôle reconnu de cette monnaie, un changement de devise aurait un coût significatif pour les utilisateurs et les intermédiaires dans la réalisation de leurs nombreuses transactions marchandes quotidiennes. Dans le même ordre d'idée, le choix des agents économiques d'utiliser une monnaie de stature internationale est fortement lié à l'appréciation qu'en ont ces mêmes agents quant à la solidité des fondamentaux économiques du pays émetteur : taille significative de l'économie, croissance forte de la production et de l'emploi, inflation faible et stable. L'utilisation du dollar peut enfin s'expliquer, dans certains cas, par la nature des régimes de change dont certains reflètent la grande dépendance de certaines monnaies au dollar ou encore par la nature des flux commerciaux dont ceux sur matières premières naturellement libellés en dollars (Goldberg, 2010). De nombreux pays continuent de maintenir un ancrage de la valeur de leur monnaie à celle du dollar, cet ancrage étant un facteur majeur de stabilité du taux de change et de l'inflation pour des pays géographiquement et/ou commercialement proches des États-Unis. On peut toutefois remarquer que l'euro a aussi un pouvoir d'attraction élevé puisque huit pays ont rejoint la zone euro depuis sa création, la zone euro passant de onze membres au moment de sa création en 1999 à dix-neuf aujourd'hui.

La part du dollar dans les réserves de change officielles domine encore aujourd'hui celle d'autres monnaies et reflète la confiance des pays dans la stabilité économique et politique attachée au dollar : outre les droits de seigneurage qu'elle permet indirectement au pays émetteur de collecter, le dollar reste pour de nombreux pays *as good as gold*, gage de réserve de valeur, notamment en cas de décrochage de leur monnaie nationale. Elle fait également écho à la part de liquidité

détenue sous forme fiduciaire par les agents en dehors des États-Unis : à la fin de 2011, près des deux tiers des billets de 100 dollars étaient en circulation hors du territoire américain, cette coupure étant représentative du poids du dollar dans les transactions courantes puisqu'elle représentait en valeur 78 % du total des billets en circulation à la fin de 2014, notamment dans les économies dollarisées comme en Amérique latine.

La domination du dollar sur les marchés financiers n'est pas non plus remise en cause : le dollar demeure la monnaie centrale des transactions de change (90 % de l'ensemble des opérations de change avaient comme contrepartie le dollar en 2014) et la principale monnaie de choix d'ancrage de nombreux pays de leurs régimes de change (*currency board* utilisant le dollar, régime de change arrimé au dollar et flottement géré avec le dollar comme devise de référence). De fait, la part des pays dont la monnaie nationale est liée d'une manière ou d'une autre au dollar (dollarisation ou *currency board*) est restée stable sur la période 1995-2007 (50 % des pays en 2007). La classification des régimes de change *de facto* établie annuellement par le Fonds monétaire international (FMI) fait ressortir qu'en 2013, l'ancrage du taux de change au dollar était utilisé par quarante-quatre pays – dont douze en *currency board* et treize dollarisés, selon les termes des services du FMI « *no separate legal tender* » –, contre vingt-sept pour l'euro (Reinhart et Rogoff, 2004). La part du dollar dans les titres obligataires détenus (58 %, contre 23 % pour l'euro en 2014) et émis (60 %, contre 30 % pour l'euro au premier trimestre 2015) reste majoritaire et s'est même renforcée sous l'effet de la baisse des taux d'intérêt américains qui ont attisé l'appétence des emprunteurs pour des coûts de financement bas. Le dollar continue de faire recette dans une large partie du monde émergent : si la part des émissions obligataires en euros des économies émergentes plafonne à moins de 8 % du total des émissions en devises étrangères, celle en dollars a fortement augmenté sous l'effet d'un environnement de taux bas et de comportements de *search for yield* des investisseurs qui ont attisé leur appétence pour la dette des économies émergentes.

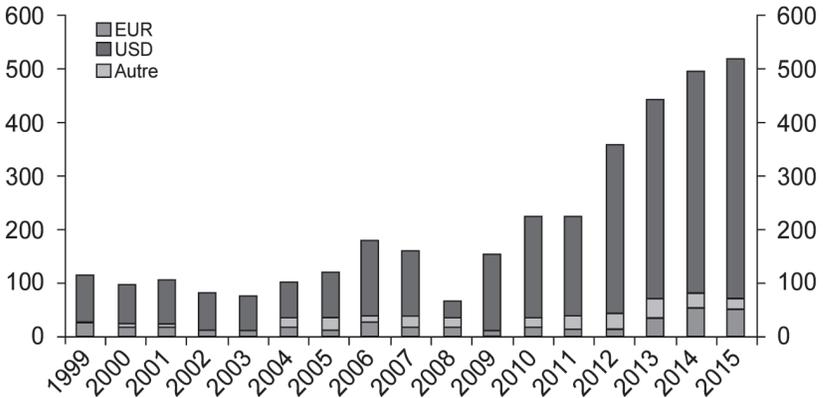
Graphique 5
Part des devises étrangères dans les émissions de dette internationales
 (à taux de change courants)



Sources : Dealogic ; calculs BCE (2015). Dernière observation : mars 2015.

Graphique 6
Part des devises étrangères dans les émissions
des économies émergentes
 (en Md\$, à taux de change courants)

46

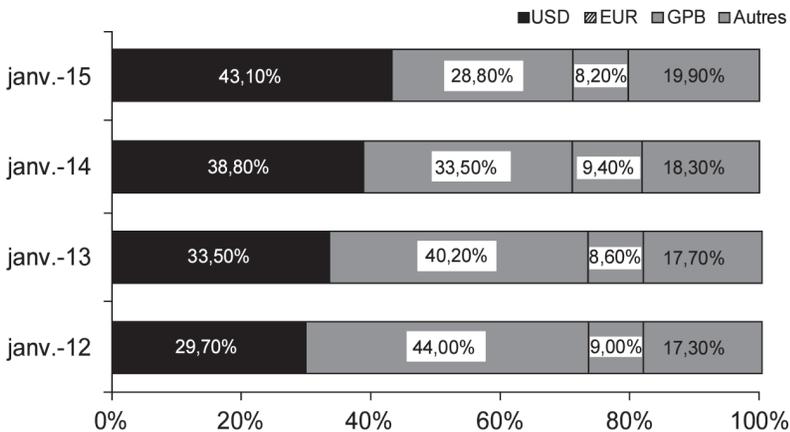


Sources : Dealogic ; calculs BCE (2015). Dernière observation : mars 2015 ; les volumes pour 2015 sont en valeur annualisée.

Enfin, le dollar reste la principale monnaie de transactions interbancaires transfrontières en devises étrangères, de facturation et de règlement des opérations d'import-export au niveau mondial (Goldberg et Tille, 2009 ; Goldberg, 2010 ; BCE, 2015 ; Mehl, 2015). En

2012, 75 % des importations de pétrole hors Union européenne des pays de la zone euro étaient libellées en dollars. Selon les données Swift, 29,7 % des paiements mondiaux en devises étrangères relevaient du dollar (janvier 2012), une proportion qui s'est depuis accrue à 43,1 % en janvier 2015. Cette progression s'est faite au détriment de l'euro (passé de 44 % à 28,8 % de parts de paiements mondiaux sur la période janvier 2012-janvier 2015), mais pas à celui du renminbi, dont la hausse de la part à 2 % des transactions en devises étrangères en 2015 témoigne de l'expansion du rôle international de la monnaie chinoise en Asie et dans le monde.

Graphique 7
Part des paiements en devises étrangères au niveau mondial
(en %, à taux de change courants)



Sources : Swift ; BCE (2015).

Le rôle de monnaie internationale du dollar a conduit certains observateurs à parler de « privilège exorbitant »⁵, se référant à la faculté des États-Unis d'emprunter dans leur propre monnaie (et ainsi de ne pas être exposés aux mêmes risques de *currency mismatch* que d'autres pays, notamment les pays émergents, en cas de dépréciation). De façon remarquable, la position extérieure nette des États-Unis s'améliore lorsque le dollar se déprécie. Cette caractéristique exceptionnelle du dollar a conduit certains auteurs à souligner que ce « privilège » était aussi accompagné d'un « devoir exorbitant » en cas de crise globale, puisqu'une appréciation du dollar a un impact négatif sur la position extérieure nette des États-Unis (Gourinchas *et al.*, 2005). La situation

unique du dollar comme monnaie internationale a, depuis la crise financière de 2008, amené la Fed à établir des lignes de *swaps* avec d'autres banques centrales.

PERSPECTIVES

La question de la place du dollar dans l'économie mondiale pourrait à nouveau se poser face à l'émergence d'une économie mondiale multipolaire caractérisée par la montée en puissance de grandes économies émergentes, au premier rang desquelles la Chine. Parce qu'il joue un rôle mondial dans les échanges commerciaux et financiers entre les États-Unis et ses partenaires, son rôle a été régulièrement remis en question au cours des dernières crises financières internationales en raison des risques auxquels il expose les pays : aux conséquences de la politique monétaire de la Fed (*tapering*, fin du QE, laquelle avait été largement commentée par le gouverneur de la Reserve Bank of India, Raghuram Rajan, au début de 2014, en raison des répercussions sévères que pourraient avoir le relèvement des taux d'intérêt et le reflux massif de flux de capitaux sur les économies émergentes dans lesquelles ils étaient venus s'investir) ainsi qu'à, pour certains pays, une certaine inefficience de l'ancrage au dollar comme l'ont démontré les récentes crises financières internationales, y compris la crise asiatique. Au titre de son rôle de monnaie de facturation internationale, le rôle global du dollar en tant que monnaie de référence est susceptible de générer des mouvements sur les *pass-through* des taux de change (Goldberg et Tille, 2009) et donc sur le prix relatif des produits dans les pays dits « périphériques », notamment ceux d'Asie et d'Amérique latine.

48

Le futur du rôle international du dollar dépend de son utilisation au sein des systèmes monétaires nationaux de nombreux pays. La littérature sur ce sujet distingue en particulier diverses approches qui permettent de définir, d'une part, le rôle présent que peut jouer une monnaie d'envergure internationale et, d'autre part, le rôle que cette monnaie peut être amenée à jouer dans le futur (Helleiner et Kirshner, 2012). Le tableau (ci-contre) récapitule bien ces différentes approches.

Tableau
Approches contrastées du futur du dollar
en tant que monnaie internationale

Déterminants du statut de monnaie internationale				
Quel futur pour le rôle international du dollar ?	Approche par le marché	Approches instrumentales	Approches géopolitiques	
		Bretton Woods II	Ancre monétaire	
Soutenable	<ul style="list-style-type: none"> - Dollar restant relativement plus attractif économiquement eu égard à la confiance dans la monnaie, sa liquidité, les réseaux transfrontières - Inertie 	<ul style="list-style-type: none"> - Gains mutuels tirés de la situation actuelle 	<ul style="list-style-type: none"> - Stabilité des prix aux États-Unis 	<ul style="list-style-type: none"> - Pouvoir des États-Unis - Rivalités géopolitiques dans d'autres régions
Déclin	<ul style="list-style-type: none"> - Déficit/dette aux États-Unis - Stabilité de l'euro : taille de l'économie et des marchés financiers de la zone euro - Seuils de basculement 	<ul style="list-style-type: none"> - Découplage des économies étrangères par rapport aux États-Unis - Pertes financières des non-résidents sur les actifs en dollar détenus - Risque de protectionnisme des États-Unis 	<ul style="list-style-type: none"> - Inflation et dépréciation aux États-Unis 	<ul style="list-style-type: none"> - Perte de cohésion des alliances - Réactions politiques croissantes à l'encontre de l'hégémonie du dollar

Source : Helleiner et Kirshner (2012).

Dans les approches par le marché, le futur d'une monnaie internationale comme le dollar est en grande partie déterminé par les acteurs de marché et leur appréciation de l'attractivité d'une monnaie par rapport à d'autres (en tant que moyen de paiement, réserve de valeur et/ou unité de compte, trois aspects communément associés à trois facteurs que sont la confiance, la liquidité et les réseaux de transactions). De manière générale, la puissance militaire des États-Unis et la stabilité politique affichée de longue date par le pays ont renforcé et consolidé la confiance dans le dollar, même si certains pensent que cette dernière a davantage été le fait de facteurs économiques structurels plus profonds ayant permis d'asseoir la stabilité du taux de change sur le long terme (Tavlas, 1997). Pour d'autres auteurs, cette confiance est sous-tendue par la capacité des États-Unis à générer des profits sur ses actifs bruts supérieurs à ce que le pays rémunère sur ses passifs externes malgré un endettement externe record (Gourinchas et Rey, 2005).

Krugman (1984) évoque une causalité circulaire qui tend à accentuer la prédominance d'une monnaie internationale sur d'autres au fil du temps dans la mesure où les agents y trouvent des avantages à l'utiliser

par rapport à d'autres. Ces externalités de réseau signifient qu'une monnaie internationale peut assumer un rôle mondial proportionnel à la taille du pays émetteur dans l'économie mondiale et, par phénomène d'inertie, peut continuer d'assumer ce rôle même après la contraction de son poids dans l'économie mondiale. Est-ce que la même inertie peut ralentir le déclin du dollar ? La réponse est peut-être dans l'approche elle-même : Krugman (1984) soulignait à juste titre que deux évolutions pourraient avoir un impact sur le rôle du dollar en tant que monnaie internationale prédominante : le changement dans l'importance relative du commerce de produits manufacturés par rapport aux produits primaires et l'avènement d'un flottement généralisé et perpétuel des monnaies. Parallèlement, Eichengreen et Razo-Garcia (2006) défendent l'idée que les externalités de réseau sont susceptibles d'aider à la préservation du rôle international du dollar en tant que moyen d'échange dans certains domaines tels que le *trading* de change, mais elles sont moins efficaces/pertinentes au maintien de la fonction de réserve de valeur du dollar dans la mesure où des incitations économiques encouragent la diversification des risques. Il argue également du fait que le pouvoir des externalités de réseau peut diminuer au fur et à mesure que la sophistication sur les marchés financiers s'accroît faisant ainsi diminuer les coûts de transaction (échanges de devises). Krugman (1984) a prédit que le dollar pourrait suivre la même évolution que la livre sterling et atteindre un point d'inflexion critique menant au délitement de son rôle international. Les travaux récents sur ce sujet suggèrent que le statut de monnaie internationale peut changer plus rapidement que généralement estimé⁶.

50

Les approches dites « instrumentales » – reposant sur un parallèle entre la situation actuelle et l'ère de Bretton Woods I de la fin des années 1950 jusqu'en 1971, puis l'ère de Bretton Woods II depuis les années 1990 – confèrent davantage d'importance au rôle des autorités publiques dans la détermination du rôle international du dollar et de son futur en tant que tel. Elles se basent notamment sur l'hypothèse que la position internationale du dollar est fortement dépendante des décisions de gouvernements étrangers de maintenir leur *peg* au dollar et d'accumuler des réserves internationales en dollars, ces décisions pouvant être interprétées comme la volonté des autorités nationales des pays en question de gagner un ancrage monétaire qui facilite la mise en œuvre des politiques macroéconomiques et garantisse la stabilité des prix. Dans cette approche, le futur du rôle international du dollar dépend avant tout de la confiance des gouvernements étrangers dans le maintien de la stabilité politique et des prix aux États-Unis ainsi que dans la fiabilité de l'ancrage monétaire qui incite des gouvernements tels que celui de la Chine à préserver leur ancrage au dollar et à

poursuivre indéfiniment leur politique d'accumulation de réserves en dollars. Cette assertion n'est pas exempte de critiques dans la mesure où l'augmentation du poids économique des pays exportateurs d'Asie du Sud-Est, qui pourrait dépasser celui des États-Unis, remettrait en cause la domination du dollar et l'intérêt des gouvernements étrangers pour cette monnaie. La dépréciation du dollar soulève la question du coût de détention massive de réserves en dollars et des pertes financières significatives dès lors que le dollar se déprécie, question qui a pu être posée dans les cas de la Chine et du Japon (Goldstein et Lardy, 2006).

Enfin, les approches géopolitiques (Strange, 1971 ; De Cecco, 1975) reposent sur l'hypothèse que les gouvernements défendant une même devise internationale peuvent être liés par des motivations ou des relations géopolitiques et des enjeux de pouvoir communs. Le soutien officiel de certains pays au dollar – tels que le Japon, la Corée du Sud et les pays du Golfe – s'explique en grande partie par la protection militaire apportée par les États-Unis à ces pays. Même dans le cas de la Chine, alliée relativement éloignée des États-Unis, l'appétence pour le dollar peut émaner de considérations stratégiques. Cette approche suggère donc que l'évolution du rôle international du dollar est également liée à des facteurs politiques, stables dans le temps.

Les avantages que tirent les États-Unis de l'utilisation du dollar au niveau mondial – préservation contre les chocs exogènes, réduction des coûts de transaction dans les domaines du commerce et de la finance, extension de la transmission de la politique monétaire américaine au reste du monde – sont tels qu'ils agissent comme une motivation significative pour le gouvernement américain de vouloir conserver intact le rôle du dollar dans l'économie mondiale. Pour autant, comme l'a montré l'histoire, l'évolution de la taille et de la structure de l'économie mondiale pourrait remettre en question une nouvelle fois l'utilisation internationale de la monnaie prédominante. Si, comme certains auteurs le pensent, le dollar peut être à l'avenir susceptible de perdre de son influence et de son importance, le rattrapage du dollar par l'euro ou par une monnaie émergente telle que le renminbi demeure une question ouverte, soumise à l'orientation que les États-Unis souhaiteront donner à leurs politiques économiques et à des facteurs géopolitiques difficiles à prévoir.

NOTES

1. Le lien entre rendements sur les actifs et taux de change passe par les flux bruts de capitaux, dont les logiques d'arbitrage peuvent être accrues par des opérations de *carry trade*, consistant à s'endetter en une devise à faible rendement pour investir dans une devise à rendement plus élevé (voir, par exemple, BRI, 2007 ; Harvey, 2009 ; CNUCED, 2012).

2. La BCE a, de son côté, entamé un cycle de baisse des taux en octobre 2008, baissant son taux de 4,25 % à 1 % au milieu de 2009 (avant de nouvelles baisses de taux à partir de 2012). Le calendrier de la Banque d'Angleterre a été intermédiaire, avec une baisse du *bank rate* de 5,75 % à 2 % entre décembre 2007 et la fin de 2008 (puis à 0,5 % à partir de mars 2009), alors que la Banque du Japon a maintenu sa politique monétaire conventionnelle très accommodante.
3. Dans le contexte, en septembre 2008, de la mise sous tutelle de Fannie Mae et Freddie Mac, puis surtout de la faillite de Lehman Brothers.
4. Entre le milieu de 2014 et juin 2015, le dollar s'est apprécié de près de 20 % face à l'euro et de 12 % en termes de taux de change effectif nominal.
5. Voir Eichengreen (2011) ou Gourinchas et Rey (2007) pour une analyse récente, l'expression elle-même étant ancienne et généralement attribuée à Valéry Giscard d'Estaing.
6. Voir, par exemple, Chitu *et al.* (2014).

BIBLIOGRAPHIE

- BÉNASSY-QUÉRÉ A. (2009), « The Dollar – Unsafe Haven », *La lettre du CEPII*, n° 289, juillet.
- BERNANKE B., BERTAUT C., POUNDER L. et KAMIN S. (2011), « International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007 », Banque de France, *Financial Stability Review*, n° 15, février, pp. 13-26.
- BCE (Banque centrale européenne) (2015), *The International Role of the Euro*.
- BLANCHARD O., GIAVAZZI F. et SA F. (2005), « The US Current Account and the Dollar », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 11137.
- BRI (Banque des règlements internationaux) (2007), *Rapport trimestriel*, Bâle, septembre.
- BRI (2015), « A Wave of Further Easing », *BIS Quarterly Review*, mars.
- CABALLERO R. et KRISHNAMURTHY A. (2009), « Global Imbalances and Financial Fragility », *American Economic Review, Papers & Proceedings*, vol. 99, mai, pp. 584-588.
- CHINN M. et FRANKEL J. A. (2007), « Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? », in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press, pp. 283-338.
- CHITU L., EICHENGREEN B. et MEHL A. (2014), « When Did the Dollar Overtake Sterling as the Leading International Currency? Evidence from the Bond Markets », *Journal of Development Economics*, n° 111 (C), pp. 225-245.
- CNUCED (Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement) (2012), « Interest Rates, Volatile Capital Flows and Exchange Rate Instability », in *Development and Globalization: Facts and Figures*, pp. 37-40.
- COUDERT V., GUILLAUMIN C. et RAYMOND H. (2014), « Looking at the Other Side of Carry Trades: Are There Any Safe Haven Currencies? », *Cepii, Document de travail*, n° 2014-03, février.
- DE CECCO M. (1975), *Money and Empire: the International Gold Standard, 1890-1914*, Rowman and Littlefield.
- DE GRAUWE P. et GRIMALDI M. (2006), *The Exchange Rate in Behavioral Finance Framework*, Princeton University Press.
- EICHENGREEN B. (2011), *Exorbitant Privilege: the Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press.
- EICHENBAUM M. et EVANS C. (1996), « Some Empirical Evidence on the Effects of Monetary Policy Shocks on Exchange Rates », *Quarterly Journal of Economics*.
- EICHENGREEN B. et RAZO-GARCIA R. (2006), « The International Monetary System in the Last and Next 20 Years », *Economic Policy*, vol. 21, n° 47, pp. 394-442.
- ENGEL C. et WEST K. D. (2005), « Exchange Rates and Fundamentals », *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 113, n° 3, juin, pp. 485-517.

- FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (2008a), *Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations*, Quarterly Reports, octobre-décembre 2007, 7 février.
- FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (2008b), *Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations*, Quarterly Reports, juillet-septembre, 13 novembre.
- FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (2009), *Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations*, Quarterly Reports, janvier-mars, 14 mai.
- FMI (Fonds monétaire international) (2015), « Slower Growth in Emerging Markets, a Gradual Pickup in Advanced Economies », World Economic Outlook (WEO), Update, juillet.
- FRATZSCHER M., LO DUCA M. et STRAUB R. (2013), « On the International Spillovers of US Quantitative Easing », European Central Bank, *Working Paper*, n° 1557.
- FRATZSCHER M., SCHNEIDER D. et VAN ROBAYS I. (2014), « Oil Prices, Exchange Rates and Asset Prices », European Central Bank, *Working Paper Series*, n° 1689, juillet.
- GALATI G., HEATH A. et MCGUIRE P. (2007), « Evidence of Carry Trade Activity », *BIS Quarterly Review*, septembre.
- GLICK R. et LEDUC S. (2013), « The Effects of Unconventional and Conventional US Monetary Policy on the Dollar », Federal Reserve Bank of San Francisco.
- GOLDBERG L. S. (2010), « Is the International Role of the Dollar Changing? », *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 16, n° 1.
- GOLDBERG L. S. (2011), « The International Role of the Dollar: Does It Matter if This Changes? », Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report*, n° 522.
- GOLDBERG L. S. et TILLE C. (2009), « Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar », *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, n° 7, pp. 990-1003.
- GOLDSTEIN M. et LARDY N. (2006), « China's Exchange Rate Policy Dilemma », *The American Economic Review*, pp. 422-426.
- GORTON G. (2009), « Information, Liquidity and the (Ongoing) Panic of 2007 », *American Economic Review*, vol. 99, n° 2, mai, pp. 567-572.
- GOURINCHAS P. O. (2010), « US Monetary Policy, 'Imbalances' and the Financial Crisis », Remarks at the Financial Crisis Inquiry Commission Forum, février.
- GOURINCHAS P. O. et REY H. (2005), « International Financial Adjustment », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 11155.
- GOURINCHAS P. O. et REY H. (2007), « From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege », in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press, pp. 11-66.
- GOURINCHAS P. O., REY H. et GOVILLOT N. (2005), « Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty », *mimeo*.
- HARVEY J. T. (2009), *Currencies, Capital Flows and Crises: a Post Keynesian Analysis of Exchange Rate Determination*, Routledge.
- HELLEINER E. et KIRSHNER J. (éd.). (2012), *The Future of the Dollar*, Cornell University Press.
- KRUGMAN P. R. (1980), « Oil and the Dollar », National Bureau of Economic Research, *Working Paper*, n° 554, septembre.
- KRUGMAN P. R. (1984), « The International Role of the Dollar: Theory and Prospect », in *Exchange Rate Theory and Practice*, University of Chicago press, pp. 261-278.
- KUTTNER K. et MOSSER P. (2002), « The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions », Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, mai, pp. 15-26.
- MEESE R. et ROGOFF K. (1983), « Exchange Rate Models of the Seventies. Do They Fit Out of Sample? », *Journal of International Economics*, vol. 14.
- MEHL A. (2015), « L'Euro sur la scène internationale après la crise financière et celle de la dette », *Revue d'économie financière*, n° 119, septembre.
- MOLODTSOVA T. et PAPELL D. H. (2009), « Out-of-Sample Exchange Rate Predictability with Taylor Rule Fundamentals », *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 77, n° 2, avril, pp. 167-180.

OBSTFELD M. et ROGOFF K. (2006), « The Unsustainable US Current Account Position Revisited », in Clarida R. (éd.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press.

PRASAD E. (2014), « The Dollar Reigns Supreme, by Default », *Finance & Development*, vol. 51, n° 1, mars.

REINHART C. M. et ROGOFF K. (2004), « The Modern History of Exchange Rate Arrangements: a Reinterpretation », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, n° 1, pp. 1-48.

ROGERS J., SCOTTI C. et WRIGHT J. (2014), « Evaluating Asset-Market Effects of Unconventional Monetary Policy: a Cross-Country Comparison », Board of Governors International Finance, *Discussion Papers*, n° 1101, mars.

ROSSI B. (2013), « Exchange Rate Predictability », *Journal of Economic Literature*, vol. 51, n° 4, décembre, pp. 1063-1119.

STRANGE S. (1971), « The Politics of International Currencies », *World Politics*, vol. 23, n° 2, pp. 215-231.

TAVLAS G. S. (1997), « The International Use of the US Dollar: an Optimum Currency Area Perspective », *The World Economy*, vol. 20, n° 6, pp. 709-747.