

A propos de la « guerre du dollar »

De Gabriel FRANCOIS – Conseiller Economique du groupe UFG-LFP

Quelques questions sur les projets de réforme du système monétaire international

Préoccupée par l'ampleur croissante de ses actifs en dollars, la Chine, suivie en cela par la Russie et les Emirats du Golfe Persique, a manifesté le désir de remettre en cause le rôle international du dollar et de voir celui-ci remplacé par un autre instrument monétaire émis par une autorité supranationale et qui pourrait être un panier de monnaies. Une telle proposition n'a pas manqué d'émouvoir les marchés des changes et de l'or et de raviver les velléités d'entreprendre une réforme en profondeur du Système Monétaire International, les plus audacieux n'hésitant pas à rêver d'un nouveau « Bretton Woods ».

Essayer de prendre une vue d'ensemble de ces sujets amènera à débrouiller un écheveau composé de multiples problèmes d'actualité :

- Peut-on tenter de stabiliser les rapports de change ?
- Peut-on réduire le rôle central du dollar ?
- Comment faire évoluer les réserves des banques centrales et quel rôle peut y jouer l'or ?
- Que peut-on attendre des DTS (Droits de Tirage Spéciaux) ?
- Des accords géographiques ou sectoriels permettraient-ils de

réduire ponctuellement les volatilités excessives ?

- Enfin, on devra se demander si les actions entreprises dans ces divers domaines vont dans le sens d'une reconstruction d'un système solide ou si elles mettent en cause la globalisation en introduisant des éléments de fragmentation.

Quel est l'état actuel des relations monétaires internationales ?

Un véritable système peut se définir comme une architecture cohérente de règles organisant les rapports entre les monnaies. De ce point de vue, nous n'avons plus de Système Monétaire International depuis la dénonciation des accords de Bretton Woods en 1971. Nous sommes maintenant dans une situation de fait qui se définit essentiellement par deux caractères :

- d'une part, l'existence d'un régime généralisé de changes flottants, c'est-à-dire l'absence de parités fixes officielles que la Banque Centrale ait l'obligation de défendre, ce qui diffère d'une stabilisation de fait des cours de change qui peut parfois se prolonger, comme pour un PEG (Price earning /

growth) mais sans engagement de durée ;

- d'autre part, l'acceptation générale du dollar comme monnaie de règlement dans les échanges mondiaux, et par voie de conséquence comme monnaie de facturation et de réserve. La distinction entre un système organisé dont le mécanisme est précisé par un accord international et, d'un autre côté, d'un état de fait qui émerge naturellement après la disparition de l'ordre monétaire mis en place depuis la guerre n'est pas un simple exercice de sémantique. En effet, les possibilités de modifier la situation existante sont tout à fait différentes dans les deux cas. Réformer un système véritable peut se faire par un accord changeant les règles en vigueur. En revanche, modifier un simple état de fait suppose d'abandonner les pratiques de l'ensemble des agents économiques, ce qui est encore plus difficile et beaucoup plus long.

Une réforme en profondeur du régime monétaire actuel impliquerait l'abandon de ses deux bases principales : la pratique des changes flottants

et l'acceptation du dollar comme monnaie internationale. A défaut d'un changement aussi radical, on devra s'interroger sur la possibilité d'introduire dans les pratiques actuelles certaines modifications ponctuelles.

Est-il concevable d'abandonner les changes flottants ?

Ce régime ne peut être considéré comme un idéal et l'édifice conçu à Bretton Woods était sans conteste, avec la double convertibilité des monnaies en dollar et du dollar en or, plus harmonieux, plus satisfaisant pour l'esprit qu'un ensemble de mouvements souvent désordonnés comme ceux que nous subissons aujourd'hui. Malheureusement, le flottement des monnaies s'est imposé du fait que le rapport de forces s'est inversé entre les banques centrales et les marchés. Le prodigieux développement de ceux-ci a fait que dans le cas d'une confrontation avec une banque centrale, les interventions de cette dernière peuvent-être rapidement balayées par un véritable tsunami spéculatif.

Même la monnaie d'un grand pays ne résiste pas dans ce type de combat inégal comme on a pu le voir en 1992 quand la Banque d'Angleterre a dû renoncer à défendre la parité du sterling face à l'ampleur des attaques.

En tout état de cause, si de hardis réformateurs formaient le projet de reconstruire un véritable système, ils devraient limiter leurs ambitions sur la stabilisation des parités de change et maintenir assez d'éléments de souplesse dans la fixation des cours pour éviter un choc frontal avec les marchés. C'est dans cet esprit qu'a été conçu le concept hybride de changes fixes mais ajustables utilisé par exemple dans le Système Monétaire Européen dans les années 80 et 90.

Le dollar peut-il être remplacé dans son rôle de monnaie internationale ?

Que certains, hier l'Europe, aujourd'hui la Chine, veuillent ravir aux Etats-Unis les avantages d'émettre la monnaie internationale est un sujet qui ressort périodiquement. Il amène à s'interroger sur les caractéristiques que devrait posséder l'instrument monétaire de remplacement.

La fonction première d'une monnaie internationale est de permettre le

règlement des échanges transfrontières ce qui implique qu'elle soit universellement acceptée comme instrument de paiement. Par ailleurs, une autre fonction est d'être utilisée pour les facturations et une troisième d'entrer dans les réserves des banques centrales. Ces fonctions n'ont pas nécessairement toutes un caractère général : on peut concevoir d'utiliser pour la facturation une autre monnaie que pour le règlement et, d'autre part, une banque centrale peut mettre dans ses réserves un actif liquide qui n'est pas utilisé pour le règlement entre agents économiques comme une autre monnaie, l'or ou les DTS. Néanmoins, la commodité incite fortement à facturer dans la monnaie avec laquelle on sera payé et, pour la banque centrale, à préférer, en temps normal, garder en réserve la monnaie qui lui sera demandée par les agents économiques en vue d'un règlement.

Au total, ce qui caractérise une monnaie internationale au sens plein du terme, c'est-à-dire remplissant les trois fonctions, c'est la confiance universelle. Celle-ci se constate mais ne se décrète pas. Elle repose sur un long passé, garant de l'avenir lorsque sont réunies les conditions de stabilité et de permanence exprimant la solidité de l'émetteur :

- ☛ une sécurité politique interne et externe garantie par le fonctionnement normal d'un régime démocratique et par une armée apte à préserver des menaces extérieures ;
- ☛ un long « track record » de maintien satisfaisant du pouvoir d'achat basé sur un large consensus anti-inflationniste dans la population et les classes dirigeantes. La question du pouvoir d'achat joue ici un rôle essentiel. Dans les analyses de court terme on accorde souvent assez peu d'importance à la parité de pouvoir d'achat dont la force de rappel sur le cours du change ne s'exerce souvent pas rapidement. En revanche, sur la longue période où se juge la monnaie internationale, il est primordial que celle-ci offre la garantie d'une bonne conservation de la valeur et donc qu'elle soit dans le peloton de tête des monnaies les moins érodées par l'inflation ;
- ☛ un système financier puissant offrant une grande variété de placements et un large marché ;
- ☛ enfin et par dessus tout l'assurance absolue que l'existence même de la monnaie ne peut en aucun cas être remise en question. Les craintes qui peuvent surgir à cet égard sont

résumées par Martin Wolf qui remarquait récemment dans le Financial Times : « Le dollar existera encore dans trente ans. Pour l'euro, c'est moins sûr... »

Enumérer ces conditions qui étaient toutes remplies par le sterling il y a un siècle et qui, depuis la guerre, le sont par le dollar, montre clairement qu'aujourd'hui, aucune autre des grandes monnaies nationales ne présente l'ensemble de ces caractéristiques ni même ne paraît pouvoir y prétendre dans un avenir prévisible. Certains ont suggéré que l'euro pourrait partager avec le dollar le rôle de monnaie internationale. C'est oublier qu'à beaucoup d'égards il n'offre pas les garanties de solidité et de permanence qui sont ici indispensables. Une monnaie à laquelle ne correspond ni gouvernement ni armée, qui a été créée récemment par un groupe de pays et qui ne rayonne que sur une zone géographique bien limitée peut être une excellente monnaie régionale (et c'est manifestement le cas), mais elle ne peut se prévaloir d'une adhésion spontanée de tous les agents économiques sur les cinq continents. Au surplus, d'ailleurs, la Banque centrale européenne a la sagesse de ne revendiquer nullement ce rôle.

Reste le cas particulier des DTS souvent évoqués comme solution alternative. Par sa nature même, cette formule présente des faiblesses qui limitent son attrait. D'une façon générale, les paniers de monnaie n'ont eu dans le passé aucun succès, à l'image de l'ECU qui a été un échec. Une abstraction telle qu'une moyenne est une construction intellectuelle peu apte à attirer les suffrages dans les échanges privés car elle ne peut se recommander d'aucun passé et son avenir n'offre pas de garantie absolue. Si l'euro, monnaie unique autonome bien implantée en Europe, a pu faire naître parfois quelques soupçons, à plus forte raison pourrait-on s'interroger sur l'avenir d'un DTS simple monnaie commune sans autonomie et qui serait, le cas échéant, beaucoup moins difficile à modifier ou supprimer. On retrouve ici le problème du choix entre monnaie commune et monnaie unique qui a beaucoup agité les esprits lors des discussions sur la préparation de l'euro. Si celui-ci existe aujourd'hui, c'est qu'il est une monnaie unique qui est nécessairement utilisée puisqu'elle remplace les monnaies nationales. En revanche, une monnaie commune circulant en parallèle des monnaies nationales avait toutes les chances de ne pas être utilisée du tout dans les transactions

commerciales. On verra plus loin que les DTS pourraient remplir certaines fonctions d'une monnaie internationale mais qu'ils ne peuvent jouer ce rôle pleinement faute d'être un moyen universel de règlement entre agents économiques privés.

En résumé, il apparaît que le régime monétaire international, si peu satisfaisant soit-il aux yeux de beaucoup, devra conserver pour l'essentiel ses deux bases principales : les changes flottants et le rôle international du dollar. Est-ce à dire que faute de pouvoir réaliser une construction tout à fait nouvelle, les gouvernements peu satisfaits de la situation présente seraient voués à l'impuissance ? C'est aller vite en besogne car certaines mesures d'effet plus limité pourraient, sinon bouleverser l'état de choses existant, au moins restreindre quelque peu à la marge l'empire du dollar en conférant à une autre monnaie, et dans un cadre précis, l'une ou l'autre des fonctions d'une monnaie internationale.

Que penser des propositions chinoises dans ce domaine ?

Les suggestions articulées en vue de restreindre le pouvoir du roi dollar tentent de s'attaquer aux différentes fonctions de la monnaie internationale. Il s'agit de rogner quelque peu les attributs de la monnaie mondiale faute de pouvoir la remplacer par une autre monnaie réellement universelle.

La fonction la plus importante et la plus difficile à remplacer est le **règlement**. Cette faculté, dans son acception la plus large, échappe à l'action des gouvernements puisqu'elle ne dépend que de la libre volonté de l'ensemble des agents économiques sur toute la planète. En la matière, les avantages procurés par l'« effet de réseau » font que le mouvement de concentration des règlements sur la monnaie dominante tend naturellement à se renforcer de lui-même à mesure qu'il s'étend, ce qui a été constaté par exemple durant la période où la livre et le dollar ont joué conjointement cette fonction. Les liens ainsi tissés autour de la monnaie qui s'est imposée sont d'autant plus puissants qu'ils résultent d'innombrables choix individuels et non d'une décision politique.

Il a été imaginé de se dispenser dans certains cas particuliers d'utiliser le dollar en recourant à des accords de swap

notamment entre la Chine et le Brésil. Ce montage qui amène en fait à revenir au troc complique suffisamment les échanges pour que son usage reste limité et sans doute temporaire. Notons, d'ailleurs, qu'en substituant le bilatéralisme au multilatéralisme, il marque un recul certain sur la voie du progrès économique.

En ce qui concerne la **facturation**, une tentative d'abandonner le dollar pour les contrats pétroliers a été esquissée par la Chine et les pays du Golfe. Il s'agirait de remplacer progressivement dans un délai de neuf ans le dollar par un panier composé d'or et de plusieurs monnaies. Cette disposition, qui n'aurait évidemment de sens que pour des contrats à terme, ne concernerait qu'une partie des échanges mondiaux. Comme le pétrole continuerait d'être coté en dollars, l'intérêt de l'opération serait seulement de dispenser de prendre sur le marché des changes une couverture correspondant à la composition du panier. Une généralisation du procédé à l'ensemble des échanges mondiaux paraît difficilement envisageable d'autant qu'il existe un précédent peu encourageant : durant les années 80, la fixation en DTS de la fourchette de prix du cacao a été un échec.

C'est sans doute sur la fonction de monnaie de **réserve** qu'ont le plus insisté les partisans d'une diversification, entraînés surtout par la Chine, celle-ci s'inquiétant de l'importance de ses réserves en dollars. Un tel souci des autorités chinoises a d'ailleurs un côté plaisant si l'on observe que ces monceaux de dollars sont accumulés pour défendre un PEG décidé par la Chine elle-même pour préserver la compétitivité de son économie. Toutefois, on admettra que la question de la diversification vaut d'être posée en soi.

Quelles sont les possibilités et les limites d'une diversification des réserves ?

Celle-ci apparaît sous un jour très différent selon que l'on considère le point de vue d'une banque centrale isolée ou de l'ensemble du système financier mondial. Toute banque centrale peut choisir à son gré de diminuer la part du dollar dans ses actifs sous la réserve que le marché puisse absorber ses ventes et qu'elle accepte la perte qu'elle s'inflige à elle-même en pesant sur le cours du dollar. En revanche, les dollars vendus ayant été pour l'essentiel

achetés par une autre banque centrale, la vente ne remodifie pas la somme totale des dollars internationaux, c'est-à-dire détenus par des non-résidents. Ceci explique que la composition des réserves de l'ensemble des banques centrales ne soit guère modifiée par des arbitrages, mais seulement par des variations des cours de change. Ainsi, de 2002 à 2008, la part du dollar dans les réserves des banques centrales est revenue de 71 % à 62 % mais, à change constant, elle aurait été en 2008 de 73 %. De même, la part de l'euro a monté de 20 % à 27 % mais à change constant, elle serait descendue en 2008 à 17,4 %.

Les possibilités de diversification des réserves offertes par l'or se révèlent elles aussi assez restreintes. Les raisons mêmes qui poussent les banques centrales à accroître leurs réserves d'or après les avoir diminuées régulièrement depuis bien des années font que la thésaurisation privée n'a nullement tendance à décroître mais, au contraire, à augmenter, en particulier par le développement des ETF spécialisés. Au niveau de l'ensemble des banques centrales, l'augmentation des tonnages détenus ne peut guère être escomptée que d'une partie de la production annuelle soit quelques centaines de tonnes. Même la moitié de la production annuelle de l'ordre de 2000 tonnes ne représenterait qu'environ 40 milliards de \$ soit 0,5 % des réserves de change mondiales.

Une augmentation de la part de l'or dans le montant des réserves pourrait être attendue d'une nouvelle hausse des prix du métal fin mais, là encore, les ordres de grandeur sont très éloignés. Le total des réserves d'or des banques centrales est actuellement valorisé aux environs de 1000 milliards de \$. Si l'on retire la part des Etats-Unis qui, par définition, n'ont pas de réserves de change, le stock des autres pays n'atteint pas 750 milliards de \$, soit à peine plus de 10 % de leurs réserves de change. On voit l'ampleur de la hausse supplémentaire des cours qui serait nécessaire pour faire varier de façon significative la part de l'or.

La difficulté de recourir à l'or pour obtenir une diversification appréciable est encore accrue par la répartition des stocks d'or officiels. Près des deux-tiers sont détenus par les principaux membres de l'OCDE, c'est-à-dire d'anciens pays industrialisés qui n'ont pas un besoin particulier de diversifier leurs réserves. Quant aux pays

émergents fortement créanciers des Etats-Unis, ils disposent de stocks si faibles que leur accroissement serait de peu d'effet en regard de l'importance de leurs réserves de change : pour la Chine, par exemple, qui a cependant pu porter récemment son stock à 1000 tonnes, celui-ci ne représente encore que 1,5 % de ses réserves de change.

En définitive, quelle peut-être l'issue de cette épreuve de force que les médias ont baptisée « guerre du dollar » ?

On peut penser que les deux protagonistes continueront de camper sur leurs positions = le dollar est et restera la seule monnaie internationale au sens plein du terme ; en revanche, les créanciers des Etats-Unis parviendront à limiter quelque peu son usage par une série de mesures particulières.

1 - Ce que l'on appelle le « privilège » du dollar est un fait incontournable encore que le terme de privilège soit peu approprié puisqu'il s'agit d'un avantage qui résulte de la nature des choses et non d'une décision des pouvoirs politiques. Pour que cette prééminence fondée sur un consensus planétaire se trouve remise en question, il faudrait une perte de contrôle prolongée de la situation monétaire

interne des Etats-Unis. Même la forte poussée inflationniste des années 70 n'a pas suffi à modifier le statut du dollar et la situation a été redressée durant les années 80. Quoi qu'il en soit, c'est l'évolution sur longue période de l'inflation aux Etats-Unis comparée à celle des principaux pays développés qui pourrait être le critère principal du maintien de la confiance universelle.

Il faut d'ailleurs noter que si survénait une sérieuse dégradation de la position relative des Etats-Unis, l'absence de toute autre monnaie offrant les caractères essentiels d'une vraie monnaie internationale ferait sans doute que le dollar ne serait pas remplacé dans ce rôle et que l'économie mondiale fonctionnerait pour un temps sans monnaie internationale unique. Un tel éclatement serait de toute évidence sérieusement préjudiciable au progrès économique, c'est d'ailleurs pourquoi les remises en cause récentes du dollar, si elles devaient aboutir, ne pourraient le faire de façon radicale.

2 - L'empire du dollar dans les relations monétaires internationales peut se trouver limité de deux manières selon les voies esquissées par quelques pays,

dont la Chine. D'une part, certaines des fonctions de la monnaie mondiale peuvent être exercées en partie par d'autres monnaies ou paniers de monnaies, qu'il s'agisse de diversifier les réserves de certains pays ou d'adopter, dans un cadre bilatéral, des dispositions particulières de facturation et de règlement.

D'autre part, des zones monétaires régionales peuvent se créer à l'image de la zone euro. On imagine assez bien par exemple qu'il pourrait s'en créer une en Asie du Sud-Est autour de la Chine et une autre en Amérique latine autour du Brésil. Si l'organisation mise en place ne se contente pas d'établir une liaison entre les monnaies existantes (comme ce fut le cas pour l'ancien SME) mais crée une monnaie unique, celle-ci supprimera entre les pays membres l'usage de la monnaie internationale.

On pourrait alors se trouver dans une situation où les relations monétaires internationales se limiteraient pour la plupart aux rapports entre quelques grands blocs, assurés par la monnaie des monnaies qu'est le dollar. Celui-ci continuerait de régner, mais son domaine recouvrirait un moins grand nombre d'opérations.

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. UFG-LFP ne saurait être tenue responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de UFG-LFP.