



# LE DOLLAR règne en maître, par défaut

*Eswar Prasad*

**Les arrangements monétaires internationaux sont examinés à la loupe depuis la crise financière mondiale**

**L**E DOLLAR a été la principale monnaie mondiale de réserve pendant la majeure partie du siècle écoulé. Sa suprématie a été renforcée par la confiance que les marchés américains des capitaux inspirent aux investisseurs internationaux, banques centrales étrangères comprises. Cette confiance expliquerait en grande partie les entrées de capitaux aux États-Unis, qui ont explosé ces vingt dernières années. Nombreux sont ceux qui estiment que cette suprématie du dollar a permis aux États-Unis de vivre au-dessus de leurs moyens en finançant leurs déficits courants considérables au moyen d'emprunts à faibles taux consentis par le reste du monde. Certains pays sont irrités par ce «privilege exorbitant» dont jouissent les États-Unis.

Qu'un pays riche comme les États-Unis soit importateur net de capitaux provenant de pays

à revenu intermédiaire comme la Chine a en outre fini par être considéré comme un très bon exemple des déséquilibres mondiaux des balances courantes. Ces flux ascendants de capitaux — contredisant les modèles économiques courants qui veulent que les capitaux circulent des pays riches vers les pays pauvres — ont fait s'élever plusieurs voix en faveur d'une restructuration de la finance mondiale et d'un réexamen des rôles et de l'importance relative des diverses monnaies de réserve.

La crise financière mondiale de 2008–09, dont les contrecoups continuent de se faire sentir partout dans le monde, a alimenté les spéculations concernant le déclassement prochain, voire imminent, du dollar comme première devise mondiale.

Plusieurs facteurs semblent en effet menacer le statut du dollar. Les États-Unis doivent faire

face à un niveau élevé et croissant d'endettement public. La dette brute du gouvernement fédéral s'élève à 16.800 milliards de dollars (graphique 1), ce qui équivaut à peu près à la production annuelle nationale de biens et de services. Les politiques monétaires non conventionnelles mises en œuvre de façon énergique

## Dans l'ensemble, les étrangers ont considérablement étoffé leurs portefeuilles d'actifs financiers américains.

par la Réserve fédérale (la banque centrale américaine) ont accru l'offre de dollars et introduit des risques dans le système financier. L'impasse politique a, en outre, rendu inopérante, voire contre-productive parfois, l'action gouvernementale en faveur de la reprise économique. Il y a aussi fort à craindre que le récent durcissement de la politique budgétaire ait réduit la possibilité pour l'administration américaine d'engager des dépenses dans des domaines importants pour une croissance durable de la productivité, comme l'éducation et les infrastructures.

Tous ces facteurs devraient avoir provoqué le déclin économique des États-Unis et accéléré l'érosion de l'importance du dollar. Or c'est loin d'avoir été le cas. La suprématie du dollar comme monnaie mondiale de réserve a à peine été entamée par la crise financière mondiale. Non seulement la part du dollar dans les réserves mondiales de change ne s'est guère modifiée pendant la décennie qui a précédé la crise, mais elle est restée aux alentours de 62 % depuis le début de celle-ci (graphique 2). Dans l'ensemble, les étrangers ont considérablement étoffé leurs portefeuilles d'actifs financiers américains. Les investisseurs étrangers détiennent actuellement près de 5.600 milliards de dollars de titres du Trésor américain (graphique 3), contre 1.000 milliards en 2000. Ils en ont en fait acheté pour 3.500 milliards de dollars pendant et après la dernière crise (depuis la fin de 2006). La part qu'ils détiennent de la dette fédérale américaine «aux mains du secteur privé» (c'est-à-dire non détenue par d'autres parties de l'administration américaine ou la Réserve fédérale) a régulièrement augmenté alors même que l'encours de la dette fédérale progressait. Cette part atteint maintenant 56 %. Le dollar a donc vu, à certains égards, son rôle de principale monnaie de réserve renforcé depuis la crise.

Comment cette évolution qui défie la logique a-t-elle été possible? La situation est-elle tenable?

### La ruée vers la sécurité

L'un des changements marquants survenus dans l'économie mondiale au cours des quinze dernières années a été la montée en puissance des pays émergents. Derrière la Chine et l'Inde, ces pays ont contribué à une part substantielle de la croissance du PIB mondial pendant cette période. Fait intéressant, la crise ne les a pas dissuadés de laisser les capitaux circuler plus librement sur leur territoire. Bien que cela ait pu paraître risqué, ces pays ont réussi à modifier la composition de leurs engagements

extérieurs en substituant à l'endettement des formes plus sûres et plus stables d'entrées de capitaux, comme l'investissement direct étranger. Il reste que, même s'ils sont moins vulnérables aux crises monétaires, ces pays sont exposés aux nouveaux risques liés à un accroissement des entrées de capitaux comme une montée de l'inflation et les cycles expansion-récession qui affectent les marchés d'actifs.

La crise financière mondiale a fait voler en éclats les thèses traditionnelles sur le niveau des réserves qu'un pays doit détenir pour se protéger des effets de contagion des crises mondiales. Même les pays dotés de réserves importantes ont vu celles-ci fondre rapidement pendant la crise tandis qu'ils s'efforçaient d'empêcher leur monnaie de s'effondrer. Treize pays que j'ai étudiés ont perdu en huit mois environ entre un quart et un tiers de leurs stocks de réserves au plus fort de la crise.

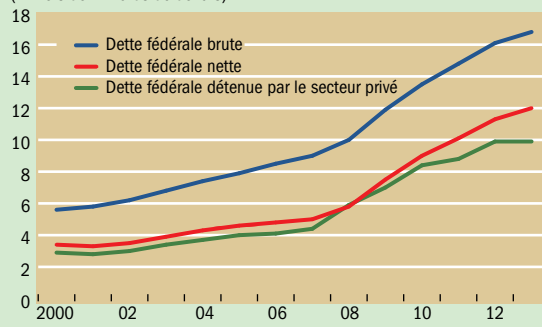
La plus grande ouverture financière et l'exposition accrue à la volatilité des flux de capitaux ont augmenté la demande publique

Graphique 1

### Gonflement de la dette

La dette publique brute des États-Unis s'élève à environ 16.800 milliards de dollars, ce qui équivaut à leur PIB annuel.

(milliards de milliards de dollars)



Source : U.S. Treasury Bulletin, décembre 2013, tableaux OFS-1, OFS-2 et FD-1.

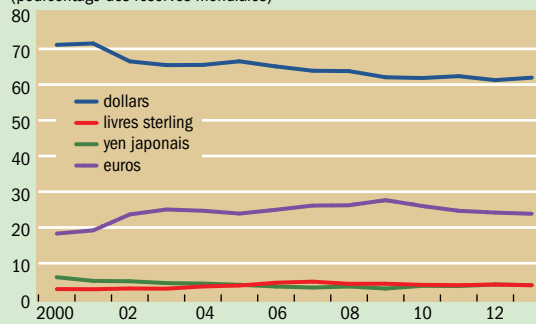
Note : La dette brute inclut la dette intragouvernementale, y compris la dette détenue par les fonds de la sécurité sociale. La dette nette inclut les titres du Trésor américain détenus par la Réserve fédérale. Les données pour 2013 s'arrêtent en juin.

Graphique 2

### Le dollar s'accroche

La suprématie du dollar comme monnaie de réserve internationale n'a été que légèrement entamée ces dix dernières années.

(pourcentage des réserves mondiales)



Source : FMI, base de données COFER (composition en devises des réserves de change). Note : Seules les quatre principales monnaies de réserve sont considérées.

d'actifs financiers sûrs — investissements qui protègent au moins le principal et sont relativement liquides (faciles à négocier). Les pays émergents sont plus que jamais incités à accumuler des réserves massives de change pour se protéger des effets de la volatilité des flux de capitaux. Ils ont en fait augmenté leurs stocks de réserves d'environ 6.500 milliards de dollars depuis 2000, la Chine ayant contribué à elle seule à la moitié de cet accroissement (graphique 4).

En outre, nombre de ces pays ainsi que certains pays avancés comme le Japon et la Suisse sont fortement intervenus sur les marchés des changes pour acheter des devises étrangères en vue de limiter l'appréciation de leur propre monnaie et protéger ainsi la compétitivité de leurs exportations. Ces interventions sur le marché des changes se traduisent aussi par l'accumulation de réserves qui doivent être placées dans des actifs sûrs et liquides

tels que des obligations d'État. Cela a donc favorisé un accroissement de la demande d'actifs jugés sûrs.

Les réformes des réglementations qui obligent les institutions financières à détenir des actifs sûrs et liquides pour se protéger contre les chocs financiers dommageables renforcent encore cette demande. À cela s'ajoute le fait que ce type d'actifs est très apprécié des investisseurs privés du monde entier.

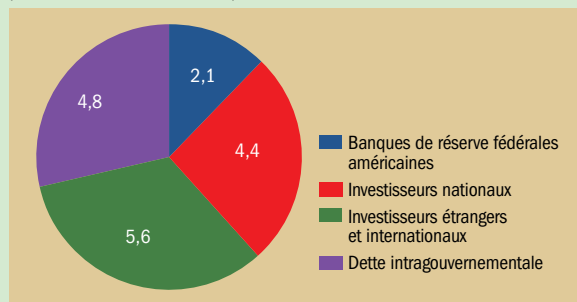
Il en est résulté un déséquilibre, l'offre d'actifs sûrs diminuant alors même que la demande s'envolait. La crise a porté un coup à l'idée que les titres du secteur privé, y compris ceux qui sont émis par des entreprises et des institutions financières très solides, peuvent être considérés comme sûrs. En même temps, les obligations d'État de plusieurs grands pays, comme ceux de la zone euro, le Japon et le Royaume-Uni, ont semblé moins fiables après la crise, ces pays voyant leurs perspectives de croissance se détériorer et leur endettement s'alourdir fortement. Avec leurs marchés de capitaux étoffés et leur dette publique croissante, les États-Unis ont ainsi consolidé leur position de premier fournisseur mondial d'actifs sûrs.

Graphique 3

### Des titres prisés

Les investisseurs étrangers et internationaux détenaient 5.600 milliards de dollars de titres du Trésor américain fin 2012, contre 1.000 milliards en 2000.

(milliers de milliards de dollars)



Source : U.S. Treasury Bulletin, juin 2013, tableaux OFS-1, OFS-2 et FD-1.

Note : Les investisseurs étrangers sont des organismes officiels comme les banques centrales et les fonds souverains étrangers.

### Paradoxes

Est-il judicieux pour les autres pays d'acheter de plus en plus de titres de la dette publique américaine et de les considérer comme sûrs quand cette dette augmente rapidement et pourrait menacer la solvabilité budgétaire des États-Unis? L'importance de la part de leur dette qui est détenue par des étrangers rend tentant pour les États-Unis de réduire le service de leur dette en faisant simplement marcher la planche à billets, ce qui aurait pour effet de réduire la valeur réelle (c'est-à-dire après inflation) de cette dette, et en n'honorant pas ainsi totalement leurs obligations à l'égard de ces investisseurs étrangers. Bien que tentante, une action de ce type est évidemment peu attrayante au bout du compte parce qu'elle alimenterait l'inflation et affecterait aussi l'économie et les investisseurs américains.

En fait, un subtil équilibre politique interne incite les investisseurs étrangers à ne pas craindre que les États-Unis réduisent la valeur des titres du Trésor américain qu'ils détiennent en jouant sur l'inflation. La dette américaine est aussi détenue par des retraités, des fonds de pension, des institutions financières et des compagnies d'assurance américains, un puissant groupe d'intérêts politique qui ferait lourdement payer à l'administration en place une forte hausse de l'inflation. Cela permet aux investisseurs étrangers d'espérer que la valeur de leurs investissements aux États-Unis sera protégée.

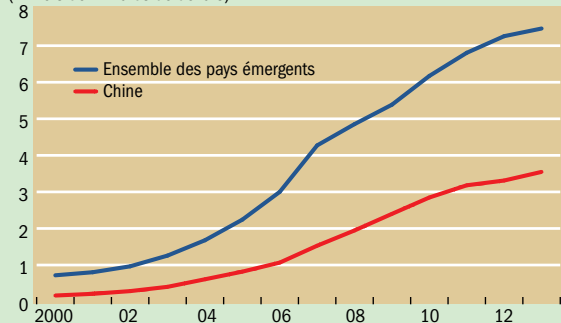
Les pays émergents regrettent quand même de ne pouvoir placer leurs réserves que dans des actifs en dollars, et ce d'autant plus que les taux d'intérêt versés sur les titres du Trésor sont restés durablement bas et ont à peine suivi l'inflation. Ils le regrettent d'autant plus que, malgré l'avantage que lui confère son statut de première monnaie de réserve, le dollar risque de perdre de sa valeur à long terme. La Chine et les autres principaux pays émergents devraient continuer d'enregistrer une croissance de la productivité plus forte qu'aux États-Unis de sorte qu'une fois que les marchés mondiaux de capitaux seront stabilisés, le dollar va probablement à nouveau se déprécier petit à petit, comme il l'a fait à partir du début des années 2000. Autrement dit, les investisseurs étrangers devraient accuser une perte de change quand

Graphique 4

### Accroissement des réserves

Les pays émergents ont accru leurs réserves de quelque 6.500 milliards de dollars depuis 2000. La Chine a contribué pour moitié environ à cet accroissement.

(milliers de milliards de dollars)



Sources : FMI et Banque populaire de Chine.

Note : Les données sur les réserves de change en 2013 vont jusqu'à la fin du deuxième trimestre.

ils vendront leurs investissements en dollars. C'est pourquoi ils semblent disposés à payer le prix fort — en investissant dans des titres du Trésor américain rapportant peu plutôt que dans des placements mieux rémunérés — pour détenir ces actifs qui sont par ailleurs considérés comme sûrs et liquides.

### Des concurrents possibles

Le statut de monnaie de réserve procure des avantages tangibles et intangibles au pays qui l'émet. En dehors du prestige que ce statut lui confère, il lui permet d'avoir accès à des financements bon marché dans la monnaie en question et de bénéficier de recettes

## Les investisseurs du monde entier sont devenus tributaires des actifs financiers libellés en dollars.

de seigneurage — la différence entre le pouvoir d'achat de la monnaie et le coût de sa production — qui peuvent être perçues auprès des détenteurs nationaux et étrangers de la monnaie.

Les autres grands pays avancés ont soit des marchés de capitaux beaucoup plus étroits, soit, dans le cas des pays européens et du Japon, des perspectives de croissance à long terme relativement faibles et un niveau d'endettement public déjà élevé. Leurs monnaies ne devraient donc pas retrouver de sitôt leur lustre d'antan. Mais, étant donné les avantages que son statut de monnaie de réserve a conférés au dollar, d'autres monnaies devraient, en principe, chercher à en bénéficier aussi.

Un concurrent possible du dollar, dont on parle beaucoup, est le renminbi chinois. L'économie chinoise est la deuxième du monde et elle est partie pour être la première au cours des dix prochaines années. Les autorités chinoises sont en train de prendre plusieurs dispositions pour favoriser l'utilisation du renminbi dans les opérations financières et commerciales internationales. Ces mesures font rapidement sentir leurs effets étant donné la taille du pays et ses prouesses commerciales. Le renminbi deviendra aussi une monnaie de réserve viable une fois que les restrictions à la mobilité internationale des capitaux seront levées et qu'il sera librement convertible.

Compte tenu, toutefois, du développement limité des marchés de capitaux et de la structure des institutions politiques et juridiques en Chine, il est peu probable que le renminbi devienne un actif de réserve important vers lequel les investisseurs étrangers, y compris les autres banques centrales, se tourneront pour mettre leurs fonds à l'abri. Au mieux, le renminbi érodera la suprématie du dollar sans toutefois la remettre sérieusement en question. Aucun autre pays émergent ne peut prétendre hisser sa monnaie au niveau de monnaie de réserve et *a fortiori* défier le dollar.

Il va sans dire que ce n'est pas parce qu'il reste la principale valeur de réserve que le dollar va nécessairement continuer de régner en maître à d'autres égards. Il va probablement voir s'éroder, au fil du temps, ses rôles de moyen d'échange et d'unité de compte. L'évolution des marchés de capitaux et des

technologies, qui facilite la réalisation d'opérations financières internationales dans d'autres monnaies, réduit l'utilité du dollar. La Chine a signé des accords bilatéraux avec plusieurs de ses principaux partenaires commerciaux pour pouvoir régler dans leur monnaie les opérations commerciales qu'elle effectue avec eux. De même, rien ne justifie vraiment que les marchés conclus pour des produits de base, comme le pétrole, continuent d'être libellés et réglés uniquement en dollars.

En revanche, le statut de principale valeur mondiale de réserve dont jouit le dollar n'est pas menacé pour l'instant puisque les investisseurs désireux de protéger leurs investissements continuent d'accorder leur préférence aux actifs financiers libellés dans cette devise, et plus particulièrement aux titres du Trésor américain.

### Ce à quoi il faut s'attendre

Les investisseurs publics et privés du monde entier sont devenus tributaires des actifs financiers libellés en dollars du fait surtout de la taille des marchés de capitaux américains et de la diversité des instruments qu'ils offrent. Les titres du Trésor américain, qui représentent les emprunts du gouvernement américain, continuent d'être considérés comme les actifs financiers les plus sûrs des marchés mondiaux. Maintenant que les investisseurs étrangers, y compris les banques centrales étrangères, ont accumulé d'énormes investissements dans ces titres et d'autres actifs en dollars, ils sont fortement incités à empêcher un effondrement de la valeur du dollar. Aucune autre monnaie ni aucun autre investissement n'offre en outre un degré équivalent de sécurité et de liquidité à l'échelle souhaitée par les investisseurs. C'est là que le «piège du dollar» trouve son origine.

Ce qui fait la spécificité des États-Unis dans les finances mondiales, ce n'est pas seulement la taille de leur économie, mais aussi leurs institutions — gouvernement démocratique, institutions publiques, marchés des capitaux et cadre juridique — qui, malgré leurs défauts, restent une référence pour le monde entier. Par exemple, bien que la Réserve fédérale ait mis en œuvre de façon énergique et prolongée des politiques monétaires non conventionnelles, les investisseurs du monde entier restent apparemment convaincus qu'elle ne va pas laisser l'inflation s'emballer et entamer la valeur du dollar.

En fin de compte, pour échapper au piège du dollar, d'importantes réformes financières et institutionnelles devront être effectuées dans les pays qui aspirent à voir leur monnaie éroder la suprématie du billet vert. La gouvernance mondiale devra en outre faire l'objet de profondes réformes pour réduire la demande publique d'actifs sûrs en offrant aux pays de meilleurs dispositifs de sécurité financière. Il ne serait alors plus nécessaire d'accumuler des réserves de change pour se protéger contre les crises monétaires et financières.

Le dollar restera encore longtemps la principale monnaie de réserve, essentiellement faute de mieux. ■

*Eswar Prasad est professeur à la Dyson School de l'université Cornell, directeur de recherche à la Brookings Institution et chercheur associé au National Bureau of Economic Research.*

---

*Cet article s'inspire du dernier ouvrage publié par E. Prasad sous le titre The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance.*