

## La place du dollar dans le système monétaire international

**La sortie du livre *Le dollar et le système monétaire international* (La Découverte, collection repères) de Michel Aglietta et Virginie Coudert, économistes au Centre d'études prospectives et d'information internationales (CEPII), fut l'occasion d'une présentation sur la place du dollar dans les relations économiques et financières internationales de la part des auteurs le vendredi 3 octobre 2014.**

### Le dollar, seule devise capable d'assumer le rôle de monnaie internationale

La position dominante que le dollar occupe aujourd'hui est le fruit d'une montée en puissance progressive qui a commencé en 1913 avec la création de la Réserve Fédérale à la suite de la panique bancaire de 1907. A l'époque, le système monétaire international (SMI) reposait sur l'étalon or, dont les accords lors de la conférence de Gênes en 1922 signent l'abandon au profit de l'étalon change or en donnant au dollar (ainsi qu'à la livre sterling) une place centrale dans le système monétaire international par sa convertibilité en or.

La signature des accords de Bretton Woods en 1944 fait du dollar la seule monnaie convertible en or dans le SMI. Son délitement de l'arrêt de la fixité du deutschmark en 1969 dans un contexte d'abondance de la quantité de dollars en circulation à la suspension de la convertibilité annoncée par Richard Nixon en 1971 débouche sur les accords de Jamaïque, qui entérinent 1976 le nouveau fonctionnement d'un système de changes bilatéraux flottants.

Bien que les règles de fonctionnement du SMI ne lui donnent plus explicitement un rôle central, le dollar demeure aujourd'hui encore la monnaie dominante pour plusieurs raisons.

Une monnaie internationale doit remplir plusieurs conditions. Elle doit être pleinement convertible, afin de répondre à sa fonction de moyen d'échanges. Son pays émetteur, les Etats-Unis en l'occurrence, doit être de grande taille afin de fournir une quantité de liquidités suffisante et son taux d'ouverture doit être faible afin de limiter les conséquences des chocs extérieurs sur son économie. Son système financier doit être très développé pour remplir sa fonction de réserve de valeurs pour les investisseurs privés, en proposant des marchés profonds de titres liquides. C'est sur ce point que le dollar se démarque de ses deux principales concurrentes, l'euro et le yen. Grâce à son statut de monnaie dominante, le dollar est devenu une monnaie de facturation sur les marchés mondiaux de matières premières, les marchés financiers et les marchés de biens et services.

### Le « privilège exorbitant » des Etats-Unis

Si le dollar est la monnaie qui remplit le mieux ces critères, la baisse progressive du poids de l'économie américaine dans le PIB mondial et la persistance de ses déficits courants et publics auraient pu altérer sa dominance dans le SMI. L'économiste Robert Triffin a mis en avant dès 1960 le paradoxe qui existe entre le besoin de l'économie mondiale de se reposer sur une monnaie forte et la nécessité que l'économie émettrice soit en mesure de proposer une offre nette de liquidités suffisante, c'est-à-dire d'avoir recours à la création monétaire ou de générer des déficits courants.

La présence de fortes externalités sur les marchés des changes expliquent que cette situation à l'avantage des Etats-Unis ait duré dans le temps, ainsi que la polarisation très forte autour du dollar. Le dollar est la monnaie la plus utilisée dans les transactions de change (87% des transactions de change concernent le dollar, contre 33% pour l'euro et 23% pour le yen), ainsi que la constitution de

réerves de changes (61% pour le dollar, contre 24% pour l'euro, et 4% pour le yen), les prêts bancaires (57% pour le dollar, contre 20% pour l'euro, et 3% pour le yen). C'est aussi la principale référence pour les ancrages monétaires (72 monnaies sont ancrées au dollar, contre 26 pour l'euro et 1 pour le yen).

Début 2014, la position extérieure nette des Etats-Unis était débitrice de 5 400 milliards de dollars. Les investissements en obligations privées et titres du trésor US sont les principaux postes de débit des Etats-Unis. Ils répondent aux caractéristiques de liquidité et de profondeur (les avoirs aux Etats-Unis des étrangers étaient de près de 26 000 milliards de dollars fin 2013) qui rendent le dollar éligible à la fonction de monnaie internationale dominante. Cette situation fait bénéficier les Etats-Unis d'un financement facile de ses déficits courants et publics : les réserves des étrangers aux Etats-Unis impactent à la baisse les rendements des bons du Trésor, et la détention de billets par des étrangers qui atteint près de 500 milliards de dollars a permis de financer d'autant les déficits extérieurs américains, sans intérêts de surcroît. Cette situation possède toutefois l'inconvénient de maintenir à un niveau élevé les flux de demande de capitaux en dollars contribuant significativement à sa surévaluation, ce qui pénalise le commerce extérieur des Etats-Unis.

Sur le point des ancrages monétaires, la situation de polarisation a des conséquences importantes ; en effet, les pays qui ont des changes ancrés au dollar (une large majorité des économies émergentes préfère fonctionner avec des changes fixes, ce que l'économiste américaine Carmen Reinhart appelle la « peur du flottement »), pour des raisons de stabilité de leur compétitivité-prix par exemple, n'ont pas nécessairement des cycles conjoncturels qui correspondent aux cycles américains. Ainsi, leurs politiques monétaires sont contraintes par celle de la Réserve Fédérale dans la défense du change et peut aller à l'encontre des besoins de leur économie. Par exemple, si un pays ancré au dollar est en proie à l'inflation alors que la Fed mène une politique accommodante, sa banque centrale sera contrainte de suivre une politique accommodante également afin de ne pas subir d'afflux de capitaux qui seraient attirés par la hausse du différentiel de taux d'intérêt et ferait monter son taux de change, ce qui l'empêchera de contrecarrer la dynamique de hausse de l'inflation.

Les travaux de Mundell s'inscrivent dans cette problématique d'incompatibilités pour une économie de conserver à la fois des taux de change fixes, sa souveraineté monétaire et la liberté des capitaux. Pour des pays qui choisissent la fixité de leur change, il existe alors un choix à faire entre mobilité des capitaux et souveraineté monétaire. Si la banque centrale veut conserver sa capacité d'action monétaire, alors les mouvements de capitaux doivent être contraints afin de ne pas impacter le taux de change. En revanche, si les capitaux ont liberté de mouvements, alors la fixité des changes ne peut être préservée que par une politique monétaire adaptée, ce qui la détourne de ses autres objectifs.

### **Conclusion : vers un système pluri-devises ?**

Le dollar ne conservera pas son rôle de monnaie dominante éternellement. Côté demande, les besoins mondiaux de liquidités croissent rapidement avec l'essor du commerce mondial, dont les dynamiques régionales sont particulièrement vives en Asie émergente (et en Europe), et des relations financières internationales. Côté offre, la baisse du poids de l'économie américaine pourrait mener lentement à un rééquilibrage du système autour de plusieurs devises, dans lequel la taille des marchés de dettes de l'union économique et monétaire européenne permettrait à l'euro de prendre une plus grande place.