

Le dollar, une monnaie faible?

Autor(en): **Marmier, Jacques**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **38 (1980)**

Heft 2

PDF erstellt am: **14.07.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-138511>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Le dollar, une monnaie faible ?

Jacques Marmier,
D^r ès sciences économiques,
Lausanne

AVERTISSEMENT

Le présent article a été rédigé au cours du premier semestre 1979. La nature du sujet traité nécessite une mise à jour constante, impossible à concilier avec les délais d'impression.

Le lecteur comprendra certainement ces raisons, ainsi que le silence relatif aux derniers développements. Ceux-ci sont de nature à modifier les perspectives à court terme. A long terme, toutefois, les données de base ne changent pas si rapidement et le raisonnement ne saurait être amendé.

1. Rappel historique

Depuis le début du XX^e siècle, le dollar américain a occupé une place grandissante sur les marchés financiers internationaux pour devenir la principale monnaie dès la fin de la seconde guerre. La puissance économique croissante des Etats-Unis prenait la relève du Royaume britannique dans le commerce mondial. Dans ce contexte, il était naturel d'utiliser la monnaie la plus répandue comme moyen d'échange entre nations. Le dollar¹ devenant ainsi le véhicule entre les monnaies des différents pays.

A la suite des déboires du système de l'étalon-or, dans l'entre-deux guerres, les grandes nations économiques sont tombées d'accord à Bretton-Woods en 1945 pour instaurer un système de changes fixes basé sur l'or. Rappelons seulement que dans ce système le dollar équivalait à sa définition en or. Les banques centrales étrangères pouvaient demander à la Réserve américaine, de convertir leurs avoirs en dollar contre de l'or, au prix officiel de 35 dollars par once d'or fin. La balance américaine des paiements enregistrait déjà des déficits. Et les conversions régulières opérées à la demande des banques centrales étrangères (la Banque de France en particulier) commencèrent à inquiéter les Américains. Le stock d'or de Fort-Knox diminuait. La décision tomba le 15 août 1971 des lèvres du président Nixon : le dollar devenait inconvertible en or auprès de la Réserve américaine. De la fin 1971 à l'été 1974, le prix de l'or fut successivement porté de 35 à 38 dollars l'once (le 18 décembre 1971), puis à 42.22 dollars (le 12 février 1973) avant que l'or ne soit définitivement condamné comme monnaie de réserve internationale. En d'autres termes, les Etats-Unis ont dévalué par deux fois leur monnaie avant de la laisser flotter librement. Dès 1974, le cours des devises sur les marchés internationaux n'est plus régi par aucun système de référence. L'offre et la demande d'une monnaie conditionnent son cours envers les autres, sans limite tant à la hausse qu'à la baisse.

Le dernier système monétaire étant mort, il n'en demeure pas moins que la devise américaine reste la monnaie d'échange universelle et que chaque monnaie nationale est cotée d'abord contre dollars².

De ce bref survol, on peut tirer les conclusions suivantes :

- le dollar reste la devise universellement traitée, et conserve son rôle de « monnaie de réserve »,
- le dollar est également la monnaie d'un pays, donc sujette aux lois du marché.
- le dollar continue à fonctionner comme étalon de mesure entre les diverses devises mais — contrairement aux grandeurs physiques, tels le mètre ou le kilogramme — l'étalon est devenu élastique.

2. Les causes des changements de parités entre devises

Prétendre connaître exactement les raisons d'un mouvement de cours, même à long terme, est chose présomptueuse. Tout au plus peut-on sélectionner les informations qui, systématiquement, influencent le marché des devises, et pour lesquelles l'on peut trouver une explication. Ainsi en va-t-il des chiffres de la comptabilité nationale et plus particulièrement du taux d'inflation et du déséquilibre de la balance des paiements.

2.1. Parité du pouvoir d'achat

Théoriquement, le raisonnement est simple. Supposons que, le 1^{er} janvier d'une année donnée, la valeur du DM soit égale à deux fois celle du FF. Au cours de l'année, l'inflation en France atteint 10 % tandis qu'elle est nulle en Allemagne. Admettons que le prix d'un paquet de cigarettes soit de 1.— DM et de 2.— FF en début d'année. Arrivé au 31 décembre, ce même paquet de cigarettes coûtera toujours 1.— DM, tandis qu'en France son prix aura atteint 2.20 FF (en supposant que l'inflation ait été immédiatement reportée sur les prix).

Au 1^{er} janvier, nous avons :

- 1.— DM = 1 paquet de cigarettes, et
 - 2.— FF = 1 paquet de cigarettes,
- donc 1.— DM = 2.— FF

Au 31 décembre, nous constatons que :

- 1.— DM = 1 paquet de cigarettes, et
- 2.20 FF = 1 paquet de cigarettes

Si le commerce international entre la France et l'Allemagne est libre, il nous faut choisir entre deux conséquences possibles :

- soit la valeur du FF s'est dépréciée de 10% par rapport au DM, et dans ce cas 1.— DM = 2.20 FF,
- soit le cours de change est resté stable. Dans ce cas, théoriquement, l'Allemagne approvisionne entièrement le marché français des cigarettes. En France, l'industrie du tabac a complètement disparu en cours d'année, puisqu'elle n'est plus compétitive face aux producteurs allemands.

De ces deux conséquences, c'est évidemment la première qui se réalisera sans aucun doute.

Cette théorie, très simpliste, néglige toutes les contraintes physiques (capacité de production, coût du transport, qualité du produit), légales (règles du commerce inter-

national) et politiques (abandon subit d'une branche industrielle, chômage, etc.). Toutefois, sur la longue période, une tendance se dessine effectivement dans ce sens en dépit du protectionnisme économique des pays à monnaie faible.

La Banque de Paris et des Pays-Bas³ a publié une analyse intéressante qui vérifie cette théorie. Basée sur la période s'étendant de mars 1973 à décembre 1977, l'étude montre que les variations de cours du dollar face à cinq monnaies importantes s'expliquent par la différence des taux d'inflation. Une corrélation mathématique encore meilleure s'obtient en corrigeant les cours de change par l'indice des prix à l'exportation. Cette dernière constatation conduit à l'idée d'une théorie du pouvoir d'achat sur les marchés extérieurs, c'est-à-dire en liaison directe avec l'évolution des taux de change.

2.2. Le solde de la balance des paiements

L'addition des soldes de la balance commerciale, de la balance des services et de la balance des capitaux (s'il n'en existe pas d'autre) constitue le solde de la balance des paiements. S'il s'agit d'un déficit, ce solde représente le montant dont le pays s'est endetté au cours d'une année. A contrario, si le solde est positif, il représente le crédit que le pays a octroyé à l'ensemble des autres nations. (Ce solde doit être considéré envers la communauté internationale et non pas envers chaque pays isolément.) La situation idéale consisterait à réduire à zéro le solde de chaque année ou, tout au moins, à compenser les résultats négatifs de certaines années par des résultats positifs d'autres années de manière à obtenir, sur la longue période, une balance équilibrée. Cette situation idéale ne peut se réaliser, par définition. Toutefois, faudrait-il que les déséquilibres n'augmentent pas chroniquement dans un seul sens.

Indicateurs financiers des principaux pays industrialisés

	<i>USA</i>	<i>RFA</i>	<i>Suisse</i>	<i>UK</i>	<i>Japon</i>
Indice des prix à la consommation. Février 80/février 79	+ 14.1%	+ 5.8%*	+ 4.1%	+ 19.1%	+ 8.0%
Solde de la balance commerciale (mois de janvier 1980)	- 4.7 mia. \$	+ 0.4 mia. DM	- 0.92 mia. SF	- 0.350 mia. £	- 3.4 mia. \$
Taux d'escompte (à fin mars 1980)	13%**	7%	3%	17%	9%
Taux d'intérêt sur l'euro-marché (dépôt à 3 mois) le 19.3.80	19 3/4%	9 1/4%	7 1/8%	18 1/8%	14 5/8%

* Mars 80/mars 79.

** Taux fixé à 13% avec surcharge de maximum 3%.

Au plan technique, un pays chaque année un peu plus créancier de la communauté internationale doit s'attendre à voir sa monnaie de plus en plus recherchée. Si la demande augmente (sans modification de l'offre), le prix de cette monnaie est appelé à s'apprécier. Inversement, un pays dont la balance des paiements accuse un déficit chronique doit offrir sa monnaie sans qu'une demande compensatoire ne se manifeste. Dans ce cas, le cours baisse.

En l'absence d'un système monétaire international, les mouvements de hausse ou de baisse n'ont pas de chance d'être durablement corrigés.

3. L'augmentation de prix du pétrole, la récession et les différentes politiques gouvernementales

3.1. De 1974 à 1978

En octobre 1973, un événement extraordinaire vient bouleverser les comptes extérieurs de toutes les nations. Les pays exportateurs de pétrole, réunis sous la bannière de l'OPEP, décident de tirer plus largement profit de leur richesse naturelle. Du jour au lendemain, les prix affichés augmentent de 70% (de 3.— \$ à 5.10 \$ le baril)⁴.

Les membres des gouvernements, les industriels et les financiers ont tôt fait d'anticiper l'effet de cette mesure. Pour les pays occidentaux, le nouveau coût du pétrole importé aura deux implications négatives. D'une part, les balances commerciales des pays importateurs accuseront rapidement une dégradation. D'autre part, la hausse des coûts de production industrielle attisera la spirale inflationniste.

Dans ces circonstances, les gouvernements devaient décider les mesures conjoncturelles à prendre, alors qu'une baisse du climat économique pointait à l'horizon et risquait de faire renaître le chômage dans les pays industrialisés.

3.2. Politique gouvernementale des Etats-Unis

Face au spectre de la récession et du chômage, l'administration en place s'est engagée résolument dans la voie du soutien de la conjoncture, essentiellement par le biais des réductions d'impôts et des dépenses gouvernementales. Les conséquences furent celles que l'on connaît aujourd'hui. L'activité économique a bien résisté aux pressions de la récession et le niveau de l'emploi, s'il ne s'est guère amélioré, n'a du moins pas chuté comme on aurait pu le craindre. Au plan de la politique interne à court terme la manoeuvre était adroite. A moyen terme par contre, les conséquences néfastes n'ont pu être endiguées. En 1974, taux d'inflation et taux d'intérêt se sont envolés. Quant aux chiffres des comptes extérieurs, la balance commerciale a présenté des soldes de plus en plus déficitaires.

3.3. Politique gouvernementale de l'Allemagne

Depuis longtemps déjà la République fédérale d'Allemagne est dotée d'une industrie fortement orientée vers l'exportation. La hausse du prix du pétrole allait, dans un premier temps, gonfler le prix des importations, puis dans un second temps, renchérir les coûts de production et donc des exportations. Cette conséquence risquait de limiter les ventes de l'industrie allemande sur les marchés extérieurs, donc de compromettre le rythme de la production industrielle et mettre en grand danger le niveau de l'emploi. Confronté à cette situation rappelant de sombres souvenirs, l'on eût pu attendre du gouvernement de la RFA une réaction analogue à celle de l'administration Nixon. Il n'en fut rien (ou presque rien). Craignant plus les méfaits de l'inflation que ceux du chômage, le pays tout entier s'est efforcé d'améliorer ses performances et de réduire le taux d'inflation jusqu'à la limite du possible. Ce qui fut fait. Mais le tribut à payer s'est mesuré à l'augmentation du chômage et à la forte poussée du DM par rapport au dollar. Surmontant ces handicaps, la RFA a continué à enregistrer des excédents substantiels de sa balance des paiements. La Bundesbank fut

contrainte, tant que faire se pouvait, de lutter contre l'appréciation du mark sur le marché des devises⁵.

3.4. Politique gouvernementale suisse

La situation de notre pays est semblable à celle de l'Allemagne fédérale et les mesures décidées à Berne furent basées sur des concepts comparables à ceux qui prévalaient à Bonn. Deux différences méritent toutefois d'être signalées. Alors que le chômage touchait la population indigène dans une large mesure chez nos voisins du nord, l'on ne peut en dire autant pour la Suisse. Excepté pendant quelques mois, le taux de chômage de la population active d'origine suisse est resté négligeable. Le départ de nombreux étrangers actifs est la cause de cette particularité. La seconde différence réside dans la nature de notre devise. La Suisse, démunie de matières premières mais située à la croisée des chemins européens, a rapidement trouvé sa place dans l'industrie de transformation et dans le commerce international. A la fin de la seconde guerre mondiale, l'appareil bancaire helvétique s'est rapidement développé dans les affaires financières internationales de tous genres. L'utilisation extérieure de la monnaie, initialement basée sur le commerce extérieur du pays, a provoqué au cours des ans sa mutation en une monnaie essentiellement financière (au point que la Banque Nationale Suisse fut contrainte d'exclure son emploi comme monnaie de réserve, dans toute la mesure du possible). Le franc suisse joue un rôle beaucoup plus important que n'importe quelle autre devise lorsqu'il est mis en relation avec l'économie du pays (les places financières de Genève et surtout de Zurich sont hypertrophiées en comparaison de celles de Paris, Francfort ou même Londres).

Notre pays a donc bénéficié d'une situation légèrement plus favorable que les autres et a réussi à ramener le taux d'inflation à un niveau remarquablement bas. L'inévitable contrepartie fut la hausse sans pareille du franc suisse, engendrant les problèmes que l'on sait pour l'industrie d'exportation.

4. La crise de 1978

Comme chacune des années antérieures, 1978 a connu son sommet monétaire international. Les 16 et 17 juillet, à Bonn, les sept nations les plus industrialisées se sont concertées et ont proposé différentes mesures pour améliorer le climat économique mondial :

- les Etats-Unis se sont engagés à réduire leurs importations de pétrole afin de comprimer le déficit de leurs balances extérieures,
- le Japon doit faciliter les importations (+ 4 milliards de dollars) pour réduire l'excédent commercial, et s'efforcer d'obtenir un taux de croissance de 7% pour l'année 1978,
- l'Allemagne et la France veulent relancer modérément leur économie.

A l'issue de la réunion, l'euphorie est générale; d'autant plus que quelques jours auparavant, à Brème, les pays de la Communauté économique européenne ont esquissé le plan du système monétaire européen qui devrait stabiliser les taux de change sur les marchés des devises. A l'issue du sommet de Bonn, le dollar s'apprécie face aux principales devises. Mais au début août déjà la situation s'est renversée et le dollar bat jour après jour tous les records de baisse. Les mauvaises nouvelles ne cessent d'affluer. Le taux d'inflation monte aux Etats-Unis et le programme du président Carter de lutte contre la consommation de pétrole

ne convainc pas le Sénat. Alors que la Réserve fédérale américaine fait monter les taux d'intérêt, le cours du dollar dégringole toujours plus bas. Européens et Américains se renvoient la balle pour savoir quel côté de l'Atlantique doit apporter les soins nécessaires au malade. A Washington, on accuse les Européens (l'Allemagne en particulier) de ne rien faire pour favoriser le rétablissement du dollar. A Francfort, les responsables de la Bundesbank proclament que le mal ne pourra être enrayé que par l'action des organes gouvernementaux et de la Réserve fédérale des Etats-Unis.

Cours du dollar

	20.7.78	31.10.78
DM	2.06	1.72
Frs	1.81	1.47
Yen	202	176
£ stg.	1.90	2.09

C'est dans ce contexte que le président Carter décide d'intervenir et de renverser l'orientation des cours du dollar.

5. Le plan Carter du 1^{er} novembre 1978

Tant attendue par les observateurs, l'initiative américaine jouit d'emblée d'un écho favorable en Europe. Il est vrai que l'ampleur des montants mis en œuvre (plus de 20 milliards de \$) est non négligeable, ce qui ne manque pas d'impressionner les opérateurs⁴.

Confrontée à la dépréciation accélérée du cours du \$, l'administration Carter décide de frapper un grand coup, au moyen d'interventions sur le marché des changes. Ne disposant pas d'avois en devises, la Réserve fédérale américaine (Fed) a usé des fameux «accords Swap». Par ces accords, les banques centrales du Japon, de l'Allemagne et de la Suisse achètent des \$ au comptant, contre des Yen, DM et Frs remis au Fed, et revendent ces mêmes \$ contre leur monnaie, mais à terme. Ce procédé revient à donner au Fed des crédits en devises fortes, crédits utilisables pour soutenir le cours du \$. A l'échéance (d'usage trois mois plus tard), ces contrats sont renouvelables. La mise à exécution de ces contrats a ainsi permis les interventions nécessaires de soutien du \$ sur le marché des changes. D'autre part, le Trésor américain va émettre des «notes» à l'étranger, libellées en monnaies fortes, dans le même but de procurer au Fed des réserves en devises fortes (Yen, DM et Frs).

Parallèlement à ces mesures, le Fed a mis en vente une partie de ses réserves en or. Si le volume de ces ventes n'est guère impressionnant on peut toutefois y voir une démarche pédagogique en vue de la «démonétisation» du métal jaune. Enfin d'autres mesures internes sont arrêtées simultanément dont la portée sur le marché des changes ne sera guère perceptible.

La mise en application rapide des mesures immédiatement opérables produit des effets très positifs. La chute du dollar s'enraye et l'on observe une appréciation rapide des cours. Le

marché s'oriente à la hausse et le mouvement se poursuivra au cours de l'hiver 1978/1979 sans nouvelles interventions des banques centrales (la Bundesbank et la Banque Nationale Suisse ont apporté un concours actif au travail de la Réserve fédérale américaine, mais en qualité de mandataires et non pour leur propre compte).

Cours du dollar

	31.10.78	31.1.79
DM	1.72	1.86
Frs	1.47	1.69
Yen	176	201
£ stg.	2.09	1.99

L'attrait des taux de placement en dollars et la stabilité (sinon l'appréciation) du cours favorisent un flux d'achats de la devise américaine. Même si les avis, sur la longue période, restent défavorables, on note un mouvement marqué de transferts des capitaux vers la devise des Etats-Unis.

Les cours des trois devises fortes de l'été 1978 (Deutsche Mark, Yen japonais et Franc suisse) marquent un repli significatif, signe de ce déplacement de capitaux en quête de rendement. Parallèlement, les taux d'intérêt sur ces devises ont fléchi ou sont restés stables. L'écart de rendement s'est donc creusé, phénomène auquel les investisseurs sont devenus plus sensibles. Enfin, et c'est une situation intéressante, la monnaie japonaise — jadis très forte — ne cesse de faiblir au cours du premier trimestre 1979. En sens inverse, la £ sterling — jadis beaucoup plus faible que le dollar — se met en évidence par une hausse spectaculaire. Ces deux cas doivent être analysés à la lumière des péripéties du marché pétrolier.

6. Le Système Monétaire Européen (SME)

Décidée en juillet 1978, la nouvelle construction européenne n'entrera finalement en vigueur que le 13 mars 1979. Les aléas des « montants compensatoires » de l'Europe verte ont incité la France à utiliser le règlement de ce problème comme préalable au fonctionnement du SME. Dans ce nouveau système, les pays membres de la CEE, à l'exception de la Grande-Bretagne, s'engagent à maintenir des parités monétaires limitées à 2 ¼% de variation à la hausse comme à la baisse. L'Italie peut élargir la marge de fluctuation à 6% d'un côté comme de l'autre. Une grille est établie, fixant les plages de variation de chaque devise par rapport à toutes les autres. En cas de « déraillement » d'une devise, le pays d'origine est obligé d'intervenir pour corriger le mouvement. Un seuil de divergence, genre de signal d'alarme, est basé sur une mesure de référence, l'ECU (European Currency Unit, ou Unité de Compte Européenne calculée par l'addition d'un panier déterminé des devises des différents pays).

Pour intervenir, les pays membres disposeront d'un nouvel outil, en complément de la panoplie traditionnelle: le FECOM (Fonds Européen de Coopération Monétaire). Celui-ci fonctionnera comme une banque centrale européenne à l'image du FMI (Fonds Monétaire International).

Système monétaire européen – Taux centraux et marges de fluctuation

	<i>Amsterdam</i> <i>Hfl</i>	<i>Bruxelles</i> <i>FB</i>	<i>Copenhague</i> <i>DKr</i>	<i>Francfort</i> <i>DM</i>	<i>Paris</i> <i>FF</i>	<i>Rome</i> <i>Lit</i>	<i>Dublin</i> <i>i£</i>
1 ECU	2.72077	39.4582	7.08592	2.51064	5.79831	1 148.15	0.662638
100 Hfl		1 483.25 1 450.26 1 418.—	266.365 260.4392 254.645	94.375 92.2767 90.225	217.96 213.113 208.38	44 807.4 42 199.5 39 743.4	24.9089 24.3548 23.8130
100 FB		7.0520 6.89531 6.7420	18.3665 17.9581 17.5585	6.508 6.36277 6.221	15.0290 14.6948 14.3680	3 089.61 2 909.79 2 740.44	1.71755 1.67934 1.64198
100 DKr		39.27 38.3967 37.5425	569.50 556.852 544.45	36.235 35.43134 34.645	83.69 81.8286 80.01	17 204.5 16 203.3 15 260.5	9.56424 9.35147 9.14343
100 DM		110.835 108.370 105.96	288.66 282.237 275.96	44.285 43.2995 42.335	236.21 230.95 225.81	48 557.6 45 731.4 43 069.8	26.9937 26.3932 25.8060
100 FF		47.99 46.9235 45.88	124.985 122.207 119.49	44.285 43.2995 42.335	236.21 230.95 225.81	21 025.2 19 801.5 18 649.0	11.6881 11.4281 11.1739
1000 Lit		2.516 2.36970 2.23175	6.553 6.17160 6.813	2.322 2.18668 2.059	5.3620 5.05013 4.7560		0.612801 0.577135 0.543545
1 i£		4.1995 4.10597 4.0145	10.9365 10.6935 10.4555	3.875 3.78886 3.705	8.9495 8.75034 8.5555	1 839.78 1 732.70 1 631.85	

Le SME fut lancé dans d'assez bonnes conditions. Le marché des changes traversait une période d'accalmie dominée qu'il était par la bonne tenue du dollar. Qu'en sera-t-il plus tard? Avant qu'un pays ne soit autorisé à dévaluer (ou à réévaluer) sa monnaie au sein du SME, il devra d'abord lutter contre les forces en présence sur le marché. Or de quelles manières pourra-t-il intervenir? Outre les mesures visant à ramener la balance des paiements proche de l'équilibre, on peut supposer qu'une action sera menée au plan des taux d'intérêt et de l'effort (si nécessaire et si possible) pour diminuer le taux de l'inflation. Mais ces mesures (excepté partiellement le loyer de l'argent) ne provoqueront pas d'effets immédiats. Le seul moyen efficace à coup sûr reste l'achat (ou la vente) de la devise en cause. Pour qu'une banque centrale européenne puisse, par exemple, racheter sa propre devise sans perturber une autre devise européenne, elle est contrainte d'intervenir au moyen du dollar. Il en irait de même si la Bundesbank devait un jour lutter contre l'appréciation du Deutsche Mark en achetant des dollars (pour offrir du DM).

A ce point, il apparaît que le SME n'aura certainement pas d'effets stabilisants sur le marché du dollar. Bon gré mal gré, le dollar continuera à jouer le rôle de moyen d'échange et d'arbitrage international, donc le moyen d'intervention sur le marché des changes. Les fonds mis à disposition en ECU (ou en autres devises européennes) par le FECOM ne supprimeront pas l'usage du dollar. Une hypothèse, que nous pouvons écarter présentement pour des raisons politiques, serait la reconnaissance du DM comme monnaie intra-européenne. Dans ces circonstances, il serait envisageable que le dollar soit écarté comme moyen d'intervention des banques centrales du Vieux continent. Toutefois il est peu probable que cette hypothèse se réalise et, si tel était le cas, il faudrait modifier les règles du SME.

En résumé, il s'avère que le fonctionnement du SME n'apportera pas de soulagement aux problèmes du dollar. Au contraire, en cas d'attaque contre la monnaie américaine, il est à craindre que les règles du SME ne contraignent un ou plusieurs pays à intervenir lourdement au moyen de dollars pour respecter la grille des parités. Plus enclins à jouer leur propre jeu que celui du Fed, contraints d'agir pour accomplir leurs engagements communautaires, les pays européens risquent d'amplifier un mouvement de crise du dollar qui pourrait apparaître.

7. Le dollar: une monnaie faible?

7.1. La monnaie internationale

L'histoire récente montre combien fragiles sont les systèmes de change fixe (étalon-or, étalon de change-or, ou simple «serpent européen»). Le système des changes flottants (soit une absence de système) ne satisfait pas non plus la communauté internationale. Au travers des bouleversements monétaires internationaux survenus depuis la fin de la seconde guerre mondiale, et probablement ceux que nous vivrons à l'avenir, le dollar a gardé et gardera une place prépondérante. Cette caractéristique est certainement attachée à la dominance de l'économie des Etats-Unis sur toutes les autres. Il serait illusoire de croire que le dollar sera prochainement déchu de son rôle de référence sur les marchés des changes, et par conséquent de son rôle de monnaie de réserve. Cela ne le mettra pas à l'abri de fluctuations parfois violentes, telles celles que nous lui avons connues ces dernières années. Si le dollar maintient probablement son rôle d'étalon international de mesure (ainsi que sa qualité de monnaie de réserve), il faut garder à l'esprit son nouvel aspect d'étalon «élastique». Est-ce à dire que le

dollar suivra une même aventure que son prédécesseur, la Livre sterling? La simple observation des faits pourrait nous faire croire que tel sera le cas. Toutefois, les situations diffèrent d'une manière telle que nous devons d'emblée réfuter une pareille analogie. Comme nous l'avons vu plus haut, deux facteurs-clés au moins doivent être considérés avant d'estimer l'avenir d'une devise sur le marché des changes: l'inflation et les comptes extérieurs.

7.2. L'inflation

Depuis 1974, il est surprenant de constater combien l'évolution des prix du pétrole a suivi l'évolution générale des prix aux Etats-Unis. En d'autres termes, les exportateurs de pétrole ont maintenu le pouvoir d'achat unitaire d'un baril d'or noir aux Etats-Unis.

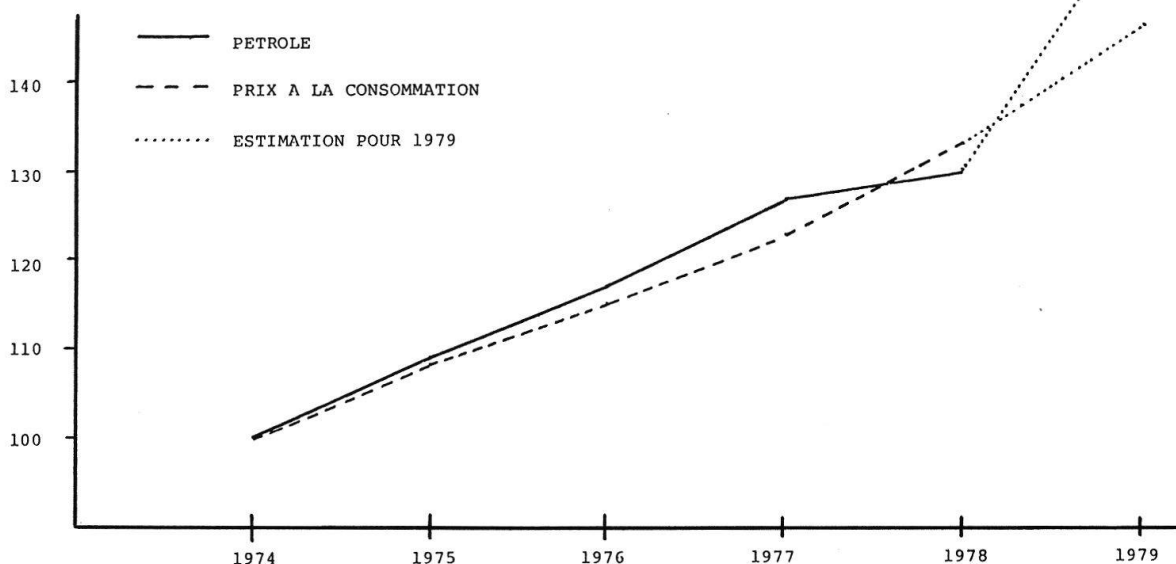
Dès le début 1979, la corrélation est interrompue à la suite des événements iraniens et des hausses consécutives de prix décidées par l'OPEP. L'incidence sur les prix à la consommation ne manque pas de se faire sentir sur les périodes suivantes. Ce phénomène risque même d'être amplifié par deux faits nouveaux.

D'une part, l'accident survenu à la centrale nucléaire de Harrisburgh incite le gouvernement à limiter momentanément le développement de cette source d'énergie. Sous la pression de l'opinion publique, plusieurs centrales font l'objet de nouveaux contrôles techniques et les populations voisines de ces installations deviennent très sensibles aux risques qu'elles encourent. La construction de nouvelles centrales se heurtera à des appréhensions qui, jusque là, étaient plus modérées. Le ralentissement du programme nucléaire contraindra le pays à se tourner vers les sources d'énergie traditionnelles, donc du pétrole. La hausse des prix décidée au début 1979 (comme les hausses ultérieures) attisera d'autant plus aisément l'inflation.

Prix du pétrole et prix à la consommation (USA)

(Indices, base 100 = 1974)

Source: Annuaire statistique du Fonds Monétaire International.



D'autre part, c'est le second fait nouveau, nous assistons au début 1979 à une hausse de prix non seulement du pétrole mais également des principales matières premières. Ce phénomène peut paraître légitime dans la mesure où les pays producteurs de ces matières premières désirent maintenir leur pouvoir d'achat, ne fût-ce que sur le marché des Etats-Unis. Dans ces circonstances, le coût des produits industriels ne peut qu'augmenter à relativement brève échéance.

A ces facteurs déjà peu optimistes, il convient d'ajouter la politique budgétaire du gouvernement fédéral. En présence d'un taux de chômage qui ne se résorbe guère malgré la tendance soutenue de l'économie, l'administration Carter n'a qu'une marge de manœuvre restreinte pour comprimer le déficit budgétaire fédéral. Ce faisant, le gouvernement lui-même, s'il préconise une limitation de la hausse des salaires, se conduit par ailleurs comme un agent inflationniste. Comment agir différemment à l'approche des élections présidentielles? Enfin le niveau très élevé des taux d'intérêt peut, à moyen terme, œuvrer comme un facteur de coût de production, donc comme un stimulant de l'inflation. Toutefois, jusqu'à ce que l'effet se produise, les organes gouvernementaux (le Fed en particulier) auront le temps de ramener le niveau de l'intérêt s'ils en décident ainsi.

En résumé, la hausse de prix des principales matières premières (inclus le pétrole), le niveau du chômage et la politique budgétaire du gouvernement n'orientent pas les prévisions du taux d'inflation dans un sens favorable, du moins à court terme. De février 1979 à février 1980, l'indice des prix à la consommation a progressé de 14,1% aux Etats-Unis.

7.3. Les comptes extérieurs

Le déficit de la balance commerciale des Etats-Unis pourrait atteindre 60 milliards de dollars en 1979, contre 48 milliards en 1978. C'est ce qu'affirmait M. Schlessinger après l'annonce des nouveaux prix du pétrole décidés par l'OPEP en janvier 1979. Cette seule information met en lumière la sensibilité de la balance commerciale des Etats-Unis au prix des produits énergétiques importés. S'agissant d'une économie essentiellement orientée vers le marché intérieur, l'augmentation des prix des produits importés pèse très lourdement sur la balance commerciale. Nul besoin n'est d'être prophète pour affirmer qu'en l'absence d'une vive reprise des exportations le déficit de la balance commerciale se creusera. Or l'augmentation des exportations n'est envisageable que dans la mesure où les prix (transport inclus) sont compétitifs sur les marchés étrangers. Il faudrait encore ajouter une certaine dose d'agressivité à l'exportation, ce dont on peut douter. Seules subsistent les exportations agricoles, soumises aux conditions climatiques.

En résumé, le déficit de la balance commerciale des Etats-Unis semble devoir s'aggraver encore d'ici quelques années, compte tenu du frein aux exportations agricoles suite à l'embargo décrété par M. Carter sur les livraisons de grain à l'URSS⁵ ⁶.

7.4. Synthèse

Si l'on en juge au moyen des données mesurables discutées ci-dessus, l'avenir du dollar peut paraître bien sombre.

Il est probable qu'à l'approche des élections présidentielles de l'automne 1980, à l'occasion d'un remous international particulier — ou de tout autre événement préjudiciable

aux Etats-Unis — on observe une nouvelle crise du dollar. Selon l'état d'esprit des opérateurs, la vague peut n'être que de faible amplitude, neutralisée qu'elle serait par l'action de la Réserve fédérale américaine. Si par contre les opérateurs perdent confiance, il semble peu probable que quiconque soit en mesure d'arrêter le mouvement, jusqu'à ce que «le marché» ne change d'opinion.

De ce point de vue, on pourrait dire que le dollar présente tous les signes d'une monnaie faible. Ceci est vrai aussi longtemps que la politique économique, monétaire et budgétaire des Etats-Unis n'est pas modifiée, sous réserve d'une appréciation à moyen terme (deux à cinq ans) et faisant abstraction de toute comparaison internationale⁷.

8. Conclusion

Régler ainsi son sort à la monnaie internationale serait faire preuve d'obscurantisme économique. Certes le dollar traverse-t-il actuellement une phase difficile où l'on conduit les circonstances des marchés internationaux, les événements politiques mondiaux et les différentes politiques menées successivement par la Maison-Blanche. Il n'en demeure pas moins que de nombreuses autres devises font plus piètre figure et que rares sont celles qui s'apprécient (et pour combien de temps?).

Dans une perspective à long terme, les atouts en faveur du dollar sont nombreux. Le sous-sol nord-américain renferme des matières premières dont l'Europe ou le Japon sont presque totalement démunis. Le pétrole (aux Etats-Unis), l'Uranium (au Canada) et les gigantesques gisements de charbon exploitables à ciel ouvert permettraient de combler le déficit énergétique. L'immensité des zones cultivables et la mécanisation des domaines permettent aux Etats-Unis, depuis longtemps déjà, d'exporter d'importantes quantités de produits agricoles. Quant aux capitaux et à l'appareil financier, nul n'est besoin de les qualifier. Si l'on ajoute à ce tableau les qualifications de la population (âge, instruction, etc), on se demande quel autre pays de la planète jouit de conditions aussi favorables. Dans ces circonstances, du point de vue d'un Européen, on ne peut que croire au développement économique des Etats-Unis. Sur la période longue, ce pays dispose de tout, alors que le Vieux continent paraît bien démuné. Aussi devrait-on penser que le dollar, au-delà du passage que nous lui connaissons, redeviendra la monnaie forte par excellence.

L'histoire enseigne combien la gestion d'une nation dicte le devenir de son économie — et donc de sa monnaie — au mépris des atouts à sa disposition. Aussi, à long terme, ne peut-on croire à un dollar fort ou faible qu'en fonction d'un gouvernement et d'une nation gérée adroitement ou non. L'appréciation ici est politique. Au-delà de cette appréciation, il conviendra de répéter l'exercice pour les autres pays. La juxtaposition des deux appréciations permettra à chacun de déterminer selon son jugement, si le dollar est une monnaie faible ou forte.

Voir notes page 99

¹ Pour alléger le texte, le seul terme dollar sera utilisé pour désigner le dollar des Etats-Unis.

² Les cambistes du monde entier tiennent leurs positions en dollars. Si un client désire réaliser une opération en Deutsche Mark (DM) contre franc français (FF), le cambiste cherchera la cotation du DM mesurée en \$, puis la cotation du FF en \$, et calculera ensuite le cours du DM en FF, ou l'inverse. Ce cours (le cross rate) n'est pas connu en permanence, mais calculé à chaque occasion.

Par ailleurs, la plus grande partie des réserves de change des banques centrales est constituée par des avoirs en dollars. Les interventions sur le cours de la monnaie nationale sont plus aisées en opérant au moyen de la monnaie la plus répandue, plutôt qu'en opérant à partir d'une autre devise nationale que les interventions risquent de perturber et qu'il faudra, de toute façon, convertir en dollars.

³ «Bulletin économique Mensuel de la Banque de Paris et des Pays-Bas», janvier 1978.

⁴ Voir à ce sujet «Les prolongements de la guerre du pétrole», éditorial du 2 novembre 1973 de «Marchés tropicaux».

⁵ A noter que l'appréciation du mark face au dollar a contribué à la baisse du taux d'inflation. La cause de ce phénomène est à rechercher au niveau des coûts des produits importés, particulièrement des produits pétroliers et des autres matières premières importées.

⁶ Il s'agit là d'une réaction plutôt émotive car les montants immédiatement disponibles pour intervenir sur le marché des changes sont relativement modestes (quelques milliards de \$).

⁷ La balance commerciale n'est certes pas la meilleure mesure des comptes extérieurs d'une nation. La balance des opérations courantes lui serait préférable, en ce sens qu'elle inclut tous les mouvements extérieurs à l'exception des mouvements de capitaux (ces derniers étant influencés par les facteurs financiers). La disponibilité rapide des chiffres de la balance commerciale nous la fait préférer, compte tenu de la bonne image qu'elle peut donner des tendances de la balance des opérations courantes, et compte tenu de la nouvelle définition de la balance des paiements aux Etats-Unis.

⁸ Il convient d'analyser prudemment les chiffres publiés par l'administration américaine. La balance commerciale, en particulier, n'est plus mesurée sur les mêmes bases qu'antérieurement (Fob et Cif).

⁹ Il est significatif d'observer à ce sujet les décisions prises par M. Volcker (l'actuel président du Fed) et par M. Carter depuis l'automne 1979. Tous deux s'en sont pris à l'inflation, le premier par le biais d'une politique de taux d'intérêt encore inédite (le «prime rate» approche 20% à fin mars 1980), le second par la réduction du déficit budgétaire. Assisterions-nous, aujourd'hui déjà, à un renversement de politique?

