

## DOLLAR : UN REFUGE PAS TRÈS SÛR

Comme tout prix de marché, le taux de change du dollar évolue en fonction de l'offre et de la demande. Observer les composantes de l'offre et de la demande d'actifs en dollars permet ainsi d'expliquer la forte appréciation du dollar au second semestre 2008. Sur cette période d'extension de la crise à l'ensemble de l'économie mondiale, les titres du Trésor américain ont joué leur rôle de valeur refuge, mais les investisseurs étrangers ont, en termes nets, cessé d'acquérir des titres privés américains ; en revanche, les américains ont massivement rapatrié des capitaux, de sorte qu'au total la demande nette de dollars a augmenté. De son côté, la diminution de l'offre de titres en dollars, plus rapide que celle de l'offre globale de titres, a soutenu la monnaie américaine. L'évolution future du dollar reste l'une des grandes incertitudes de l'après-crise, même si le diagnostic porté avant le début de la crise reste valable : la résorption du déficit américain persistant continue de réclamer un dollar faible.

### ■ Étonnant dollar

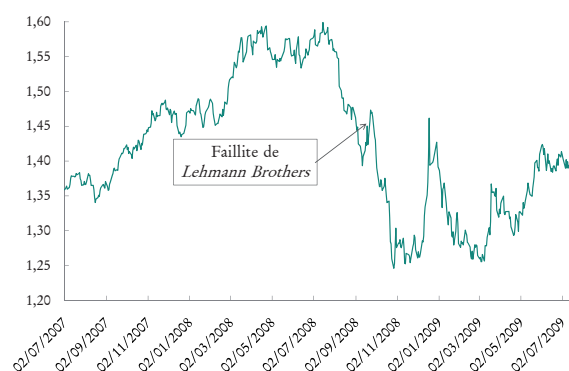
La persistance des déséquilibres de balances de paiements dans le monde, et notamment aux États-Unis, est souvent considérée comme une cause importante de la crise mondiale actuelle. Quelles que soient les causes de ces déséquilibres – mauvaises incitations microéconomiques, échec de la supervision, politique monétaire laxiste aux États-Unis, excès d'épargne en Chine,... – le fait est qu'un pays ne peut indéfiniment accumuler des actifs nets ou des dettes nettes sans subir une correction, à un moment donné. Cette idée simple a suscité un intense débat avant la crise. La plupart des économistes pensaient alors que d'importants ajustements de taux de change et, plus spécifiquement, une forte dépréciation du dollar, seraient nécessaires pour ramener les balances de paiements sur des trajectoires soutenables, même si une partie de l'ajustement des positions nettes pouvait se produire *via* des effets de valorisation des actifs et des dettes.

Depuis le début de la crise, le dollar a subi une évolution erratique. Durant la seconde moitié de l'année 2007 et le début de l'année 2008, il s'est fortement déprécié face à l'euro. Puis, au cours de la seconde moitié de l'année 2008, il s'est violemment apprécié. L'évolution observée depuis le début de l'année 2009 est très heurtée (graphique 1). Par rapport aux débats d'avant la crise, cette évolution du dollar a surpris : la crise des *subprimes* et ses ramifications n'étaient-elles pas en train de déclencher

l'atterrissage tant attendu de l'économie américaine ? Le système financier de ce pays ne s'avèrait-il pas finalement moins sûr que ne l'avaient escompté les investisseurs internationaux au cours de la dernière décennie ?

L'évolution du dollar apparaît encore plus mystérieuse si l'on considère l'évolution des différentiels de taux d'intérêt. Depuis sa création, l'euro s'est en général déprécié par rapport au dollar lorsque le taux d'intérêt de la zone euro était inférieur à celui des États-Unis (1999-2000, puis 2005), et il s'est apprécié dans la

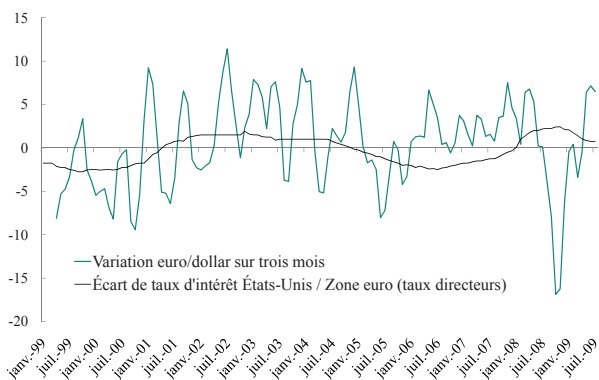
Graphique 1 – Taux de change nominal euro/dollar  
Cours de référence de la BCE



Source : BCE.

situation inverse (2001-2004). Cette régularité s'explique par le fait qu'un taux d'intérêt élevé attire les investisseurs étrangers malgré le risque de change, ce qui pousse la monnaie correspondante à la hausse. On aurait donc pu s'attendre à ce que la baisse rapide des taux de la Réserve fédérale entre septembre et décembre 2008, suivie avec retard par la BCE, produise une dépréciation du dollar. Tel ne fut pas le cas puisque le dollar s'est au contraire violemment apprécié (l'euro s'est déprécié) durant l'automne 2008 (graphique 2). Pour comprendre cette évolution contre-intuitive, il faut s'intéresser de près à l'offre et à la demande d'actifs en dollars.

Graphique 2 – Différentiel de taux d'intérêt et taux de change



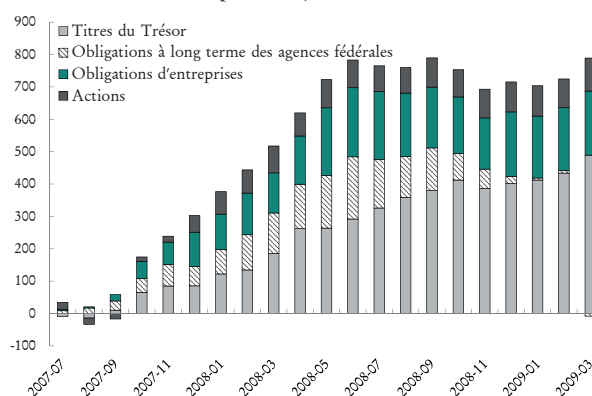
Source : BCE et Réserve fédérale. Les taux d'intérêt utilisés sont le taux minimal ou fixe des appels d'offres de la BCE et le taux des *Fed Funds* américains.

2

## ■ Le dollar comme valeur refuge

Pourquoi la crise n'a-t-elle pas déclenché des ventes massives d'actifs américains de la part tant des résidents des États-Unis que du reste du monde ? Une première explication est le statut de valeur refuge dont jouit le dollar depuis la fin de la seconde guerre mondiale. Il peut paraître surprenant que le dollar ait conservé ce statut alors même que la crise a commencé aux États-Unis. Ce paradoxe s'éclaircit lorsqu'on examine en détail les achats nets d'actifs américains par les investisseurs étrangers. Le graphique 3 représente les achats nets cumulés d'actifs américains par les non résidents, à partir de juillet 2007 et selon les différentes catégories d'actifs<sup>1</sup>. Il montre que les achats nets de titres du Trésor américain se sont poursuivis tout au long de la crise, tandis que les investisseurs internationaux ont cessé de se porter acquéreurs nets de titres privés américains (actions et obligations) et qu'ils ont réduit, à partir de l'été 2008, leur exposition aux titres d'agences fédérales. Ainsi, ce sont uniquement les titres du Trésor, liquides et sûrs, qui ont constitué une valeur refuge, et non les actifs sur le reste de l'économie américaine.

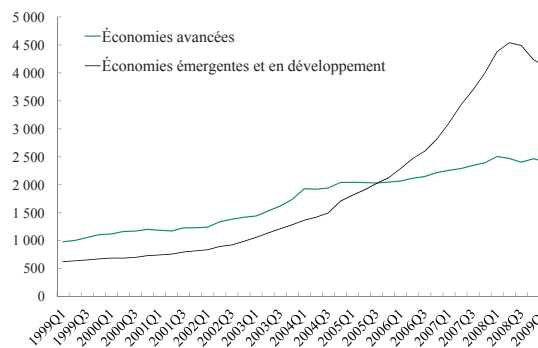
Graphique 3 – Achats nets cumulés d'actifs américains par les non résidents, par types d'actifs (milliards de dollars) à partir de juillet 2007



Source : Trésor américain.

Une seconde explication, souvent avancée, à la bonne tenue du dollar tient au comportement des banques centrales, et en particulier à l'arrêt brutal, à partir de juillet 2008, de la politique entamée en juillet 2005 d'appréciation progressive du yuan par rapport au dollar : pour empêcher l'appréciation du yuan face à un solde extérieur courant très excédentaire couplé à des entrées nettes de capitaux privés, la banque centrale chinoise a dû accumuler des réserves de change dont la plus grande part est libellée en dollars. De fait, la part des engagements extérieurs des États-Unis détenue par les institutions publiques, au premier rang desquelles les banques centrales, est montée de 35% au début de la crise à 43% en mars 2009<sup>2</sup>. À y regarder de plus près, cependant, la hausse de la part des avoirs officiels n'est pas venue de l'accumulation de réserves de change. Si la Chine a continué à accumuler des réserves depuis le début de la crise, cette accumulation s'est faite à un rythme ralenti. Surtout, d'autres banques centrales (Russie, Corée, Brésil, Inde notamment) ont réduit, parfois drastiquement, leurs réserves de change dans le but de défendre leurs monnaies. Le graphique 4 montre qu'au total, les réserves de change ont été

Graphique 4 – Réserves officielles mondiales (milliards de dollars)



Source : FMI, base de données COFER.

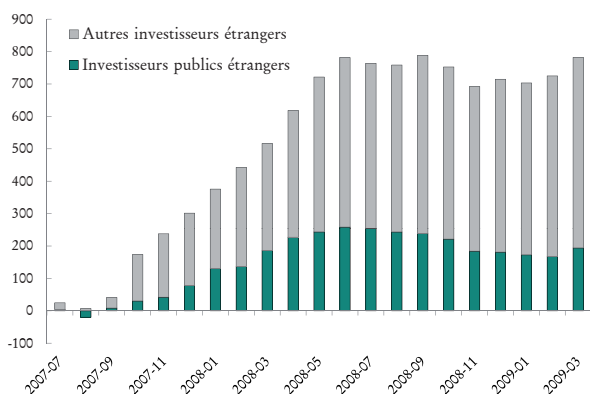
1. Contrairement aux stocks, les flux cumulés ne sont pas affectés par les effets de revalorisation, reflétant alors plus fidèlement les intentions des investisseurs internationaux. Les flux cumulés sont aussi plus lisibles, car moins volatils que les flux non cumulés.

2. Source : Bulletin du Trésor américain, juin 2009.

stables dans les économies avancées et qu'elles ont décliné dans les pays émergents et en développement<sup>3</sup>. Comme les réserves de change mondiales sont détenues pour environ 65% en dollars, toute baisse des réserves entraîne mécaniquement une chute de la demande de dollars de la part des banques centrales<sup>4</sup>.

Dès lors, comment expliquer la montée en puissance des banques centrales comme créanciers des États-Unis ? Pour le comprendre, il faut se rappeler que les banques centrales détiennent essentiellement des bons du Trésor, tandis que les acteurs privés détiennent des portefeuilles diversifiés où figurent, outre des bons du Trésor, des obligations d'entreprises, des actifs structurés, des actions... Au cours de la crise, les bons du Trésor n'ont pas connu de dévalorisation, contrairement aux autres catégories d'actifs. Ainsi, la hausse de la part des autorités publiques vient, avant tout, de la dévalorisation des portefeuilles des autres investisseurs internationaux. Lorsqu'on examine les achats nets cumulés d'actifs américains au cours de cette période de crise, on constate que les investisseurs publics – banques centrales, fonds souverains, États... – ont vendu en termes nets des actifs américains (graphique 5).

Graphique 5 – Achats nets cumulés d'actifs américains par les non résidents, par type d'investisseur (milliards de dollars) à partir de juillet 2007



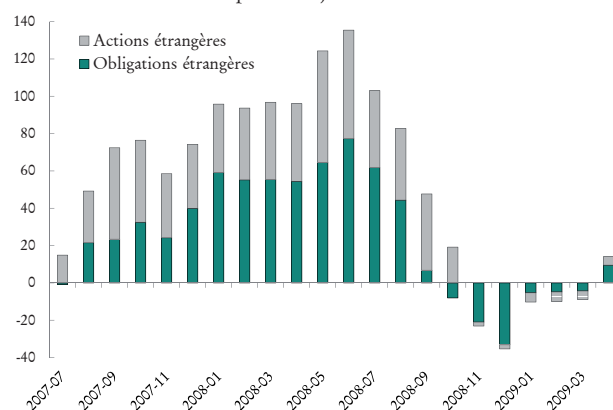
Source : Trésor américain, juin 2009.

Au total, le comportement des banques centrales ne saurait donc être à l'origine de la bonne tenue du dollar depuis le début de la crise. Quant aux autres investisseurs, ils ont compensé les ventes nettes des investisseurs publics sans aller au-delà : la force du dollar ne peut s'expliquer par une quelconque hausse de la demande nette des non résidents pour les actifs américains, même si les bons du Trésor ont effectivement joué le rôle de valeur refuge.

## Le marché du dollar

Comme tout prix de marché, le taux de change de dollar évolue en fonction de l'offre et de la demande. On vient de voir que la demande étrangère pour les actifs américains n'avait pas été dynamique au-delà de l'été 2008. Cependant, la demande de la part des résidents américains a été forte, du fait d'un mouvement massif de rapatriement de capitaux à l'étranger. Le graphique 6, qui représente les achats nets cumulés d'actifs étrangers à long terme par les résidents américains, illustre ce phénomène : à partir de l'été 2008, les résidents américains ont été vendeurs nets d'actifs étrangers. Bien qu'une partie de ces ventes ait en fait porté sur des actifs étrangers en dollars, on peut en déduire que la demande nette de dollars par les résidents américains a augmenté.

Graphique 6 – Achats cumulés de titres étrangers à long terme par les résidents américains (milliards de dollars) à partir de juillet 2007



Source : Trésor américain, juin 2009.

Reste la question de l'offre qui, elle aussi, peut émaner des résidents américains ou de non résidents. Malgré la forte hausse des émissions de dette publique (x2,5), les émissions nettes totales américaines d'obligations domestiques ont diminué de 27% entre 2007 et 2008<sup>5</sup>. Surtout, les émissions d'obligations internationales en dollars, tous pays confondus, ont diminué de 40%. Ces chiffres sont à comparer à la baisse des émissions mondiales d'obligations domestiques (-6%) et internationales (-15%). Ainsi, l'offre de titres en dollars a diminué plus rapidement que l'offre globale de titres. Le résultat a été une forte baisse de la part du dollar dans les émissions<sup>6</sup>, laquelle a soutenu le cours de la monnaie américaine<sup>7</sup>.

3. La prise en compte de l'appréciation du dollar ne change pas fondamentalement ce constat, même si elle atténue la baisse des réserves des pays émergents (si le dollar ne s'était pas apprécié, les réserves en monnaies autres que le dollar n'auraient pas été dévalorisées une fois exprimées en dollars).

4. La part du dollar dans les réserves a légèrement augmenté durant la crise, en dollars courants, mais elle a diminué à taux de change constants. Source : FMI-COFER et calculs de l'auteur.

5. Source : Banque des Règlements Internationaux.

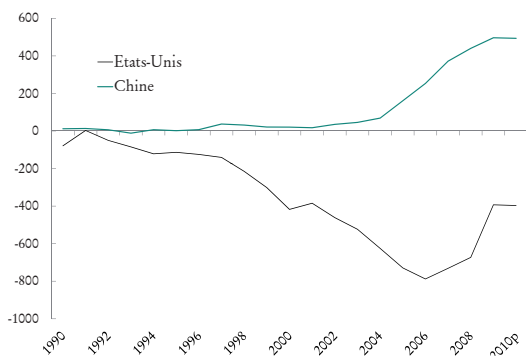
6. La part du dollar dans les émissions nettes d'obligations internationales a chuté de 41,7% en 2007 à 10,1% au dernier trimestre 2008. Le recul des émissions d'obligations internationales est quant à lui lié à la démondialisation financière observée depuis le début de la crise. En particulier, certains pays émergents, ne parvenant pas à refinancer des dettes extérieures en dollars, ont dû se tourner vers leurs marchés intérieurs, en monnaie nationale. Voir Ch. Broda, P. Ghezzi et E. Levy-Yeyati, "The new global balance : financial de-globalisation, savings drain, and the US dollar", Voxeu.org, 22 mai 2009.

7. D'autres éléments ont participé à la force du dollar, dont la baisse des prix du pétrole et des matières premières. Dans les années 1980-1990, le pétrole cher allait de pair avec un dollar fort. La relation s'est inversée depuis, notamment parce que les pays du Moyen-Orient dépensent une part croissante de leurs recettes pétrolières hors de la zone dollar, et parce qu'un dollar faible soutient la demande de pétrole dans les pays dont la monnaie est ancrée sur le dollar, notamment en Chine. Voir *La Lettre du CEPII* n° 250. La baisse du pétrole et des matières premières a aussi entraîné des achats de dollars sur le marché à terme (dans la phase de hausse des prix, les détenteurs de stocks de matières premières avaient acquis des produits dérivés leur permettant de se couvrir contre le risque de change associé à ce stock, voir Goldman Sachs, Global Viewpoint 09/08, 10 juin 2009).

## Perspectives

Les perspectives sur le dollar sont aujourd'hui très incertaines, notamment parce que la question des déséquilibres mondiaux reste (presque) entière : même si le déficit extérieur américain a diminué depuis le début de la crise tandis que l'excédent chinois s'est stabilisé (graphique 7), la chute des cours boursiers à travers le monde ainsi que l'appréciation du dollar ont fortement dégradé la position extérieure nette américaine par rapport à l'avant-crise<sup>8</sup>. Aussi le diagnostic réalisé avant le début de la crise, selon laquelle la résorption des déséquilibres mondiaux nécessitait un dollar faible<sup>9</sup>, reste-t-il d'actualité.

Graphique 7 – Solde extérieur courant aux États-Unis et en Chine (milliards de dollars)



Source : WEO, avril 2009.

4

Ceci est d'autant plus vrai que la dégradation du solde budgétaire compense en partie la remontée de l'épargne privée aux États-Unis, limitant les perspectives d'amélioration du solde extérieur courant. En complément, cette dégradation des finances publiques, associée à une banque centrale moins indépendante que ne l'est la BCE, alimente des craintes d'une possible résurgence de l'inflation aux États-Unis, et ce d'autant plus que, comme la dette publique est détenue en grande partie par des non résidents, sa dévalorisation par l'inflation poserait moins de problèmes politiques internes que dans d'autres pays. Or de telles

anticipations inflationnistes pourraient devenir auto-réalisantes si elles provoquaient une hausse des taux des emprunts publics susceptible de mettre en péril les finances publiques américaines déjà jugées non soutenables avant la crise<sup>10</sup>. Une telle perspective n'est pas de nature à renforcer l'appétit des marchés pour les actifs américains, même si les autorités américaines, et en particulier le Président de la Fed Ben Bernanke, ont multiplié les signes rassurants à l'attention des marchés.

Face à cette perspective d'offre soutenue de dollars de la part des résidents américains, la normalisation des marchés incitera les investisseurs à diversifier à nouveau leurs avoirs et à chercher de meilleurs rendements que ceux offerts par les bons du Trésor américain<sup>11</sup>. La stratégie patrimoniale de la Chine suscite notamment des inquiétudes. La suggestion faite par le Président de la People's Bank of China, Zhou Xiaochuan, le 23 mars 2009, de substituer un DTS élargi au dollar comme monnaie internationale, révèle la nervosité des autorités chinoises face à la difficulté de s'extraire de leur politique d'ancrage au dollar, à un moment où toute réallocation massive de leur part, de par son effet sur le dollar, provoquerait une forte dévaluation de leurs réserves de change. La meilleure stratégie de sortie repose alors sur le rééquilibrage de la croissance chinoise vers la demande intérieure, ce qui signifierait un dégonflement des excédents extérieurs, parallèlement à une appréciation très progressive du renminbi. Ce dénouement progressif du déséquilibre sino-américain réduirait le risque d'une chute du dollar par rapport à d'autres monnaies, notamment l'euro. Toutefois, le recentrage de la croissance chinoise prendra du temps, et le volet monétaire de cette stratégie n'est pas encore engagé. En tout état de cause, la Chine, suivie en cela par la Russie et le Brésil, a clairement fait comprendre qu'une dépréciation brutale du dollar n'était pas dans son intérêt. Cette question monétaire reste l'une des grandes incertitudes de l'après-crise.

Agnès Bénassy-Quéré  
beatrice.postec@cepii.fr

8. Voir A. Bénassy-Quéré, S. Béreau & V. Mignon (2009), "The dollar in the turmoil", *Document de travail du CEPII*, n° 2009-08.

9. Voir par exemple O. Blanchard, F. Giavazzi & Sa (2005), "International Investors, the U.S. Current Account, and the Dollar", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 36, n° 1, pages 1-66.

10. OCDE, *Étude économique des États-Unis 2008*.

11. Voir Broda et al., *op. cit.*

### LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2009  
RÉDACTION  
Centre d'études prospectives  
et d'informations internationales,  
9, rue Georges-Pitard  
75015 Paris.  
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14  
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA  
PUBLICATION :  
Agnès Bénassy-Quéré

RÉDACTION EN CHEF :  
Agnès Chevallier

GRAPHIQUES :  
Didier Boivin

RÉALISATION :  
Laure Boivin

DIFFUSION :  
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)  
France 49,50 € TTC  
Europe 51,30 € TTC  
DOM-TOM (HT, avion éco.)  
50,20 € HT  
Autres pays (HT, avion éco.)  
51,20 € HT  
Supl. avion rapide 0,90 €

Adresser votre commande à :

La Documentation française,  
124, rue Henri Barbusse  
93308 Aubervilliers Cedex  
Tél. : 01 40 15 70 00

Le CEPII est sur le WEB  
son adresse : [www.cepii.fr](http://www.cepii.fr)  
ISSN 0243-1947  
CCP n° 1462 AD

2<sup>ème</sup> trimestre 2009  
29 juillet 2009  
Imp. La Documentation Française  
Imprimé en France  
par les Journaux officiels

Cette lettre est publiée sous la  
responsabilité de la direction  
du CEPII. Les opinions qui y sont  
exprimées sont celles des auteurs.