

Jusqu'où le dollar va-t-il baisser ?

Le 22 septembre 1985 s'est tenue à l'hôtel Plaza de New York une réunion qui a marqué un tournant sinon dans l'évolution du cours du dollar — il était depuis le printemps de la même année orienté à la baisse — du moins dans le fonctionnement du système monétaire international. Alors en effet que, pendant toute la première moitié de la décennie, les autorités américaines avaient pris le parti de ne pas contrarier le jeu des marchés des changes et prôné l'autonomie des politiques monétaires, elles militent depuis pour une concertation accrue au sein du groupe des Cinq (G 5) et n'ont cessé, par leurs interventions ou simplement par leurs déclarations, d'influer sur la formation des cours. Quelles leçons peut-on, un an après ce tournant, tirer des mouvements de change qui ont été observés ?

En un an le dollar a perdu 29 % de sa valeur face au mark, 35 % par rapport au yen (1). Un tel mouvement n'est pas surprenant. En effet, si l'on se place dans le cadre d'analyse défini dans l'étude que le Cepii vient de publier (2), son regain de force antérieure durant l'hiver 1984-1985 ne pouvait s'expliquer que par des anticipations croissantes de hausse.

L'importance de la baisse survenue depuis lors confirme cette interprétation : à eux seuls, les mouvements de taux d'intérêt qui ont eu lieu ne sauraient, et de beaucoup, suffire à justifier des glissements d'une telle ampleur, pas plus d'ailleurs que le simple poids du supplément de déséquilibres liés à la persistance d'un déficit courant américain et d'excédents allemands et japonais (voir tableau).

Les autorités ont réussi à faire baisser le dollar en douceur...

TABLEAU
Les déterminants fondamentaux du marché des changes *

	Sphère privée	Sphère publique
<i>Injections</i>	<p>Emissions de dettes libellées en monnaie du G 5, à l'occasion :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) du financement en sa propre monnaie du déficit courant d'un pays du G 5 ex : <i>les Etats-Unis financent leur déficit courant en émettant des dollars</i> 2) du financement des déficits courants de pays tiers ex : <i>L'endettement des pays du Sud s'est fait grâce à des emprunts libellés en dollars</i> 	<p><i>Interventions</i> ex : <i>La Bundesbank injecte des marks et absorbe des dollars pour freiner la baisse de la devise américaine</i></p>
<i>Absorptions</i>	<p>Demande d'actifs libellés en monnaie du G 5, à l'occasion :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) d'un excédent courant d'un pays du G 5 ex : <i>Les excédents japonais sont à l'origine d'une demande de yens</i> 2) d'excédents courants des pays qui ne font pas partie du G 5, mais qui détiennent leurs surplus financiers en actifs libellés en monnaie de ces pays ex : <i>les excédents courants de l'Arabie Saoudite ont donné lieu à une demande d'actifs libellés en dollars</i> 3) du commerce international, qui donne lieu à détention par la plupart des pays d'encaisses de transactions en monnaies du G 5 pour assurer la continuité du règlement des importations ex : <i>le commerce mondial de pétrole étant réglé en dollars, tous les pays ont en caisse des dollars pour faire face au règlement de leurs importations de pétrole</i> 	

(*) On a simplifié ici les ressorts du modèle utilisé.

(1) La baisse du taux effectif du dollar est plus faible, en raison de l'accrochage de nombreuses monnaies à la devise américaine.

(2) A. Brender, P. Gaye et V. Kessler, « L'après-dollar, analyse et simulation du système multi-devises ». Economica, Paris, 1986.

On peut être tenté alors de chercher la raison principale de cette baisse dans la présence accrue des autorités sur les marchés des changes. Certains ont même été jusqu'à considérer que la preuve de l'efficacité des interventions avait ainsi été donnée. Les simulations que l'on a pu effectuer avec notre modèle conduisent à préciser dans quelles conditions le rôle des autorités a pu s'exercer.

La clé du succès réside moins dans les montants jetés sur les marchés que dans la plasticité du comportement d'anticipation des opérateurs. Ainsi, si l'on fait l'hypothèse que ceux-ci s'accrochent résolument à des anticipations stables sur le niveau des taux de change, n'est-il pratiquement pas possible de faire baisser le dollar même si les banques centrales vendent plusieurs dizaines de milliards de dollars en échange de marks et de yens. Tout mouvement de baisse est en effet alors contrecarré par l'anticipation d'un retour vers ce niveau.

2

**... en poussant
les opérateurs
à réviser en baisse
leurs anticipations**

Il en va toutefois très différemment si les opérateurs ont un comportement moins élaboré qu'on ne le suppose parfois. N'ayant aucune idée arrêtée sur les « bons niveaux » des taux de change, ils raisonnent essentiellement à partir de courbes d'évolution. Les taux de changes anticipés deviennent alors mobiles, et une baisse du dollar s'accompagnera d'une révision en baisse des anticipations sur le niveau de la devise américaine. Dès lors, la spéculation peut jouer un rôle de parachute : lorsqu'une baisse s'enclenche après une période de forte hausse, les opérateurs vont considérer que, si le sens du mouvement est le bon, son ampleur a été trop forte et sera suivie d'une « correction technique ».

Dans les périodes où ce principe prévaut parmi les opérateurs, les interventions des autorités monétaires sur les marchés des changes acquièrent une assez grande efficacité. Pour fixer les idées, on a calculé avec notre modèle que dix milliards de dollars mis sur le marché dans ces conditions — cinq contre marks et cinq contre yens — faisaient, vers la fin de l'année dernière, baisser le dollar d'environ 5 %.

L'importance de la baisse qui a eu lieu au cours des douze derniers mois paraît ainsi s'expliquer par le jeu combiné des déclarations et des interventions des autorités monétaires. Le montant de leurs interventions a pu rester assez modeste dans la mesure où les opérateurs étaient prêts à accrocher toujours plus bas le niveau de leur anticipation du cours du dollar. Ils l'ont fait parce que les autorités ont su les convaincre qu'elles étaient, de façon solidaire, prêtes à tout pour le faire baisser. On est ainsi passé, en quelques mois seulement et au terme d'un glissement presque régulier, d'un « consensus » du marché sur une stabilisation des cours du dollar autour de 2,5 marks et 200 yens à celui qui est en passe de s'établir aujourd'hui — mais pour combien de temps ? — autour de 2 marks et 150 yens.

Ce glissement graduel constitue un indéniable succès pour les autorités monétaires. Une chute brutale a été évitée parce que, sur toute la période, les opérateurs ont conservé l'idée que le dollar, étant trop descendu, devait remonter un peu. Cette anticipation d'une variation de change favorable au dollar — mais faite à partir de cours toujours en baisse de la devise américaine — a joué jusqu'à présent le rôle d'un véritable « parachute » (graphique A). Si ce mécanisme, par nature fragile, cessait de fonctionner, le dollar se trouverait en chute libre. Il est pourtant encore loin d'avoir touché une terre ferme.

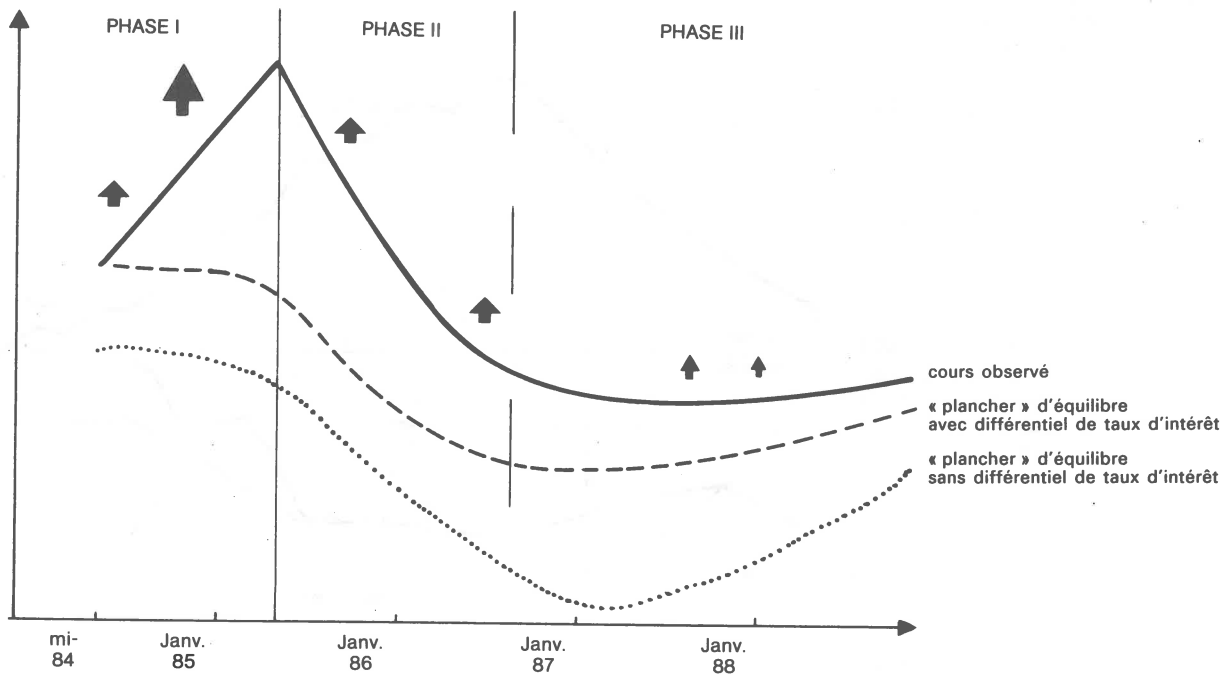
3

**Le dollar
peut encore tomber
beaucoup plus bas**

Le modèle du système multidevises que l'on a construit permet notamment de calculer quels taux de change assureraient l'équilibre des marchés dans l'hypothèse où les opérateurs anticiperaient systématiquement le maintien des cours qui viennent de s'établir. Cette hypothèse met hors jeu la composante spéculative du fonctionnement des marchés. Elle permet de définir des cours qui, pour être théoriques, n'en donnent pas moins une idée du potentiel de volatilité qui existe à un moment donné sur un marché. Les cours qu'il est ainsi possible de calculer ne dépendent plus que des différentiels d'intérêt et du déséquilibre accumulé entre les offres et les demandes d'actifs émis en devises-clés.

Il est intéressant, pour apprécier l'état actuel des marchés des changes, de calculer ces planchers théoriques de dépréciation de la devise américaine face au mark et au yen. De tels cours indiquent en effet jusqu'où le dollar pourrait tomber si le « parachute spéculatif » auquel il est suspendu venait à se fermer. Si l'on introduit dans notre modèle de simulation les soldes courants et les déficits publics projetés par l'OCDE pour cette année, on arrive — tout en

GRAPHIQUE A
Une descente en parachute jusqu'à présent réussie



Cours du dollar exprimé en marks ou en yens (1 \$ = ...)

Phase I = L'anticipation d'une poursuite de la hausse tire le dollar toujours plus haut

Phase II = L'anticipation d'une remontée freine sa chute

Phase III = Les autorités se mettent d'accord sur des taux qui emportent la conviction des opérateurs ?

maintenant un différentiel de taux d'intérêt favorable au dollar — à des cours planchers pour le dollar d'environ 1,6 mark et 70 yens à la fin de 1986.

Ces taux n'ont, pour le yen en tous cas, aucune chance d'être atteints à cette date : avant qu'on ne s'en approche, un nombre de plus en plus grand d'opérateurs seront prêts à parier que le bon taux a été dépassé, et la spéculation arrêterait la chute quelque part au-dessus de ce plancher théorique. L'intérêt des taux cités est qu'ils donnent une mesure du potentiel de baisse du dollar qui subsiste.

Or, le niveau atteint actuellement par le dollar peut déjà être considéré comme trop bas si l'on se place du point de vue du fonctionnement de la sphère réelle de l'économie. On peut, en effet, qualifier de « normaux » des taux de change qui, à moyen terme, permettent de minimiser les déséquilibres entre les pays, tant sur le plan intérieur (chômage) que sur le plan extérieur (balance courante) (3). Suivant le calcul présenté sur le graphique B, le dollar est déjà passé au-dessous de ce niveau normal par rapport à la moyenne des monnaies de l'OCDE; sa courbe vient de couper celles des deux autres devises-clés, ayant franchi successivement la barre des 170 yens et celle des 2,05 marks.

4

**Une gestion concertée
est plus nécessaire
que jamais**

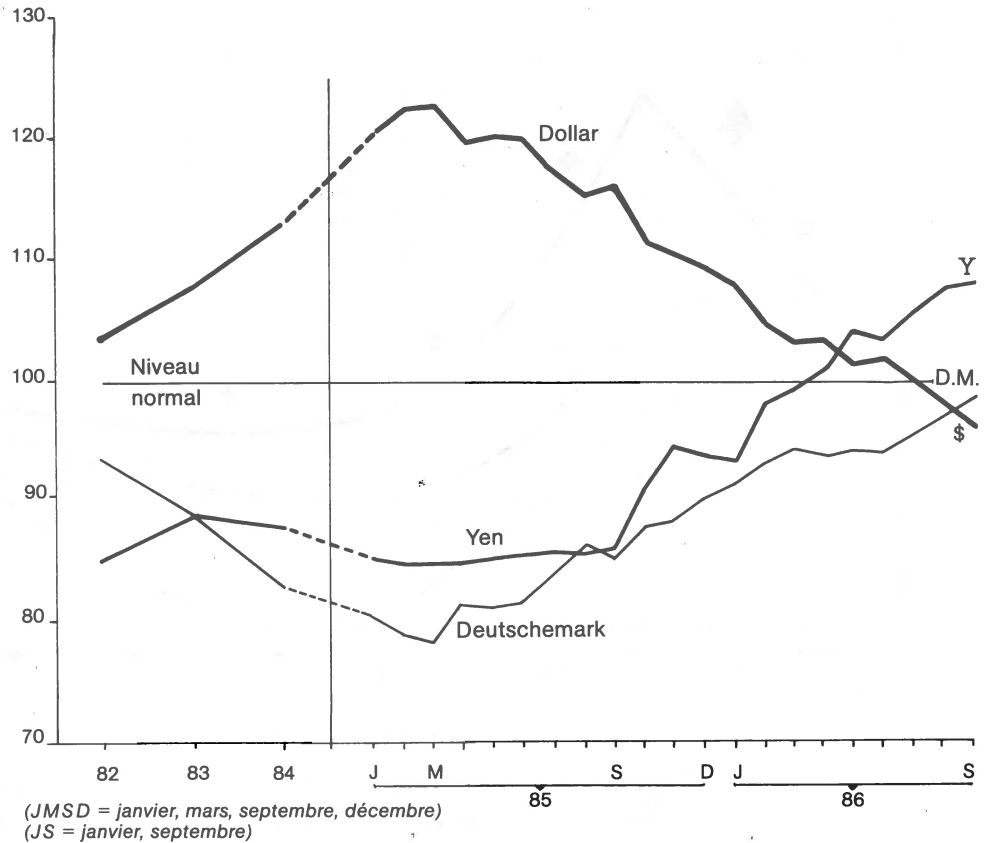
Au cours des derniers mois, le dollar a réussi à descendre en douceur des sommets vers lesquels la spéculation l'avait porté. Il reste toutefois très loin des cours planchers qui ont été indiqués ci-dessus. Si aucun changement majeur ne se produit dans la gestion du système monétaire international, des cours de 2 marks et de 150 yens pour un dollar ne pourraient tenir qu'en s'appuyant sur une forte anticipation de réappréciation du dollar, surtout si l'on ne rétablit pas un différentiel d'intérêt substantiel en faveur du dollar. On voit mal, dans ces conditions, comment le dollar pourrait ne pas poursuivre sa baisse.

(3) G. Lafay, « Une référence pour les taux de change à moyen terme », *Economie prospective internationale*, n° 24, 4^e trimestre 1985.

GRAPHIQUE B

Le dollar est déjà tombé trop bas*

(Base 100 = Absence de distorsions par rapport à la moyenne des pays de l'OCDE)

**Rédaction :**

Centre
d'études prospectives
et d'informations
internationales,
9, rue Georges-Pitard,
75015 Paris.
Tél. (1) 48-42-64-64

Rédacteur en chef :
Gérard Lafay.

Edition :

La Documentation française.
Abonnement d'un an
(8 numéros) : 175 F.
Commande adressée à :
La Documentation française.
124, rue Henri-Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex.

Règlement à réception
de la facture.

Directeur
de la publication :
Jean-Michel Charpin.

CPPP n° 1462 AD.
3^e trimestre 1986.
446-Septembre 1986.

Imp. Louis-Jean - GAP

Imprimé en France.

Source : Calcul CEPII, suivant les normes définies dans l'article cité de G. Lafay.

* Moyenne des taux journaliers pour chaque période; on a pris pour septembre 1986 les taux de 150 yens et de 2 marks pour un dollar.

L'accumulation d'énormes excédents courants allemands et surtout japonais engendre en effet de très fortes pressions dans ce sens. Il faut souligner que c'est bien l'importance de ces excédents plus que celle du déficit américain qui est ici déterminante, compte-tenu de la taille relative des marchés. Ainsi, d'après nos calculs, une réduction de vingt milliards de dollars de l'excédent courant japonais fait remonter le dollar de 10 % face au yen, même si elle n'a pas pour contrepartie une réduction du déficit américain. Par contre, une réduction de ce dernier de trente milliards de dollars n'affecterait pratiquement pas le cours yen/dollar, si l'excédent japonais restait inchangé.

Face à ces pressions qui, en raison des inerties qui existent dans la sphère réelle de l'économie mondiale, vont se maintenir encore au moins jusqu'en 1988, il semble bien que la coopération monétaire au sein du groupe des Cinq va devoir entrer dans une nouvelle phase. Après avoir géré la baisse du dollar, les autorités doivent maintenant parvenir à gérer sa stabilisation. Ceci suppose d'abord qu'elles parviennent à se mettre d'accord sur le niveau où la baisse doit s'arrêter, face au mark d'une part, face au yen de l'autre. Ceci suppose ensuite que la force de cet accord soit telle qu'il conduise les opérateurs à accrocher leur anticipation du bon cours du dollar précisément autour de ces valeurs. Ce qui n'est peut-être pas aussi difficile qu'il ne paraît. Après tout, quels sont les taux dont les marchés pourraient aujourd'hui parier qu'ils sont meilleurs que ceux qui auraient ainsi été négociés, surtout si les gouvernements concernés mettent en œuvre de façon coordonnée des politiques qui en confirment le réalisme ?