

JEAN-JACQUES PERQUEL

Le dollar est-il condamné?

Journal de la société statistique de Paris, tome 119, n° 4 (1978), p. 336-344

http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1978__119_4_336_0

© Société de statistique de Paris, 1978, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (<http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS>) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (<http://www.numdam.org/conditions>). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM

Article numérisé dans le cadre du programme
Numérisation de documents anciens mathématiques
<http://www.numdam.org/>

LE DOLLAR EST-IL CONDAMNÉ?

(Communication faite le 27 avril 1978 devant les Sociétés de statistique de Paris et de France)

Jean-Jacques PERQUEL

Agent de change,

Trésorier-archiviste des Sociétés de statistique de Paris et de France

Dans cet article, l'auteur analyse le développement économique international qui se fait au détriment de l'Occident et l'évolution monétaire qui remet en cause les étalons traditionnels et en particulier le dollar.

In that paper, the author analyzes the international economic development which takes place to the prejudice of the West and the monetary evolution which questions traditional standards, especially the dollar.

Interrogé sur la situation financière américaine, Galbraith a répondu par la boutade suivante :

People used to come to our place in Gstaad and ask me "Ken what's going to happen to the dollar?" Now they don't come anymore. It happened.

Celle-ci reflète une inquiétude que les Américains commencent à ressentir très sérieusement sur leur monnaie qui a perdu en 15 mois 32 % par rapport au yen, 15 % sur le deutsche Mark, 29 % sur le franc suisse et 8 % sur le franc français. Michel Debré dans *Le Monde* du 14 avril 1978 résume très exactement cette situation :

« Les États-Unis ont voulu faire du dollar une arme de guerre. L'abus de cette arme de guerre après avoir créé de graves troubles, menace maintenant les États-Unis eux-mêmes d'un châtement. »

En fait, cette accélération est la suite logique d'un processus économique qui peut s'analyser en trois étapes :

De 1944 à 1971 le monde vit dans *l'orbite du dollar* sous le contrôle du Fonds monétaire. Dans ce « Gold Exchange Standard » la valeur de l'or est fixée à 35 dollars l'once. En fait, c'est *un sous-produit du dollar*, véritable étalon international. Ce système dollar-or est viable tant que le dollar ne souffre que d'un faible taux d'inflation, très inférieur à celui des autres pays. Il a commencé à se détériorer dans la deuxième moitié des années 60 lorsque

l'inflation a dépassé 5 % et la balance commerciale s'est, après celle des paiements, mise à devenir déficitaire.

En août 1971, rendant inconvertible le dollar, le président Nixon oblige le monde occidental à repenser le problème monétaire et c'est le Smithsonian Agreement du 18 décembre 1971 assurant le flottement monétaire (et en *mars 1972* la création du serpent). La période 1971-76 a été caractérisée par un malaise international avec une envolée des prix des matières premières non pétrolières jusqu'en 1973, la multiplication par quatre du pétrole fin 1973 début 1974 et le début d'une crise qui n'est pas encore terminée à l'heure actuelle. Cette période intérimaire est une remise en cause de la primauté de l'Occident du fait de la détérioration « des termes de l'échange » au profit des producteurs de matières premières puis des seuls producteurs de pétrole.

En janvier 1976 l'accord de la Jamaïque cherche à créer un système nouveau basé sur une monnaie, le D. T. S., et à donner au Fonds Monétaire les possibilités d'une politique de gestion de la Masse Monétaire internationale. Bien entendu, il s'agit là de « gérer la crise » suivant le terme souvent utilisé pendant la campagne électorale, c'est-à-dire d'utiliser au mieux les moyens monétaires disponibles pour éviter des troubles financiers cumulatifs comme ceux qu'on a pu connaître dans l'entre-deux guerres (Krach de Wall Street 1929, faillite de la Kredit Anstalt 1931).

Aussi pour résoudre ce problème nous faut-il analyser deux questions majeures : le développement économique international qui se fait au détriment de l'Occident et l'évolution monétaire qui remet en cause les étalons traditionnels et en particulier le dollar.

I — LA SITUATION INTERNATIONALE : L'OCCIDENT EN QUESTION

Comme le disait M. Plassard dans une conférence faite devant vous il y a quelques semaines, on ne peut pas parler de crise mondiale, mais de crise de l'Occident. En effet, en volume, la production mondiale a cru très régulièrement, exception faite de l'année 1975 :

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Production mondiale en volume	4	5,6	8,5	2,9	-8,7	+7,3	+4

Les échanges ont parfaitement suivi cette évolution avec la même anomalie :

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Échange en valeur	7	9	12	5	-5	11	
Part des exportations des régions industrialisées en %.	69,2	69	68	62,8	63,8	63	

Ce tableau fait ressortir la relative régularité de la croissance internationale mais également le déclin de l'Europe puisque son taux de croissance sur les trois dernières années n'a été que de 4,6 % ou, comme le dit Pierre Dhoute en citant le rapport 77 de la Banque Mondiale (SEDEIS, 15 avril 1978) « De 1965 à 1975 la croissance réelle du produit national brut a été de 6,4 % l'an pour des pays en développement contre 3,6 % pour les pays industrialisés; celle de la production manufacturière a atteint respectivement 8 % et 49 % ».

Ces faits entraînent trois conséquences :

A. Le déficit du monde occidental et des pays en voie de développement non pétroliers (P. V. D.) envers les pays de l'O. P. E. P. *n'a provoqué ni faillites ni la misère* qui auraient pu se produire si l'on avait vécu sous un régime de masse monétaire bloqué comme l'or. Les défaillances de paiements auraient dû provoquer l'arrêt des importations des P. V. D., des famines et une crise économique internationale très supérieures à celles que l'on a pu connaître autrefois. Cela provient du développement exceptionnel de l'endettement des pays pauvres. On commence à parler de moratoire et même pour les plus déshérités d'abandon de créances.

*Tableau des réalisations et des prévisions des balances des paiements
établi par l'O. C. D. E. (décembre 1977)*

	1974	1975	1976	1977	1978
O. C. D. E.	-88	- 6,5	-26,5	-82	-22,5
O. P. E. P.	62	31	42	40	35
P. V. D.	-24,5	-40	-26	-22,5	-88,5

Mais cet élargissement de la masse monétaire internationale a comme corollaire un développement de l'argent spéculatif ou hot money aggravant les spéculations déstabilisantes.

B. Par contre, *les pays pauvres à main-d'œuvre abondante* ont, à l'instar du Japon, profité des écarts très importants de salaires qui pouvaient exister avec les pays riches. Pour compléter les chiffres déjà donnés par M. Dhonte on peut citer la répartition géographique de la croissance :

Taux de croissance annuel réel des produits manufacturés pour 1965-1975

Industrialisé	: 4,7	
En développement	: 7,3	{ Europe du Sud 9,3 { Moyen-Orient 7 { Afrique 5 { Asie du Sud 3,9 { Asie de l'Est 12,3 { Amérique latine 7,8

Dans les cahiers de l'I. S. M. E. A. d'avril 1977, Sid Ahmed dresse un tableau des salaires moyens des travailleurs produisant pour compte de sociétés américaines les mêmes produits aux États-Unis et en pays pauvres. Les écarts de salaires sont de 10 à 11 fois entre l'Asie et les États-Unis, de 4 à 6 fois seulement entre l'Amérique latine ou les Antilles et les États-Unis. Cette réorganisation du travail mondial remet en cause une partie de l'activité sectorielle des pays occidentaux et dans certains cas même, du Japon. Les sociétés de ce pays sont, en particulier, employeurs de main-d'œuvre dans le secteur textile dans les pays du Sud-Est asiatique où elles font faire les différents travaux qu'elles exporteront sous leur label car les salaires japonais se rapprochent très sensiblement des salaires occidentaux, le coût horaire moyen en 1977 d'un ouvrier japonais atteignant d'après l'Economist \$ 4,8 au Japon contre 5 en France, 7,2 aux États-Unis, 8,8 en Allemagne et 3,5 en Angleterre.

C. *La perte de confiance dans l'avenir du monde* est le troisième grand caractère de l'évolution actuelle. Le congrès de Rome, une peur croissante de la pollution, l'accélération

de l'inflation (courbe de Philipps) créent un malaise autour de la notion jusque-là vénérée de la croissance. Un coût comparatif plus élevé des biens d'équipement par rapport aux produits finis dont la concurrence limite la hausse des prix, aggrave cette remise en cause de l'investissement. A noter dans ce domaine que le ralentissement de la construction dans les pays riches atteint surtout des travailleurs immigrés. Leur expulsion de Suisse vers l'Italie et la France, d'Allemagne vers la Turquie et la Yougoslavie, facilite les rééquilibrages des balances des paiements de ces pays mais aggrave le chômage des pays fournisseurs de main-d'œuvre.

Bien entendu, cette décadence de l'Occident est toute relative. En effet, ses armes ne manquent pas pour conserver cette prééminence :

a) La reprise du protectionnisme. Les États sont tentés, comme dans l'entre-deux-guerres, par des politiques de sauvetage individuel que l'on appelait à cette époque « buffer policies » ou « beggar my neighbour policies », soit par des politiques intérieures de stagflation caractérisées par une aggravation du chômage et une baisse relative des salaires. Le projet du programme commun d'accélération de salaires allait en sens inverse mais ne pouvait se réaliser que par une fermeture plus accélérée des frontières ou une aggravation du chômage, mais également par des réactions protectionnistes. Si le Tokyo Round continue à Genève, si chaque conférence internationale de l'O. C. D. E. l'inclut dans ses vœux pieux, des mesures protectionnistes : trigger prices aux États-Unis, Plan Davignon pour l'acier en Europe, ne sont que le début d'une chaîne protectionniste qui peut provoquer des cassures importantes.

b) La limitation de l'aide aux pays en voie de développement les oblige à restructurer leur balance commerciale et, par conséquent, à ralentir leur développement, du moins pour les moins pauvres d'entre eux. C'est le cas actuellement du Zaïre, du Brésil et des pays communistes.

c) Enfin, l'Occident a la possibilité de redresser les termes de l'échange à son profit dans la mesure où de nombreux secteurs, les pays en voie de développement sont obligés de passer par l'intermédiaire des pays occidentaux pour un grand nombre de leurs biens.

Augmentation des prix internes et à l'exportation des pays de l'O. C. D. E.

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974
Augmentation des prix de consommation	2,8	4	5,5	5,6	6,4	5,7	8,3	13,5
Augmentation des prix des produits exportés	1,1	—	1,1	8,7	5	7,6	17,7	21,8

II — PROBLÈME FINANCIER : LE DOLLAR EN QUESTION

Depuis le deuxième amendement aux règles du Fonds monétaire, c'est-à-dire depuis les accords de la Jamaïque de 1976 ratifiés le 31 mars 1978, l'or n'est plus fondamentalement une monnaie de réserve.

Ses fluctuations brutales depuis 2 ans, qui l'ont fait monter à 200 \$ l'once, pour redescendre à 104 et se trouve actuellement aux environs de 180, semblent en faire une matière première spéculative comparable aux autres métaux précieux (platine, argent) avec comme caractéristique une très faible utilité industrielle. On considère, à l'heure actuelle qu'au-dessous de 100 dollars, l'or devient concurrentiel avec certains alliages peu corruptibles, au-dessus de 185 il n'est plus concurrentiel même pour l'électronique et la dentisterie.

Estimation des usages de l'or en % de la demande en 1974

Joallerie	Pièces de monnaies	Spéculation	Thésaurisation	Total	Dentisterie	Électronique	Autres investissements	Total
19,8	23,5	46,1	-8,1	81,3	5,3	7,6	4,9	17,8

Cf. The Banker, mars 1975.

Le caractère spéculatif du marché de Chicago où l'on traite près de 70 tonnes d'or par jour, continue à rendre vulnérable son image de marque d'étalon sérieux. La seule monnaie actuellement acceptée est donc le dollar, mais il présente la difficulté d'être à la fois monnaie interne et externe. Comme le dit Michel Aglietta dans « Le rôle du dollar et hégémonie financière des États-Unis » (*Économie et Statistique* de février 1978), « Les États-Unis ne devraient pas avoir durablement un taux d'inflation supérieur à celui des autres nations industrielles ». Bien entendu, il ajoute, suivant un contenu qu'il va nous falloir analyser : « pour que le dollar accomplisse correctement son rôle monétaire international... c'est-à-dire sans prolifération anarchique de monnaie dans les circuits internationaux, un excédent de la balance des paiements courants ».

Il nous faut maintenant analyser ces deux conditions pour savoir dans quelle mesure le dollar peut encore jouer son rôle de monnaie internationale.

Mais cette remise en cause du dollar entraîne une recherche d'une nouvelle structure financière dont la fiabilité est quand même en question.

1. Le cas du dollar

A. La masse monétaire

Elle comprend plusieurs éléments : les déficits cumulés de la balance des paiements américains depuis 1970, le développement d'un marché d'euro-dollars, c'est-à-dire d'une certaine multiplication des dollars détenus par les étrangers et reprêtés à d'autres étrangers dont la croissance est quasi exponentielle.

Déficit balance globale des paiements U. S.

1950-1957	1958-1963	1964-1969	1970-1976	1977	1978
-1,3	-8,3	-2,7	-11,9	-17,4	-19,3

Mais peut-on dire qu'il y a excès de masse monétaire au sens où les monétaristes l'entendent sur le plan interne?

Deux considérations doivent permettre de donner une réponse à cette question :

a) *La théorie du circuit* : dans les années 30, les déséquilibres antérieurs des économies et l'ampleur de la crise ont eu fondamentalement pour cause la rupture des circuits monétaires internes. En d'autres termes, la thésaurisation par un public inquiet par l'avenir était suffisante pour provoquer un manque de masse monétaire et, par conséquent, un manque de fonds disponibles pour faire face à la vente de la production courante. A l'échelon international, on ne peut pas dire qu'un tel phénomène se produise au niveau des gouvernements. Le Japon et l'Allemagne détiennent des Bons du Trésor américains en couverture de leur

crédit, le recyclage est donc parfait. Les pays arabes eux-mêmes utilisent leurs fonds de façon connue vers les pays occidentaux.

	Eurodevises	U. S. dont C. T.	U. K. dont C. T.	Prêts inst. intern.	Autres prêts P. V. D. Europe et Japon	Autres inter- nationaux	Total
1974	22,8	11 10	7,2 5,3	4	7	6,9	56,7
1975	9,1	6,5 3,9	0,2 —0,3	2,9	6	2	32,2
1 ^{er} trimestre 1976	0,9	1,2 0,3	—0,3 —0,4	1,6	3,1		6,7

Par contre, l'enrichissement du monde, en particulier du public, entraîne une privatisation importante de fonds qui, eux, sont totalement incontrôlables, le circuit est donc ouvert, soit que ces particuliers, sociétés multinationales, industriels américains ou non américains, sociétés financières s'inquiètent d'une monnaie et utilisent leurs fonds disponibles vers d'autres monnaies faisant ainsi basculer les parités de change. A ce moment-là, le problème fondamental de l'équilibre international n'est plus la masse monétaire qui peut être illimitée tant que la confiance règne, mais qui devient inquiétante dès que la confiance disparaît. Or, ces deux composantes de base sont le taux d'inflation et l'évolution de la balance commerciale américaine. Le déficit pour 1977 a été de 27 milliards de dollars, couvrant d'ailleurs des importations pétrolières de 45 milliards. De plus, la situation s'est aggravée puisque le déficit en janvier a été de 2,4 milliards contre 2,2 en décembre, pour atteindre en février 4,52 milliards, maximum historique. Mais cette hausse peut s'expliquer par l'augmentation des importations pétrolières dues au froid, par la faible importance des importations d'Alaska, par une certaine rétention dans la production des sociétés internes dans l'attente de la loi sur l'énergie, mais aussi par la longue grève des charbonnages (janvier-février 1978).

On peut donc penser que la baisse du dollar provoquant une amélioration des exportations américaines, le ralentissement des importations stratégiques effectuées l'année dernière et continuées cette année, tout cela devrait assurer une amélioration, fut-ce légère, de la balance commerciale des États-Unis, si les chiffres du mois de février ont aggravé la crainte du monde entier concernant la situation économique américaine, on peut espérer que les résultats des mois suivants marqueront une certaine amélioration.

L'autre facteur, c'est l'inflation.

b) *Le taux d'inflation*

Dans l'esprit des Américains, très influencés par la pensée de Milton Friedman, le taux d'inflation dépend directement de la croissance de la masse monétaire, laquelle dépend d'ailleurs de l'ampleur du déséquilibre budgétaire, déséquilibre qui devrait atteindre près de 70 milliards de dollars en 1977.

Mais l'état de crise dans lequel est encore — malgré la reprise — l'économie américaine atténuée considérablement l'effet inflationniste du développement du M_1 et du M_3 .

Par contre, les coûts ont tendance à augmenter rapidement, entraînant une hausse qui a été de 6 1/2 % fin 1977 et qui devrait dépasser 7 % cette année. Une telle situation remet en cause naturellement la confiance des détenteurs de fonds envers le dollar, rend difficile les émissions d'euro-dollars qui consolident cette situation, et par conséquent, provoque une accélération du mouvement actuel de fuite contre le dollar.

— Quels sont les éléments favorables ou défavorables à l'évolution de l'inflation?

a) D'abord la baisse précédente du dollar provoque une pression inflationniste sur les produits importés. Les spécialistes américains l'évaluent à 1/2 à 3/4 %.

b) Les accords salariaux sur les salaires sont également des facteurs de hausse, l'accord sur le charbon à lui tout seul, même s'il n'est pas suivi d'accords aussi généreux, provoque une hausse de 0,1 %.

c) La période froide a provoqué également des pertes économiques aggravant également de 0,1 % l'indice général des prix. Des mesures de sécurité sociale provoquent également une hausse de 1 % de l'indice général des prix.

d) Dans le même ordre d'idées, la hausse des prix de gros, importante au cours des premiers mois de cette année (1,1 % en février mais 0,6 % seulement en janvier et mars) doit se répercuter, partiellement au cours des mois à venir.

e) Enfin et surtout, toute solution au problème de l'énergie, que ce soit par une hausse du vieux pétrole comme le demandent les compagnies, par une taxe intérieure comme le propose le président Carter, ou enfin, faute d'un accord, par un impôt de 5 dollars sur le pétrole importé (projet Blumenthal) devrait à elle seule provoquer une hausse générale de l'indice de plus de 1 %. La situation américaine est donc assez inquiétante pour faire peur aux détenteurs de dollars.

Cependant, il y a deux limites à la baisse de cette monnaie : la première est donc la puissance de l'économie américaine capable d'exporter et de résister aux importations étrangères, la deuxième, le poids psychologique du dollar reste très fort et l'on a vu par exemple, lors des élections françaises où se marquait une certaine menace de la montée du communisme en Europe, un retour du monde entier vers le dollar et en particulier une reprise des euro-émissions en cette monnaie. Par ailleurs, les nouvelles favorables concernant la politique du président Carter de lutte contre l'inflation (vote par la Chambre des représentants d'un projet de blocage des prix agricoles, réussite de Strauss pour réduire de 50 % la hausse décidée des prix de l'acier) ont provoqué en avril une reprise du dollar d'autant plus forte que les professionnels de l'import-export sont actuellement tous dépourvus de dollars, ayant « joué » les monnaies fortes de l'O. C. D. E.

2. La structure monétaire actuelle

Ainsi le dollar est discuté. Mais les autres pays à monnaie forte, Allemagne, Japon et Suisse ne veulent pas des responsabilités qui accompagnent la détention d'une monnaie internationale. Cela entraîne une remise en cause très profonde d'un Gold Exchange Standard basé sur le dollar.

Pour analyser la situation actuelle, il nous faut analyser deux problèmes :

- l'un théorique : peut-on se passer de monnaie?
- l'autre pratique : quelle est la monnaie internationale actuelle?

a) *Peut-on se passer de monnaie?*

La théorie monétaire de la balance des paiements généralise la théorie de l'absorption d'Alexander. Chez Alexander le déficit commercial était dû à l'écart entre le revenu national et la dépense (crédit inclus), son faible écart pour des pays à commerce international peu important comme celui des États-Unis avait pour effet de conforter une Amérique qui commençait à être déficitaire en lui montrant le peu d'importance d'une telle situation. Les monétaristes eux, font la même analyse, mais en prenant la partie de la balance des

paiements qui est au-dessous de la ligne, c'est-à-dire les règlements. Celle-ci se décompose en deux : les crédits qui sont faits au pays débiteur, les versements en monnaie que celui-ci peut réaliser.

Lorsque les parités sont fixes, il y a dans cette optique deux solutions : ou bien le pays débiteur prend des mesures de redressement pour régulariser la situation (renforcement du contrôle de crédit) ou bien il fait appel à ses réserves, à condition qu'elles soient suffisamment abondantes. M. Mc Closkey montre, en étudiant le fonctionnement de la parité étalon-or, que les quelques refus d'application des contraintes de parités rigides par des pays comme la France, la Belgique ou les États-Unis ont eu peu d'importance du fait que ces pays détenaient de très grandes réserves or.

En période de changes flottants, la situation est assez différente. En effet, logiquement, les spéculateurs devraient jouer un rôle stabilisateur. Friedman prétend qu'ils ont une vue précise des phénomènes économiques et qu'ils évaluent parfaitement bien les chances de redressement ou de détérioration d'une économie. En fait, il n'en est rien. Les réactions de la spéculation sont fondamentalement déstabilisantes. Ils aggravent les mouvements soit en agissant tous dans un sens donné soit en cas d'échec de leur politique en provoquant des paniques en sens inverse. Les mouvements peuvent même être nuls. Ils peuvent être dominés par des réactions politiques, fuite devant le Franc lors des élections françaises ou simplement des réactions intéressées, fuite devant le dollar dans la mesure où on peut penser que l'Amérique continuera à essayer de faire monter les autres monnaies de l'O. C. D. E.

On voit donc que cette thèse monétariste — bien qu'acceptée par le Fonds monétaire, n'est pas suffisante à faire admettre la suppression d'une monnaie internationale. Il faut donc voir comment s'adapte actuellement la monnaie.

b) *Rupture de la monnaie*

A l'heure actuelle, la monnaie se décompose par régions et par fonctions. Ce premier point rappelle la division géographique de l'entre-deux guerres en zone (dollar, sterling, etc.). Le système dollar-D. T. S. couvre l'ensemble du monde. A l'intérieur le serpent joue un rôle similaire. Les monnaies locales y sont interchangeable avec une référence théorique non encore créée, l'E. M. U. ou Unité de compte européenne. Pour élargir ce système, le projet Van Ypersele proposé à Copenhague et qui sera discuté au cours des conférences du mois de juillet à Brème (E. E. C.) et Bonn (O. C. D. E.) suppose que le serpent soit avalé par un boa dans lequel il pourra gigoter puisque le boa devrait faire un écart de 2 1/2 % maximum par rapport à un complexe formé par le serpent et le dollar. L'E. M. U., panier de monnaies à l'instar du D. T. S. est garanti par le F. E. C. O. M. (Fonds européen de coopération économique) (en français dans le texte), ce F. E. C. O. M. aidant, dans certaines conditions, les pays du boa (France, Italie, Angleterre) à rester à l'intérieur.

Sur le plan structurel, il nous faut reprendre les trois principales fonctions d'une monnaie (transaction, réserve, étalon). On voit que le dollar, vu l'importance du montant émis remplit parfaitement la première fonction. Le D. T. S. peut être une excellente monnaie de réserve (car son taux d'intérêt — 60 % du taux moyen à court terme des dix principaux pays et sans doute porté à 80 %) assure aux États détenteurs de D. T. S. une certaine protection contre l'inflation.

Seule la notion d'étalon paraît très difficile à intégrer dans un tel système brisé. Le D. T. S. défini en panier de monnaies est susceptible de fluctuations, de dépréciation du fait de l'inflation. Il n'est donc pas l'étalon idéal. Peut-on revenir à l'or? Cela semble également difficile vu l'amplitude de ses fluctuations propres.

