

## Le dollar a-t-il fini de baisser ?

Marie-Isabelle Bensidoun \*

Anton Brender \*

La période 1985-1989 a été caractérisée par des mouvements de change spectaculaires, marqués jusqu'en 1987 par une forte chute du dollar face au mark et au yen, puis par sa reprise. Peut-on expliquer ces variations de change et surtout décomposer les différents facteurs qui en sont la cause ? Cette démarche s'impose en effet puisque l'on constate que les évolutions de change observées ne vont pas dans le sens qu'aurait laissé prévoir la simple analyse des variables fondamentales. L'utilisation du modèle SIMULO dont les caractéristiques sont rappelées ici, permet d'affiner l'étude des mouvements de change en isolant la contribution des variables fondamentales des autres facteurs qui influencent aussi les taux de change : les taux d'intérêt, les interventions des banques centrales et les anticipations. Cette démarche met en évidence le rôle joué par la dynamique des anticipations au cours de ces années dans la reprise du dollar face au mark et au yen, ce qui explique la fragilité du niveau atteint par la monnaie américaine fin 1989.

La baisse du dollar, commencée il y a cinq ans, est-elle terminée ? Les simulations que l'on va présenter ici laissent penser que ce pourrait effectivement être le cas. L'analyse de ces simulations qui vise à éclairer principalement les forces sous-jacentes aux mouvements de change qui ont eu lieu au cours des années passées, montre en effet que, si un potentiel de baisse subsiste encore aujourd'hui, il devrait désormais aller en se réduisant. Dès lors, une action concertée des autorités du G.5 pour empêcher le dollar de baisser encore aurait toute chance d'y parvenir. Le risque que l'on s'engage dans un nouveau cycle décennal de grandes fluctuations du dollar pourrait s'en trouver quelque peu réduit.

\* Anton Brender est directeur du CEPPII. Marie-Isabelle Bensidoun est chargée de mission au CEPPII. Cette étude reprend une partie des analyses et simulations entreprises à l'été 1990 pour la direction des Affaires économiques et stratégiques de l'Aérospatiale.

---

Il importe, d'entrée de jeu, de préciser la nature de l'instrument de simulation qui va être ici utilisé <sup>1</sup>. La profession des économistes admet en effet, plus ou moins explicitement, que la prévision des taux de change est un jeu vain : une « marche au hasard » permet toujours de faire aussi bien que tous les modèles connus. Après avoir affirmé une position aussi tranchée, des nuances s'introduisent toutefois. Nombreux sont ceux qui tentent, malgré tout, de prévoir à des horizons plus ou moins longs, les mouvements des changes. Deux écoles s'opposent dans ce domaine :

D'un côté « l'analyse technique » qui cherche essentiellement dans l'évolution passée des changes les éléments d'une prévision de leur évolution future. Le « charisme » constitue bien sûr la forme aujourd'hui la plus répandue d'analyse technique. Lorsqu'on tente d'en dégager les fondements rationnels, on constate que ce type d'approche postule, en règle générale, une régularité importante dans les comportements des opérateurs, dans la façon dont ils répondent à la succession passée des cours. Et c'est l'enchaînement de ces « réflexes » des opérateurs qui, une fois agrégés, produisent les « figures » que les « techniciens » s'efforcent de mettre à jour et d'interpréter. Sous sa forme la plus pure, cette analyse repose toutefois sur l'hypothèse *qu'aucune information extérieure aux marchés n'influe sur les anticipations des opérateurs et donc finalement sur la formation des cours*. Les prévisions peuvent ainsi être élaborées en fonction des seuls mouvements des cours passés.

L'autre école, celle des « fondamentalistes », considère au contraire qu'un certain nombre de variables macroéconomiques fondamentales déterminent, de façon plus ou moins rigide, les évolutions de change. Ainsi, les tenants de la parité des pouvoirs d'achat postulent que la comparaison des taux d'inflation livre, sur le moyen terme au moins, la clef des évolutions de change à venir. D'autres pensent qu'un excédent de balance courante doit, à plus ou moins long terme là encore, conduire à une appréciation du change. Encore faut-il distinguer deux façons bien différentes par lesquelles ces variables fondamentales prises en compte influent sur le change.

— *Directement*, parce qu'elles induisent sur les marchés des changes une offre ou une demande supplémentaire de telle ou telle devise : une inflation plus forte aux Etats-Unis provoque, au bout de quelque temps, un déficit courant accru, d'où des recettes nettes en dollar supérieures pour le reste du monde dont une part va être vendue sur les marchés des changes et contribuera à faire baisser le dollar.

— *Indirectement*, parce que l'on anticipe l'effet précédent. Dès lors, on pourra voir le change baisser bien avant que la détérioration du solde courant ne soit manifeste. Si les « fondamentalistes » sont des opérateurs rationnels, c'est d'ailleurs cet effet indirect qui doit dominer : si l'on pense que le dollar doit baisser parce que l'inflation est plus forte aux Etats-Unis qu'ailleurs, il serait sot — toutes choses restant égales par ailleurs — d'attendre demain pour le vendre !

---

1. On trouvera une description approfondie de sa logique et de sa structure dans *L'Après-dollar*, A. Brender, V. Kessler et P. Gaye, *Economica*, 1986.

L'approche de SIMULO est plus proche de l'école fondamentaliste dans la mesure où les offres et demandes de devises qui y commandent la formation du change sont liées directement à une série de variables macroéconomiques. Mais, conformément aux postulats sous-jacents au chartisme, on n'y suppose pas que les anticipations se forment de façon rationnelle, en fonction de quelque variable fondamentale que ce soit. Et l'on renonce dès lors à décrire la formation des anticipations de change de façon formalisée : l'idée de base est que, dans le monde où nous vivons, *la manière dont les opérateurs anticipent n'est pas représentable par une formulation stable*. Bien sûr, à certains moments, une hausse du PNB américain a été interprétée comme annonçant celle du dollar, mais à d'autres, elle était perçue comme annonçant sa baisse ! Et surtout, il n'y a aucune raison pour qu'en permanence tous les opérateurs anticipent de la même façon les évolutions de changes à venir. Or, ce que doit prendre en compte un modèle macroéconomique est *une anticipation moyenne*, la résultante de la somme des anticipations de chacun des intervenants sur les marchés pondérée par leur poids sur ces marchés. C'est cette anticipation moyenne qui n'a aucune raison de pouvoir être décrite de façon simple et stable<sup>2</sup>.

Le mode de fonctionnement de SIMULO est donc original. Utilisé en rétrospective, il dit — connaissant l'ensemble des variables macroéconomiques fondamentales, les interventions, les taux d'intérêt et les taux de change observés sur le passé — *quelles devaient être les anticipations sous-jacentes*. Celui qui utilise le modèle doit alors s'interroger pour savoir si les anticipations ainsi explicitées sont plausibles, tant par leur sens que par leur ampleur. La qualité de l'analyse que le modèle livre se mesure par la crédibilité de l'interprétation proposée du profil de cette anticipation. Ainsi, si le modèle nous avait dit, fin 1985, que, compte tenu de l'ensemble des valeurs fondamentales, le cours de la monnaie américaine fin 1984 devait, pour être expliqué, prendre en compte une anticipation moyenne de baisse du dollar... il aurait fallu s'interroger. Le problème est bien sûr que des situations aussi extrêmes sont rares et que ce n'est pas seulement sur la plausibilité du sens des anticipations qu'il faut se prononcer mais aussi sur celle de leur intensité. Sur ce deuxième point, les analyses menées pour la période 1973-1985 ont, lors du calibrage du modèle, montré que, à la hausse comme à la baisse, l'intensité de ces anticipations n'avaient pas dépassé de façon durable certaines limites. Ces limites fournissent un repère précieux pour l'interprétation des profils d'anticipations sur la période 1985-1989, comme d'ailleurs pour la prospective.

Ce qui vient d'être dit, permet de comprendre pourquoi une analyse prévisionnelle des taux de change à l'aide du modèle utilisé ici est délicate. Tel qu'il est conçu, l'instrument permet en effet de simuler des tensions qui prévaudront sur les marchés des changes, disons à fin 1993, *compte tenu de l'évolution de variables fondamentales introduites de façon exogène*. Il faut donc d'abord se prononcer sur cette évolution. Mais cela ne suffit pas pour dire quels seront les taux de change à cette même date, il faut en effet non seulement prendre en compte ces tensions fondamentales — en faisant en particulier une hypothèse sur les taux d'intérêt de 1993 — mais dire aussi *quel-*

2. J. A. Frankel et K. A. Froot ont été parmi les premiers à mettre en avant ce point dans une étude intitulée : « Chartists, Fundamentalists and the Demand for Dollars ». *NBER Reprint* n° 957, 1987.

---

*les anticipations prévaudront à cette même date.* Ce qui n'est certes pas facile. Il n'y a toutefois pas a priori aujourd'hui de raison de penser que ces anticipations doivent sortir des repères définis par le passé. Dès lors, il est possible de faire apparaître des plages de taux de change associées aux évolutions fondamentales prises en compte. Si les tensions « fondamentales » sont suffisamment fortes, des conclusions sur l'évolution des changes à venir pourront être tirées. C'est sur ce principe que dans l'Après dollar, on avait conclu fin 1985 qu'un important potentiel de baisse du dollar existait à l'horizon 1988.

L'objet des analyses qui sont ici présentées est d'interpréter les évolutions, effectivement observés pendant les années 1985-1990 ; on commencera toutefois par rappeler de façon sommaire quelle est la structure du modèle SIMULO.

## La structure du modèle SIMULO

Le modèle part du principe qu'un certain nombre de variables fondamentales influent sur l'évolution du cours des grandes devises. Ces variables ont trait non seulement aux pays qui émettent ces monnaies mais aussi à l'ensemble de ceux qui, partout dans le monde les utilisent pour leurs transactions internationales parce que leur propre monnaie n'est pas convertible (on appelle cet ensemble les « pays sans monnaie »). Le cours de ces quelques devises internationales se forme *sur un marché mondial* où tous ceux qui, quelle que soit leur nationalité, les utilisent, confrontent leurs offres et leurs demandes et non sur des marchés purement nationaux, comme on le suppose, de façon plus ou moins explicite, dans la plupart des analyses de type « fondamental ».

### Un modèle de portefeuille...

Pour le reste, SIMULO appartient à la catégorie des modèles dits de « portefeuille ». Le taux de change s'y détermine de manière à équilibrer l'offre et la demande d'actifs libellés en monnaies-clés. Par monnaies-clés, on entend les quelques devises qui ont un rôle et un marché au niveau mondial. Trois seront retenues par la suite : le dollar, le mark et le yen <sup>3</sup>. Ainsi, si à un moment donné l'offre de dettes en dollars, émises aussi bien aux Etats-Unis que dans le reste du monde, excède la demande de placements en cette monnaie, aussi bien de la part des résidents américains que non-américains, le cours du dollar devra baisser jusqu'à ce que, à ce prix plus bas, la totalité des actifs en dollars soit détenue. Le prix de ces devises se détermine donc de façon à ce que les détenteurs de portefeuilles acceptent de détenir toutes les dettes émises *dans la monnaie où elles sont libellées*.

3. Le modèle inclut en fait également un marché du franc et de la livre, mais on n'a pas tenté ici de les « cadrer ».

Si ce principe est clair, son application suppose toutefois résolu un problème délicat. Quelle est la taille des portefeuilles dont on va considérer qu'ils sont susceptibles d'une diversification par devises ? Au premier abord, le plus simple semblerait être de raisonner sur des portefeuilles privés qui seraient la pure et simple aggrégation des avoirs privés des entreprises et des ménages de chaque pays. En additionnant par exemple les avoirs de tous les agents privés américains, on aurait la mesure du portefeuille privé américain. Le problème est que, du moment où chacun, pour placer, peut emprunter — aussi bien d'ailleurs en sa monnaie qu'en devises — la taille de ces avoirs bruts est très difficile à relier à *quelque variable macroéconomique que ce soit*. Il en va bien sûr tout à fait différemment si l'on raisonne non plus sur les placements bruts des agents privés, mais sur leurs avoirs nets, sur la position financière privée définie comme différence entre la somme des avoirs privés et la somme des dettes privées. Dans SIMULO, comme dans plusieurs autres modèles de portefeuille, on a donc choisi de raisonner en termes de richesse financière privée nette. Ceci conduit à retenir un portefeuille — la richesse financière privée — qui n'a de réalité qu'au niveau macroéconomique. Il importe d'autant plus d'en avoir conscience que cette simplification peut introduire, si l'on n'y prend garde, certains biais dans l'analyse. Mais, en contrepartie, elle a le très grand avantage de permettre de lier directement la taille des portefeuilles des résidents de chaque pays à des grandeurs macroéconomiques essentielles pour les marchés des changes. Par définition comptable, la richesse financière privée (W) d'un pays est égale, en effet, à la somme de la dette publique (DP) et du solde courant cumulé du pays (S) :

$$W = DP + S$$

Cette richesse croît donc au plus vite lorsque le pays accumule des excédents courants et des déficits publics (cas du Japon pendant une partie des années 1970), elle ne bouge pas, par contre, pour un pays qui accumule des déficits publics et des déficits courants *de même montant* (cas des Etats-Unis pendant une partie des années 1980). L'évolution de la richesse financière privée constitue ainsi le premier point d'entrée dans le modèle de deux variables fondamentales déterminantes.

### **... où l'on équilibre l'offre et la demande d'actifs libellés en monnaies-clés...**

Pour chaque pays, le portefeuille dont la taille est ainsi définie va faire l'objet d'une diversification entre actifs libellés dans les différentes monnaies-clés (y compris celle du pays lui-même) en fonction d'un comportement relativement traditionnel d'habitat spécifique. On admettra en effet que les structures de détention « normales » diffèrent selon les pays : les allemands, les japonais, les américains ne souhaitent pas — toutes les autres choses étant pourtant pour eux les mêmes par ailleurs — répartir de façon identique leurs avoirs financiers entre les différentes devises. *Ils ont des structures de diversification de référence qui ne sont pas les mêmes*. Un américain privilégiera ainsi le dollar, un allemand le mark, un japonais le yen... parce que c'est la monnaie dans laquelle se déroule normalement l'essentiel de son activité, celle dans laquelle se déroulera en particulier la plus grande partie de ses plans de dépenses. Si aucun différentiel de rendement n'est anticipé entre les différentes monnaies-

---

clés, chacun détiendra sa richesse selon la structure de référence qui lui est propre. Si au contraire des différentiels de rendements sont espérés (liés par exemple à une anticipation de mouvements de change ou à des écarts de taux d'intérêt) chacun tentera d'en tirer parti en s'écartant quelque peu de sa structure de référence. Ce qui est sûr, c'est qu'à l'équilibre du marché des changes, toutes les dettes émises n'en devront pas moins être détenues dans la monnaie où elles sont libellées. Les détenteurs de portefeuilles de chaque pays auront pu toutefois s'écarter de leur structure de détention de référence en fonction des rendements attendus des placements en chaque devise.

Le parti pris de raisonner sur la richesse financière privée de chaque pays a un second avantage : il fixe, assez simplement, l'essentiel de la composition par devises des dettes à détenir. En se plaçant, dans le cas particulièrement éclairant d'un monde qui ne comporterait que deux pays — les Etats-Unis et la RFA — les agents privés de ces deux pays, pris ensemble, vont devoir détenir... la dette publique de ces deux pays. Compte tenu de la définition donnée plus haut de la richesse financière de chaque pays, la richesse financière privée du monde, pris dans son ensemble, est égale à la somme des dettes publiques (le cumul de la somme des soldes courants nationaux étant, en principe tout au moins, nul <sup>4</sup>). L'équilibre du marché des changes sera donc réalisé lorsque la dette publique allemande et américaine aura trouvé place dans les portefeuilles de richesse privée des résidents de nos deux pays. Or, si l'on pense qu'effectivement les résidents américains privilégient le dollar dans leurs détentions, les allemands privilégiant eux le mark, les effets d'un déficit courant américain sont aisés à mettre en évidence. Si l'on admet un instant, pour simplifier encore, que ce déficit a lieu sans accroissement des dettes publiques allemande et américaine, il y aura modification de la répartition de la richesse privée entre les deux pays : la richesse privée américaine diminuera du montant du solde courant, celle des allemands augmentera du même montant. Ceux qui privilégient le mark dans leurs détentions voient donc leur poids s'accroître, tandis que ceux qui privilégient le dollar voient le leur diminuer. « Toutes autres choses égales par ailleurs », le déficit courant américain diminue alors la demande « normale » d'actifs en dollars. Dès lors, pour que l'équilibre du marché des changes puisse être retrouvé sans intervention des agents publics, deux possibilités existent :

- le prix des actifs en dollars baisse, cette baisse du cours du dollar rend la valeur du total des dettes en monnaie américaine égale à la demande, par les résidents américains et allemands, d'actifs libellés en cette monnaie ;
- les détenteurs de portefeuilles acceptent, sans que le dollar ne baisse, d'augmenter leur demande de dollars ; ce sera le cas s'ils attendent un gain de cet écart à leur structure de détention « normale ».

Notons enfin que le modèle *prend également en compte la possibilité d'interventions publiques* qui viendraient modifier l'état fondamental du marché : si, par exemple, on soutient le dollar contre le mark cela revient à réduire le montant des dettes en dollars à détenir et à augmenter d'autant celui des dettes en marks (encadré).

4. On sait qu'il n'en est rien dans les statistiques que publie le FMI. D'où un problème d'écart statistique. Les balances de paiements ici utilisées sont harmonisées selon une procédure sommaire dérivée de nombreux travaux effectués au CEPII sur cette question. Voir par exemple l'article de J. Oliveira-Martins dans le n° 14 de la *Revue d'économie financière*, automne 1990.

## SIMULO : une présentation simplifiée

Il est possible, en restant sur ce cas, à deux pays, de décrire l'ensemble des mécanismes du modèle SIMULO de façon relativement simple.

Si le monde se réduit à deux pays et que l'on suppose, comme on vient de le faire, que les deux portefeuilles existants correspondent à la richesse privée américaine et allemande, les comportements de détention s'organisent autour des préférences par devises définies par deux « habitats de référence » :  $\bar{h}_1^s$  et  $\bar{h}_2^s$  sont les parts de référence du dollar chez les américains [1] et les allemands [2] (avec en principe, on l'a dit  $\bar{h}_1^s > \bar{h}_2^s$ ). La part de référence du mark pour les américains et les allemands est  $\bar{h}_1^{DM}$  et  $\bar{h}_2^{DM}$  avec  $\bar{h}_2^{DM} > \bar{h}_1^{DM}$ . On a bien sûr, puisque les habitats par devises sont décrits par des parts et qu'il n'y a que deux monnaies :

$$\bar{h}_1^s + \bar{h}_1^{DM} = 1$$

$$\bar{h}_2^s + \bar{h}_2^{DM} = 1$$

Si l'on connaît la richesse respective  $W_1$  et  $W_2$  des résidents des deux pays, il est possible de définir un habitat de référence moyen, tel que :

$$\bar{h}^s = \frac{W_1}{W_1 + W_2} \bar{h}_1^s + \frac{W_2}{W_1 + W_2} \bar{h}_2^s$$

$$\bar{h}^{DM} = \frac{W_1}{W_1 + W_2} \bar{h}_1^{DM} + \frac{W_2}{W_1 + W_2} \bar{h}_2^{DM}$$

où  $\bar{h}^s$  et  $\bar{h}^{DM}$ , poids du dollar et du mark dans l'habitat moyen mondial, sont les moyennes pondérées des parts des deux monnaies dans les portefeuilles allemands et américains.

La dette publique  $DP$  des deux pays est libellée en monnaie nationale. Son montant à la fin de la période en laquelle on se trouve est  $DP^s$  (exprimé en dollars) pour les Etats-Unis,  $DP^{DM}$  pour l'Allemagne (exprimé en marks). Avec les soldes courants cumulés, ces montants de dette publique déterminent, comme on l'a dit, les richesses  $W_1$  et  $W_2$  définies plus haut. Elles déterminent aussi le montant et la structure par devises des dettes à déterminer. Soit alors :  $e_{(-1)}$  le taux de change qui prévalait à la fin de la période précédente et  $e$ , celui qui va s'établir à la fin de la période actuelle. La détermination de  $e$  se résume de façon assez simple.

La structure de la demande mondiale d'actifs est donnée par le rapport  $\bar{h}^{DM}/\bar{h}^s$ , celle de l'offre par  $e_{(-1)} DP^{DM}/DP^s$ , si l'on évalue les titres en marks au taux de change qui prévalait jusque là. On appellera déséquilibre fondamental du marché des changes le rapport :

$$k = \frac{e_{(-1)} DP^{DM} / DP^s}{\bar{h}^{DM} / \bar{h}^s}$$

Ce déséquilibre fondamental mesure donc, pour un taux de change  $e_{(t)}$ , le *désajustement entre la structure par devises des dettes à détenir et les structures de détention de référence*. L'état des tensions « fondamentales » étant ainsi résumé, comment un équilibre peut-il être trouvé s'il n'y a pas exacte coïncidence entre la structure par devises du stock de dettes et les comportements « normaux » de détentions, c'est-à-dire si  $k$  est différent de 1. Deux voies sont possibles :

- un *mouvement de change* conduisant de  $e_{(t)}$  à  $e$  modifiera le rapport entre la valeur, en monnaie commune, du stock des dettes en marks aux dettes en dollars ;
- un *écart dans les comportements de détention* (la part du mark passant de  $\bar{h}^{DM}$  à  $h^{DM}$ , celle du dollar de  $\bar{h}^{\$}$  à  $h^{\$}$ ) permettra de rapprocher la structure de la demande de celle de l'offre.

Ce qui est sûr, c'est qu'à l'équilibre du marché des changes toutes les dettes existantes devront être détenues. On aura donc :

$$h^{DM}/h^{\$} = e DP^{DM}/DP^{\$}$$

Appelons alors :

$$RDT = \frac{1 + r^{DM}}{1 + r^{\$}} \cdot \frac{e^a}{e}$$

où  $RDT$  est le différentiel de rendement anticipé par les détenteurs de portefeuille et écrivons qu'il est la cause de l'éventuel écart entre structure de détention effective ( $h^{DM}$ ,  $h^{\$}$ ) et structure de référence ( $\bar{h}^{DM}$ ,  $\bar{h}^{\$}$ ). L'écart entre les taux d'intérêt  $r^{\$}$  et  $r^{DM}$  est l'un des éléments qui participe à la définition de cette « prime de risque », l'anticipation de variation de change  $e/e^a$  étant sa deuxième composante.

On suppose alors pour boucler le modèle que les écarts aux structures de référence sont une fonction simple du différentiel de rendement anticipé. On écrit en effet dans SIMULO :

$$h^{DM}/h^{\$} = (RDT) \cdot \bar{h}^{DM}/\bar{h}^{\$}$$

### ... en prenant en compte les usages mondiaux des devises clés

L'originalité du cadre d'analyse dans lequel on raisonne ici est toutefois de prendre en compte le caractère mondial du marché des devises qui jouent le rôle de monnaies clés : une offre de dettes en dollars pourra résulter aussi bien du financement en dollars d'un déficit public américain que du financement toujours en dollars, d'un déficit extérieur brésilien. On avait ainsi montré dans l'*Après-Dollar*, qu'une partie des tensions sur le dollar qui se sont manifestées à la fin des années soixante-dix était liée à l'endettement massif, en dollars, des pays du Sud. De même, du côté de la demande de dettes en monnaie-clés, l'ensemble des pays qui utilisent telle ou telle devise pour régler leurs importations détiennent des encaisses de transactions en ces monnaies. On avait montré que ces « encaisses », largement détenues en dollars, représentait à peu près un cinquième de la valeur annuelle des importations. A ces encaisses de transactions, qui émanent de l'ensemble des pays qui ne règlent pas leurs

échanges entièrement en leur propre monnaie, s'ajoutent les détentions de créances en devises par les « pays sans monnaie » excédentaires. L'Arabie Saoudite ou Taiwan, dont la monnaie n'a pas de circulation internationale, accumulent en effet une grande partie de leurs excédents en dollars. On a considéré que pour ces pays « excédentaires », il est possible, comme pour les agents privés des pays industrialisés, de définir un habitat de référence — fortement biaisé en faveur du dollar — qui dit comment ils détiennent leurs excédents s'ils n'anticipent aucun différentiel de rendement entre les monnaies. L'évolution du commerce mondial, comme celle des excédents et déficits des pays sans monnaie, contribuent à modifier la situation des marchés de nos devises clés.

De ce point de vue, le modèle utilisé dans l'*Après-dollar* a été modifié sur un point important pour prendre en compte les informations publiées désormais par la BRI, sur la répartition par devises du financement de l'endettement des pays du Sud (regroupés dans le modèle dans la zone appelée « déficitaire »)(tableau 1).

TABLEAU 1

**Structure par monnaie des avoirs des banques déclarantes vis-à-vis des groupes de pays hors zone**

*En milliards de dollars*

	Pays développés	Europe de l'Est	Pays de l'OPEP	PVD hors OPEP	Total hors zone
Fin 1983, aux taux de change courants					
Dollars	48,0	22,9	52,0	200,7	323,6
Autres monnaies	20,8	26,9	18,8	37,3	103,9
Fin 1988, aux taux de change courants					
Dollars	51,9	31,6	50,7	181,7	315,8
Autres monnaies	47,1	51,8	38,9	92,4	230,2

Source : BRI, *évolution de l'activité bancaire et financière internationale*, Bâle, mai 1989.

Ainsi, alors que le dollar a occupé une place prépondérante dans le financement des emprunts de la zone déficitaire jusqu'au début des années quatre-vingt, depuis 1983 l'accroissement net des prêts accordés aux « pays sans monnaie » a été libellé dans des monnaies autres que le dollar.

Cette évolution peut s'expliquer par la contraction des parts de marché des banques américaines du fait de la crise de l'endettement international, par le comportement des banques non-américaines qui se sont efforcées de développer, à l'occasion en particulier des renégociations de dettes, les prêts en leur monnaie nationale, enfin

---

par la dérèglementation financière intervenue dans un certain nombre de pays. Ce qui est sûr c'est *qu'elle a contribué à soulager le marché du dollar* et qu'elle va dans le sens de la constitution d'un système multidevises.

Une nouvelle structure d'injection pour les prêts aux pays de la zone déficitaire a donc été retenue pour la période étudiée. Sur 1985-1989, les parts de chaque devise dans ces prêts sont modifiées. On n'émet plus de dollars à l'occasion des financements accordés à la zone déficitaire, mais d'autres devises, notamment du mark et du yen. Ceci permet de retrouver les grands traits de l'évolution du libellé des crédits internationaux qui ressort des données de la BRI.

## Analyse de la période 1985-1989

Les mouvements de change qui ont eu lieu pendant la deuxième moitié des années quatre-vingt ont été particulièrement spectaculaires : à partir de 1987, la très forte chute du dollar est enrayée, face au mark comme au yen (avec même, dans le cas de la monnaie japonaise, une remontée sensible du dollar qui culmine début 1990). Or, les forces sous-jacentes à ces développements ont été complexes : aux mouvements de taux d'intérêt sont venus s'ajouter des interventions très importantes des autorités engagées dans une coopération pour gérer les marchés des changes face à des déséquilibres courants considérables, comme l'étaient d'ailleurs les déficits publics américains. Dans ces conditions, il est essentiel d'arriver à comprendre comment les différents facteurs qui contribuent à expliquer les mouvements de change se sont composés. L'intérêt du modèle ici utilisé n'en apparaîtra que mieux. Il permet en effet, de séparer, d'une part les contributions des variables fondamentales, de l'autre la gestion des marchés, par les interventions et les écarts d'intérêt. Par résidu, le modèle fait apparaître l'influence des anticipations<sup>5</sup>. *On va voir que la contribution de ces dernières, à la fin de la période en particulier, devient prédominante au point de masquer la situation fondamentale des marchés.*

### **Le dollar aurait dû baisser encore après 1987**

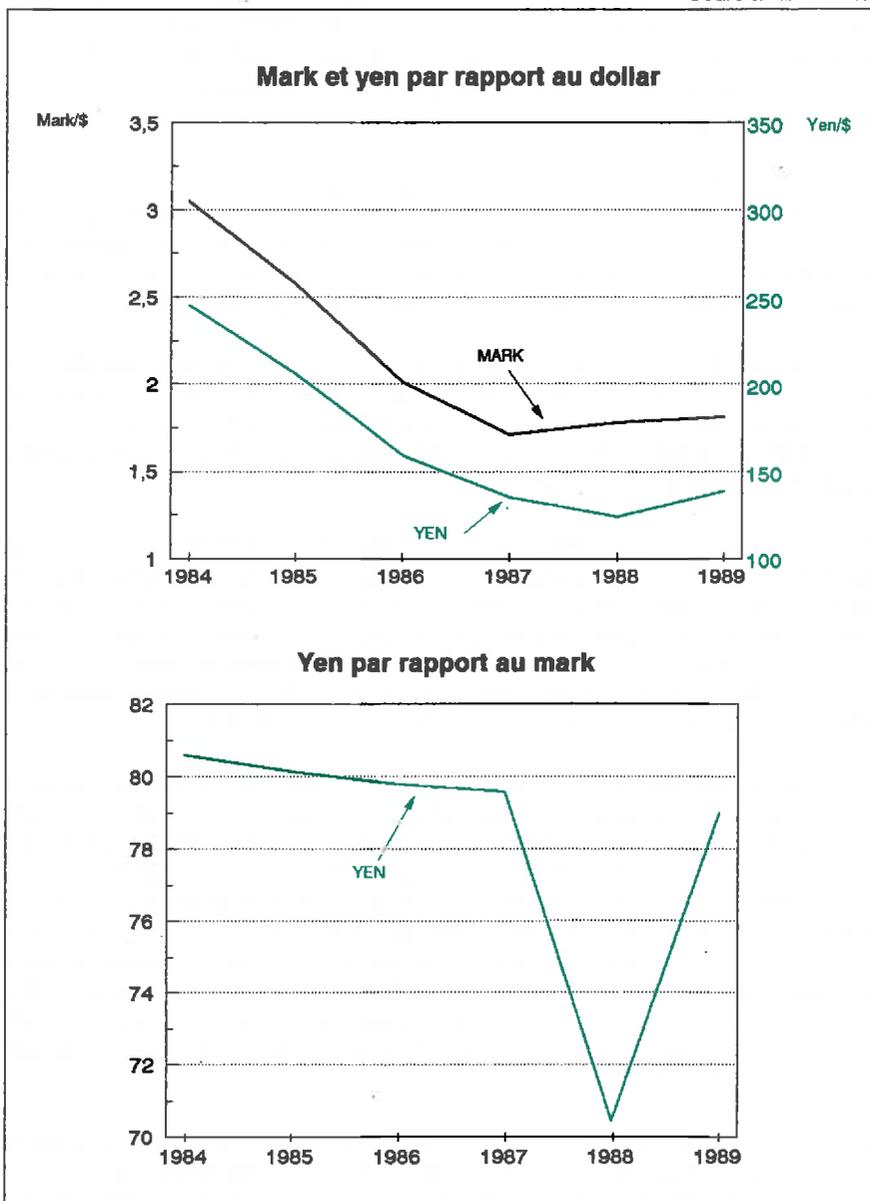
La situation *fondamentale* des marchés correspond, rappelons-le, à ce qui, en *l'absence de toute anticipation, écart d'intérêt ou interventions*, aurait dû guider l'évolution des changes. On pourra donc sur cette base déterminer le caractère plus ou moins *spéculatif* des mouvements effectivement observés.

5. Il faut souligner toutefois que, calculée ainsi par résidu, la mesure donnée de ces anticipations reflète aussi en partie les imperfections du modèle : toute erreur de chiffrage sur les habitats de référence par exemple viendra exagérer ou réduire les anticipations nécessaires à l'équilibrage des marchés.

GRAPHIQUE 1

Evolution des changes

Cours de fin d'année



Source : CEPII, modèle SIMULO

---

Les graphiques 2 à 5 présentent pour l'ensemble de la période 1986-1989, l'évolution des différents flux, qui, dans le modèle, déterminent cette situation fondamentale. Il s'agit :

- des variations de richesse financière nette privée et des déficits publics des pays-clés sur lesquels l'attention est ici centrée (Etats-Unis, RFA, Japon) ;
- des flux d'endettement supplémentaires de la zone déficitaire ;
- des flux de surplus financiers dégagés par la zone excédentaire ;
- des variations d'encaisses de transaction en devises.

Le financement de la dette publique des pays-clés est, avec le flux d'endettement supplémentaire de la zone déficitaire, source de l'*offre* d'actifs libellés en monnaies-clés. Les variations de la richesse privée dans les pays-clés sont, avec les surplus de la zone excédentaire et les encaisses de transaction, la source de la *demande* supplémentaire de détentions d'actifs. Quelles ont été les évolutions marquantes ?

Du côté des Etats-Unis, on constate une tendance à l'amélioration du solde de base (SB) à partir de 1987. Il en résulte un arrêt de l'érosion du portefeuille de richesse financière privée américain (W) en 1989. Ceci pourrait amener à penser que la remontée du dollar cette année-là était le simple reflet d'un assainissement de la situation de l'économie américaine.

Cette analyse aurait pourtant le tort de ne prendre en considération que ce qui se passe aux Etats-Unis. Elle négligerait le fait que ce sont les *évolutions* relatives des variables fondamentales, pour l'ensemble des pays-clés qui doivent être considérées. Or, sur l'ensemble de la période 1985-1989, la RFA et le Japon continuent de dégager des excédents extérieurs avec en parallèle, une amélioration de leurs finances publiques : l'excédent budgétaire japonais apparaît dès 1987, et s'accroît jusqu'en 1989, tandis que le déficit public allemand se réduit en fin de période.

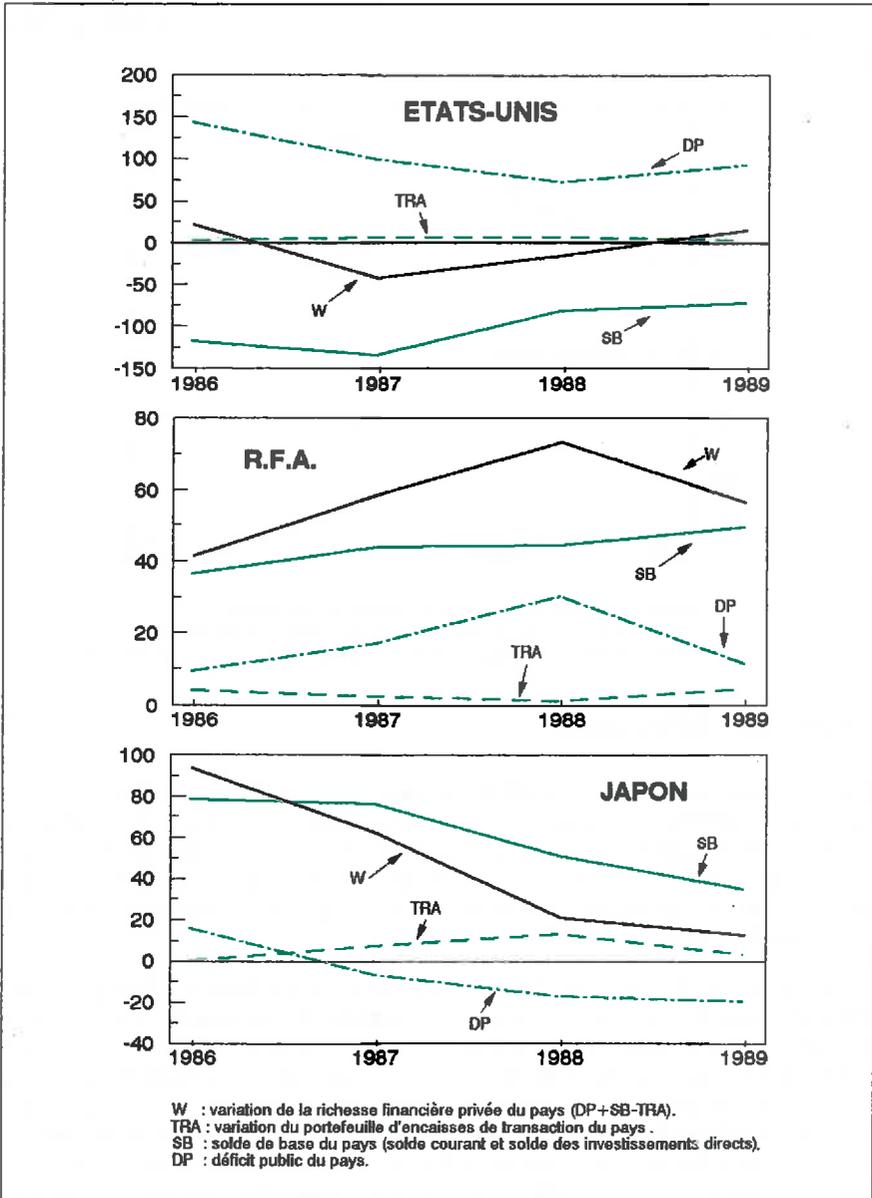
L'évolution opposée des soldes de base de ces deux pays mérite toutefois attention : les excédents japonais sont contenus alors que ceux de la RFA s'accroissent au point que le solde de base allemand est supérieur à celui du Japon en 1989. La différence centrale, il faut le souligner, tient moins à l'évolution des soldes courants qu'à celle du solde des investissements directs : les flux croissants d'investissements directs nippons expliquent l'évolution divergente des soldes de base allemand et japonais pendant la deuxième moitié des années quatre-vingt. C'est par confrontation à ces mouvements des soldes japonais et allemands que se déterminent les conséquences de l'évolution du solde américain pour les marchés des changes. Encore faut-il ajouter aux variables évoquées jusqu'à présent celles qui résultent du rôle des devises-clés dans le reste du monde.

La forte expansion du commerce mondial a induit une demande supplémentaire d'encaisses de transaction en monnaies-clés (TRA). Les financements accordés à la zone déficitaire (ENDT) comme d'ailleurs les excédents de la zone en surplus (SUR) sont restés relativement modérés.

GRAPHIQUE 2

Evolution des portefeuilles d'actifs

En milliards de dollars

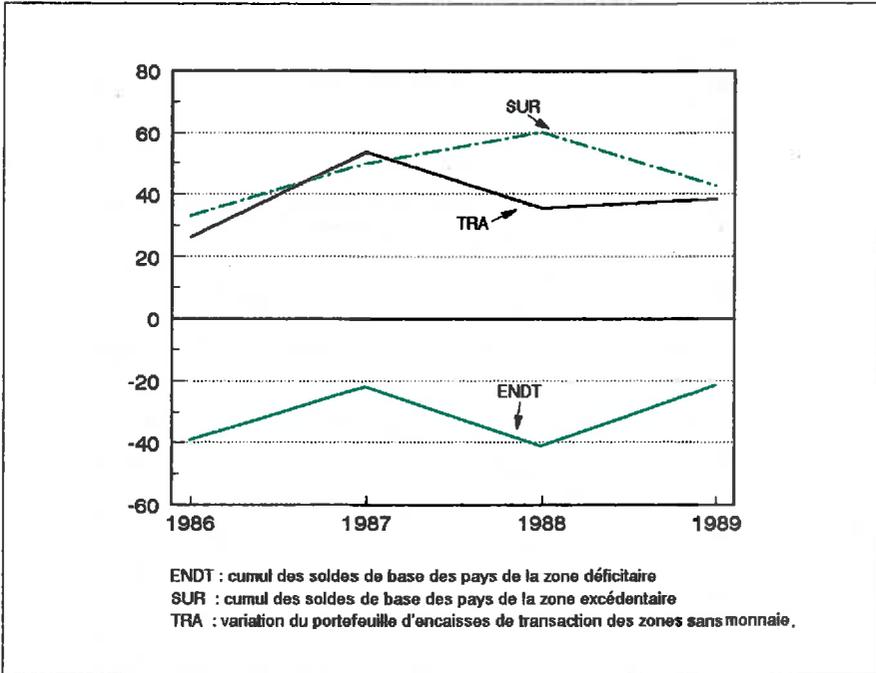


Source : CEPII, modèle SIMULO

### GRAPHIQUE 3

## Evolution des portefeuilles d'actifs et des encours d'emprunt du reste du monde

En milliards de dollars



Source : CEPII, modèle SIMULO

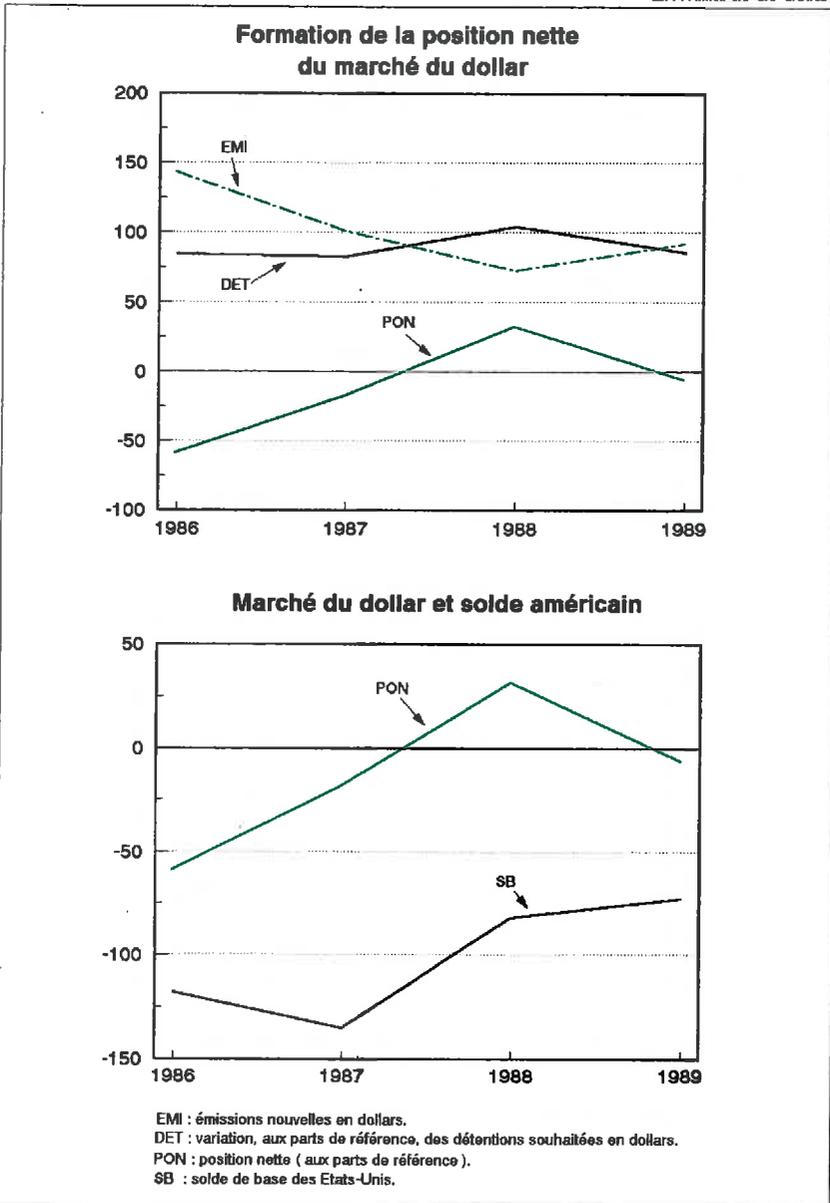
Le graphique 4 montre comment a évolué la position du marché de la monnaie américaine. Compte tenu du rôle encore largement prédominant du dollar dans les transactions internationales, c'est sur cette monnaie que la « déconnexion » entre *le solde de base du pays et la position du marché mondial de sa monnaie* est la plus flagrante. Le fait marquant est ici la réduction de l'offre excédentaire de dollars en 1987 et 1988, amélioration qui cesse toutefois en 1989.

Pour le yen et le mark, la déconnexion du solde de base et de la position nette n'apparaît qu'au travers des évolutions légèrement plus marquées à la hausse ou à la baisse de l'une ou l'autre. En conséquence, pour ces deux monnaies, sur la période étudiée, les évolutions des soldes nationaux reflètent assez bien les pressions qui s'exercent sur les marchés des changes. On retrouve ainsi la tendance très nette d'une demande excédentaire de plus en plus forte dans le cas du mark et de plus en plus faible sur le marché du yen. *Face au dollar, les forces fondamentales poussaient donc le mark à s'apprécier continuellement et le yen à s'apprécier puis à se stabiliser en fin de période.*

GRAPHIQUE 4

**Position nette du marché du dollar  
et solde américain**

En milliards de dollars

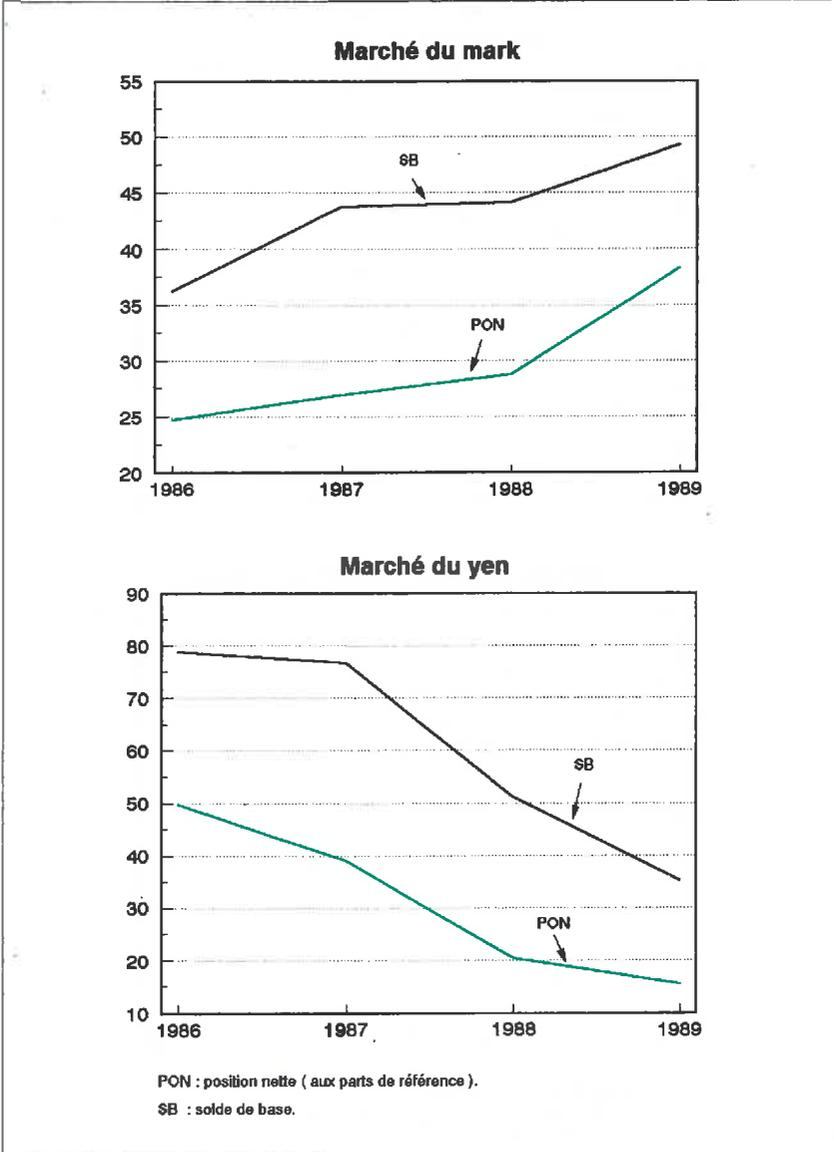


Source : CEPII, modèle SIMULO

## GRAPHIQUE 5

### Position nette sur les marchés du mark et du yen et solde du pays émetteur

En milliards de dollars



Source : CEPII, modèle SIMULO

Les conclusions auxquelles conduit cette analyse des forces fondamentales vont donc dans un sens en parti différent des évolutions de change effectivement observées. Si en 1986 et 1987 l'offre de dollar excédentaire a bien coïncidé avec une phase de baisse du dollar, les mouvements de change de 1988 et 1989 semblent eux, dans le cas du mark en particulier, prendre les variables fondamentales à contrepied : au lieu de continuer de monter face au dollar, le mark s'est au contraire déprécié pendant les deux dernières années de la période. L'intérêt du cadre d'analyse dans lequel on raisonne ici est qu'il permet de faire apparaître des forces qui, à côté des variables fondamentales précédentes, peuvent influencer les cours et expliquer que les mouvements observés n'aient pas eu l'amplitude ou même le sens, que laissaient attendre ces variables fondamentales.

## Les anticipations, derrière la remontée du dollar face au yen...

Les contributions des trois forces qui s'ajoutent aux variables « fondamentales », doivent maintenant être analysées : les interventions, les taux d'intérêt et les anticipations des opérateurs.

Les *interventions* permettent de réduire l'offre d'actifs libellés en une monnaie et d'augmenter, en contrepartie, celle des actifs libellés en d'autres monnaies. On peut alors, par exemple, résorber les effets de déséquilibres fondamentaux et éviter qu'ils ne se traduisent par des mouvements de taux de change. De telles interventions ont eu lieu, de façon non négligeable, pendant la période étudiée qui est justement celle pendant laquelle on a tenté de stabiliser les cours des grandes monnaies. En 1986 et 1987, ces interventions, très importantes, ont été dans un sens qui soulageait le déséquilibre fondamental du marché du dollar. Il n'en a plus été ainsi en 1989 : malgré des pressions « fondamentales » à la baisse du dollar, les autorités sont intervenues massivement pour soutenir le mark et le yen sans pour autant empêcher, rappelons-le, leurs cours de chuter face au dollar.

L'analyse des différentiels de rendement anticipés — que le modèle permet précisément d'explicitier — donne la clé de ce retournement du sens des interventions, à partir de 1988. Rappelons que ces différentiels de rendement résultent de la composition de deux éléments : un *écart de taux d'intérêt* et une *anticipation de change*. Cette dernière, on l'a vu, est calculée, par le modèle de façon résiduelle. Connaissant les déséquilibres fondamentaux et les interventions sur les marchés, on peut, compte tenu des taux de change effectivement observés, dire de combien il a fallu que les détenteurs de portefeuille s'écartent de leurs structures de référence pour que les marchés s'équilibrent. Cet écart aux structures de référence s'expliquant par les différentiels de rendement anticipés, il est possible de calculer ces derniers. En déduisant alors la partie due aux écarts de taux d'intérêt, on obtient les anticipations de change.

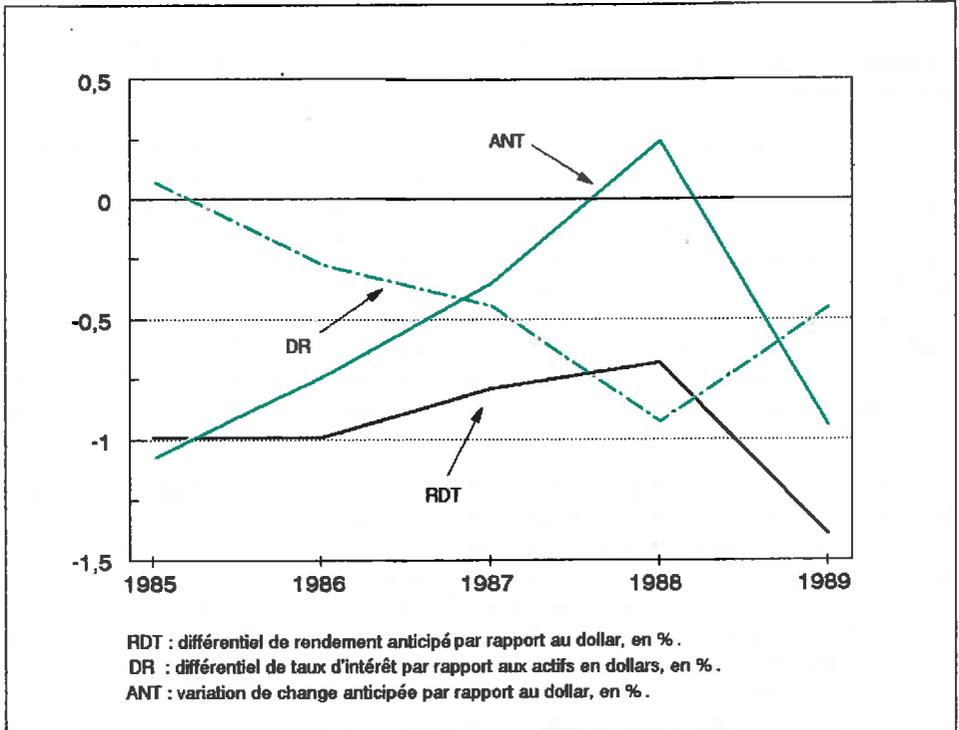
Le cas du yen éclaire les dynamiques d'anticipation qui ont caractérisé la période. On constate d'abord que ces années ont été marquées par un *différentiel de rendement anticipé constamment défavorable au yen et voisin de 1 %*. Cet écart est d'un

signe relativement intuitif puisque la période est marquée par une situation où des actifs en dollars sont disponibles de façon largement excessive et où la demande d'actifs en yen — émanant pour l'essentiel des japonais qui accumulent une énorme richesse financière — est forte. Ce déséquilibre est résorbé par la baisse du dollar mais aussi par ce différentiel de rendement qui incite les détenteurs de portefeuille — et notamment les japonais — à détenir un peu moins de yen et un peu plus de dollars qu'ils ne le feraient autrement (graphique 6).

## GRAPHIQUE 6

### Différentiel de rendement anticipé du yen par rapport au dollar

En % par trimestre



Source : CEPII, modèle SIMULO

Si le différentiel de rendement défavorable au yen s'observe sur toute la période, il repose toutefois sur des facteurs très différents. On observe en effet, sur 1986-1988 un « ciseau » presque parfait entre la composante « taux d'intérêt » et la composante

« anticipation de change » du différentiel de rendement. Pendant ces trois années *les anticipations ont joué un rôle de parachute* <sup>6</sup> : les opérateurs ont anticipé la remontée d'un dollar qui ne cessait de baisser. Cette anticipation a contribué à freiner très efficacement sa chute face au yen. Elle n'a toutefois, cessé de se réduire au fil des ans : c'est lorsque le dollar s'est trouvé au plus bas face au yen que les opérateurs ont pensé qu'il n'allait plus remonter. Dès lors, l'écart d'intérêt, en défaveur du yen, d'abord négligeable, prend le relais des anticipations pour équilibrer le marché : en 1988 c'est lui seul qui incite les détenteurs de portefeuille à continuer de détenir un peu moins de yen qu'ils ne le souhaiteraient normalement, compte tenu de leurs habitats de référence et de leurs anticipations.

En 1989, la situation change du tout au tout. Le yen baisse face au dollar et le modèle nous dit que cette baisse est entièrement due à une révision brutale des anticipations : une très forte anticipation de hausse du dollar apparaît qui, malgré la réduction de l'écart d'intérêt favorable à la monnaie américaine et les interventions des autorités, pousse le yen à la baisse face au dollar. Ainsi alors qu'en 1986 et 1987 les anticipations ont aidé les autorités à gérer les changes, elles ont, en 1989, déstabilisé les marchés.

### ... et face au mark

L'analyse de la situation du mark face au dollar est un peu plus complexe, mais livre, à quelques nuances près, les mêmes enseignements (graphique 7).

Là encore, le différentiel d'intérêt est constamment favorable au dollar, mais son importance grandit fortement en fin de période. Sur les deux premières années l'évolution est la même que pour le yen : les anticipations de remontée du dollar freinent la chute de la monnaie américaine. Elles se réduisent, sans s'annuler, en 1987 au moment où, face au mark, le dollar est au plus bas. Le rôle des taux d'intérêt est modeste pendant ces trois années dans la mesure où les écarts entre taux allemands et américains restent modérés.

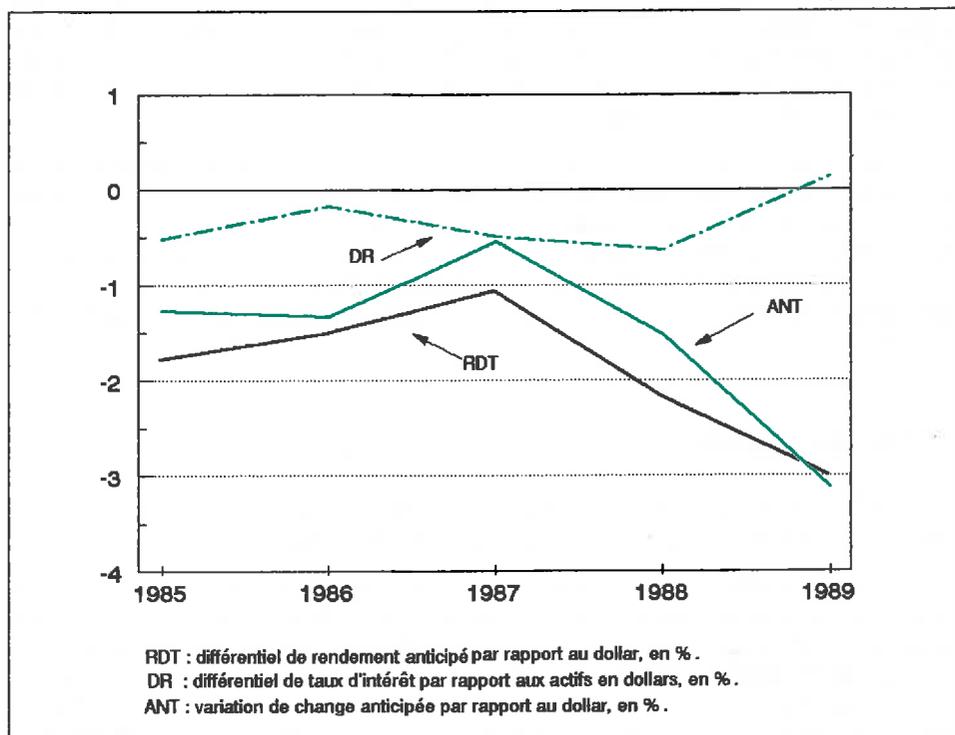
La situation évolue fortement en 1988 : malgré d'importantes interventions en faveur du mark et une situation « fondamentale » qui lui est, elle aussi, favorable, la monnaie allemande se déprécie. Le modèle nous dit que ce sont des *anticipations* de baisse de la devise allemande qui sont sous-jacentes à ce retournement. Elles s'expliquent aisément dans le contexte de l'époque : l'annonce par la RFA de l'instauration d'une retenue à la source de 10 % sur les revenus d'intérêt a conduit les opérateurs à se détourner, quelque peu, des placements en marks : c'est cette composante spéculative des tensions sur le mark en 1988 que le modèle permet de mettre à jour.

6. L'ampleur des anticipations sur les premières années de cette période est peut-être exagérée par le fait que l'on a supposé qu'entre 1980 et 1985 le processus de diversification, enclenché par la libéralisation financière, a trouvé son régime d'équilibre (voir *L'Après-dollar* pp. 153 et suivantes). Si ce n'est pas le cas, la part de référence du dollar dans les portefeuilles japonais aurait dû continuer de croître peut-être jusqu'en 1987, l'anticipation d'appréciation du dollar, calculée par le modèle aurait dans ce cas été plus faible.

## GRAPHIQUE 7

### Différentiel de rendement anticipé du mark par rapport au dollar

En % par trimestre



Source : CEPII, modèle SIMULO

En 1989 les choses changent encore. Certes l'anticipation de baisse du mark s'accroît. Mais cette fois on peut penser — dans la mesure où l'on observe la même évolution sur le yen — qu'elle traduit *un engouement pour le dollar* et non comme en 1988 — une aversion spécifique à l'égard du mark. Comme pour le yen, les autorités tentent de maîtriser cet engouement par des interventions et une réduction de l'écart d'intérêts. Elles ne peuvent pour autant empêcher le dollar de remonter encore.

Ainsi, alors que les variables fondamentales poussaient le mark à la hausse tant en 1988 qu'en 1989, celui-ci s'est déprécié par rapport au dollar en réponse aux anticipations des marchés des changes. On notera toutefois que l'anticipation de change sous-jacente aux taux observés fin 1989 (celle qui apparaît sur le graphique 7) est d'une ampleur exceptionnelle. Deux interprétations peuvent en être données :

— la première est « technique » : le modèle ne capte pas une dérive structurelle de la demande de dollars contre marks liée, par exemple, à une ouverture financière

croissante de la RFA. Dès lors, on sous-estimerait en permanence la demande de marks et pour l'atténuer, on ferait apparaître, en compensation, une anticipation de baisse du mark ;

— la seconde est plus « économique » : l'encadrement des fluctuations de cours par les autorités permettrait l'apparition, pendant des périodes de quelques mois, d'anticipations de changes sensiblement plus fortes que pendant les années 1973-1985.

Sans valider nécessairement cette deuxième explication, l'évolution des changes au début de 1990 confirme que la faiblesse du mark en 1989 avait une composante « spéculative » très importante. Dans un premier temps, entre juillet et septembre 1990, les taux d'intérêt allemands et américains ont peu bougé et l'état fondamental du marché n'a pu connaître de changements radicaux : il s'agit d'équilibrer des stocks qui ne sont modifiés qu'à la marge par les flux de la période. Or, en l'espace de quelques mois, on a vu le mark monter de près de 20 %. *Un mouvement aussi rapide ne peut être lié qu'à un glissement dans les anticipations.* Il confirme, a posteriori, que la force du dollar fin 1989 et début 1990 était très fragile. Les écarts de taux qui se sont creusés depuis l'automne n'ont fait qu'exacerber cette fragilité.

Au terme de cette analyse rétrospective, une conclusion peut être tirée : le glissement intervenu depuis l'été 1990 « purge » les marchés des changes d'une composante spéculative excessivement favorable au dollar. Si l'on en croit les résultats de l'analyse qui vient d'être présentée, un potentiel de baisse subsiste mais il devrait aller en se réduisant au fil des mois. A moyen terme, les inflexions de la conjoncture macroéconomique mondiale jouent, dans le sens d'un assainissement de la situation fondamentale du marché du dollar. Le ralentissement de la croissance de l'économie américaine y contribue : l'effet sur les marchés des changes de la réduction du déficit courant l'emporte sur celui de l'accroissement du déficit public. En outre, le financement de la reconstruction de l'Allemagne orientale comme les prêts accordés aux pays d'Europe centrale et à l'URSS, dans la mesure où ils se feraient largement en marks — ou en ECU — contribueront à enrayer peu à peu les pressions à la baisse du dollar. Dans ces conditions, on peut penser que, si les autorités du G5 en ont la volonté, il est possible de faire que les cours atteints au début de 1991 marquent pour la monnaie américaine la fin de la baisse commencée en 1985.

