

Michel Aglietta • Virginie Coudert

# Le dollar et le système monétaire international

Collection

R E P È R E S



*La Découverte*

ÉCONOMIE

SOCIOLOGIE

~~SCIENCES POLITIQUES • DROIT~~

HISTOIRE

GESTION

CULTURE • COMMUNICATION

À la mémoire de Monique Fouet  
Vingt ans plus tard

**S**i vous désirez être tenu régulièrement informé des parutions de la collection « Repères », il vous suffit de vous abonner gratuitement à notre lettre d'information mensuelle par courriel, à partir de notre site <http://www.collectionreperes.com>, où vous retrouverez l'ensemble de notre catalogue.

---

ISBN : 978-2-7071-6907-5



Ce logo a pour objet d'alerter le lecteur sur la menace que représente pour l'avenir du livre, tout particulièrement dans le domaine des sciences humaines et sociales, le développement massif du photocopillage. Nous rappelons donc qu'en application des articles L. 122-10 à L. 122-12 du code de la propriété intellectuelle, toute photocopie à usage collectif, intégrale ou partielle, du présent ouvrage est interdite sans autorisation du Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC, 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris). Toute autre forme de reproduction, intégrale ou partielle, est également interdite sans autorisation de l'éditeur.

© Éditions La Découverte, Paris, 2014.

## Introduction

**L**e 11 février 2014, Janet Yellen, la nouvelle présidente du conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale américaine, première femme de l'histoire à ce poste, réussissait avec brio son audition inaugurale devant la commission des finances de la Chambre des représentants. Deux mois auparavant le conseil de la politique monétaire présidé par son prédécesseur Ben Bernanke avait décidé de réduire progressivement les achats mensuels de titres publics et privés auxquels la Fed procédait pour soutenir l'économie. Cette décision avait provoqué une ébullition sur les marchés financiers des pays émergents, suite à des sorties de capitaux massives, obligeant les banques centrales de ces pays à remonter vivement leurs taux d'intérêt pour soutenir leurs monnaies, alors que ces pays étaient déjà frappés par un fort ralentissement de leur croissance.

La remarque de Yellen sur cette question est emblématique de la conception américaine des relations internationales. La volatilité constatée sur les marchés émergents et les récriminations des banquiers centraux de ces pays — il s'agissait notamment de Raghuram Rajan, gouverneur de la banque centrale de l'Inde et ancien professeur à l'université de Chicago — la laissèrent totalement indifférente : pas question d'y prêter attention puisque ces perturbations n'affectaient pas l'économie américaine !

Voilà donc la malédiction du système monétaire international ravivée de manière spectaculaire. Le pays qui émet la monnaie permettant le multilatéralisme mondial est complètement indifférent aux conditions dans lesquelles il met sa monnaie à disposition du monde entier. Cette malédiction ne date pas d'aujourd'hui. Elle a mis à bas le système de Bretton Woods, négocié en 1944 dans le cadre de la charte de l'Atlantique de 1941, qui énonçait le principe selon lequel le rétablissement du multilatéralisme implique une coopération monétaire selon des règles acceptables par tous les pays

participants. En 1968, Richard Nixon accède à la présidence des États-Unis. C'est le temps des Texans. Nixon nomme au poste de secrétaire d'État au Trésor John Connally qui n'a pas la moindre expérience des négociations internationales. Ce personnage devient néanmoins célèbre par sa manière abrupte de refouler les arguments de ses pairs : « Le dollar est notre monnaie et c'est votre problème. » Il prépare le terrain pour Richard Nixon qui répudie d'un seul coup, le 15 août 1971, tout l'édifice négocié depuis 1941 et conclu à Bretton Woods en juillet 1944.

Pourtant, il n'en a pas toujours été ainsi. Au début du <sup>xx</sup> siècle, les États-Unis avaient adopté l'étalon-or mais n'avaient pas de banque centrale. En mai 1907, une crise financière d'une extrême violence éclata à New York. Les sorties de capitaux épuisèrent rapidement les réserves officielles d'or du pays. Le secrétaire d'État au Trésor dut se résigner à demander au pape de la finance new-yorkaise, John Pierpont Morgan, d'aller chapeau bas quémander un prêt d'or à Londres pour étouffer la crise. Cette humiliation finit par convaincre les politiciens américains, très divisés, d'entreprendre les démarches pour créer une banque centrale.

La monnaie est essentiellement politique, tout en étant appropriable privativement. On ne peut comprendre le destin du dollar sans s'intéresser aux origines de ce singulier pays et surtout aux débats qui ont marqué l'histoire monétaire chaotique des États-Unis tout au long du <sup>xix</sup> siècle, qui éclairent les erreurs de la politique financière américaine après la Première Guerre mondiale et la posture adoptée, lors de la négociation du traité de Bretton Woods, d'affirmer la puissance au détriment de la coopération.

Contrairement à l'époque de l'étalon-or, où la suprématie de la livre sterling était bornée par une règle commune de convertibilité, la latitude des États-Unis à subordonner la fourniture de la liquidité internationale à leurs propres objectifs de puissance n'a pas de limite préassignée. Les limites ne viennent que dans les crises que cette attitude provoque, dont la dernière en date a éclaté en 2008. Depuis quarante ans, chaque pays est libre de choisir le régime de change qui lui convient. La surveillance multilatérale, que le Fonds monétaire international (FMI) est supposé mener afin de repérer les discordances de politique économique et les risques que les interactions déséquilibrantes qui en résultent font peser sur l'économie mondiale, est restée lettre morte. Les moments de coopération sont demeurés rares : les accords du Louvre en 1987 pour modérer les fluctuations géantes du dollar dans les années 1980, les interventions de la Fed en Corée pour contenir la crise asiatique en décembre 1997, et enfin la coordination des banques centrales en septembre-octobre 2008 pour

éviter l'effondrement du commerce international découlant de la paralysie du marché de gros de la liquidité internationale.

Nous allons chercher à montrer selon quelle dynamique le système monétaire international, que nous appelons semi-étalon-dollar, a pu perdurer de crise en crise sur une aussi longue période. Cela pose la question de l'avenir : la permanence du dollar, comme devise clé dans un système international qui produit les crises, puis absorbe leurs effets, est-elle indéfiniment viable ? Nous ne nous plaçons pas sur un plan normatif pour définir ce que serait un système optimal. Il n'y aura pas de nouveau Bretton Woods initié par le G20. Mais nous cherchons à cerner les tendances de l'économie mondiale qui pourraient rendre caduc le constat de Connally à Yellen selon lequel les États-Unis ne sont pas affectés par les conséquences internationales de leur politique et peuvent donc les ignorer. Si cela se produit, et lorsque les États-Unis éprouveront que le monde change dans ce sens, le besoin d'une concertation monétaire entrera dans le débat politique interne. Peut-être alors les dirigeants américains s'apercevront qu'il existe des tentatives avortées de réforme dans le passé qui peuvent fournir des idées utiles.

## **I / L'histoire tortueuse du dollar : des origines à la suprématie dans le système de Bretton Woods et sa destruction**

**M**onnaie et politique sont intimement mêlées. L'histoire des États-Unis illustre à merveille cette vérité, à l'opposé de la préention dogmatique à affirmer la pertinence d'une économie pure. La pénurie des moyens de paiement organisée par la puissance colonisatrice a déclenché la guerre d'indépendance. De l'institution du dollar comme monnaie légale en 1785 à l'instauration du système de Réserve fédérale en 1913, le système des paiements a été perturbé par le conflit entre le besoin de centralisation monétaire d'un État fédéral et les aspirations décentralisatrices des États fédérés. Même la création d'une banque centrale, la Réserve fédérale ou Fed, n'y a pas mis un terme. Les dysfonctionnements internes au système d'une part, les tensions entre le Trésor fédéral et la Fed d'autre part ont rythmé les hésitations et les initiatives internationales inefficaces des États-Unis dans l'entre-deux-guerres. Il a fallu attendre le *Banking Act* de 1935 et surtout la conférence de Bretton Woods de 1944 pour que le dollar soit une monnaie complète, capable de soutenir une hégémonie internationale.

### **La naissance et l'affirmation du dollar**

#### *De l'époque coloniale à l'indépendance*

Pendant la période coloniale, les autorités anglaises ont refusé le droit d'émission de monnaie légale en Amérique. Les pièces qui circulaient étaient des « dollars espagnols » frappés à Mexico et entrant en contrepartie de transactions commerciales avec les Antilles. Au XVIII<sup>e</sup> siècle, la rareté de la monnaie métallique entraîna le développement de la monnaie papier sous forme de papiers gagés sur les terres hypothéquées. Des banques foncières se répandirent dans les

colonies. En 1751, par le *Bubble Act*, le Parlement de Londres interdit cette forme d'émission sous prétexte que le crédit foncier était entaché de pratiques frauduleuses et nourrissait la spéculation sur les terres. D'autres billets furent émis par les gouvernements des colonies. Ils refluaient dans le paiement des impôts et étaient acceptés dans les paiements privés tant qu'ils étaient en circulation (*currency finance*). Benjamin Franklin, imprimeur à Philadelphie, en imprima pour les assemblées de Pennsylvanie, du Delaware et du New Jersey. Ces monnaies parallèles à la livre sterling maintenaient la cohésion sociale par la légitimité des assemblées élues. En palliant le manque d'espèces, elles évitaient les taux d'intérêt prohibitifs, la déflation des prix et les paiements des salaires en nature.

En 1764, sous la pression des marchands anglais, Londres promulgua le *Currency Act* qui prohibait les émissions de monnaie à valeur légale pour forcer le paiement des impôts en livres sterling. Benjamin Franklin en démontra la nocivité : paralysie du commerce et aliénation des colonies américaines à la Couronne britannique. Il jugea inévitable la séparation avec la métropole. La révolution était lancée. En 1774, le Congrès continental exigea le retrait du *Currency Act* et d'autres lois intolérables. Les hostilités éclatèrent. Le Congrès décida de payer les armées en monnaie de crédit par émission d'instruments de paiement, les *continental dollars*, libérables en pièces espagnoles [Newman, 1990]\*. Du fait des besoins de la guerre, les montants de billets dépassèrent largement les capacités de couverture. Les billets non couverts se déprécièrent très vite et entraînèrent une inflation galopante avec les difficultés d'approvisionnement, inflation aggravée par les fausses coupures introduites par les Anglais. En 1781, le dollar continental ne valait plus que 2 % de sa valeur initiale de 1775.

Mais la révolution politique était le but prépondérant. Dès qu'elle fut atteinte, le 6 juillet 1785, le Congrès adopta le dollar comme monnaie officielle. La rédaction de la Constitution en 1786 définit le pouvoir tricéphale : un législatif bicaméral, un exécutif incarné par le président de l'union et une Cour suprême. En 1787, une convention constitutionnelle à Philadelphie institua un pouvoir d'imposition de l'union permettant une résorption des *continental dollars* reçus en paiement des impôts. La convention interdit aux États d'émettre leur propre dette et promulgua la clause faisant des pièces or et argent les seules monnaies légales en paiement des dettes.

---

\* Les références entre crochets renvoient à la bibliographie en fin d'ouvrage.

### *Les débats après la guerre d'indépendance : fédéralistes vs tenants de l'autonomie des États*

Le pouvoir de taxer étant institué, un problème crucial subsistait. L'encours de titres hérités de la guerre et du chaos qui avait suivi devait-il être financé par l'émission de nouveaux titres à leur valeur dévaluée ou à leur pleine valeur faciale ? Les États étaient dans des situations financières très disparates. Les États agricoles, dépourvus de systèmes financiers, étaient dans l'incapacité de supporter une dette de pleine valeur métallique. Le fait de ne pas mutualiser les dettes de guerre rendait plausible un fractionnement monétaire et politique. Au Congrès, le débat sur l'organisation des pouvoirs publics, connu depuis l'Antiquité — fédéralisme politique ou confédération d'États ? —, était virulent. Le désaccord opposa deux camps. Les partisans d'une confédération d'États étaient violemment opposés à un transfert de la dette vers le gouvernement fédéral. Les arguments ne manquaient pas. Si le transfert se produisait, les spéculateurs qui avaient acheté des titres de dette à des investisseurs en difficulté seraient récompensés, certains États seraient soulagés d'un plus gros fardeau que d'autres, le pouvoir exécutif central serait renforcé au détriment du Congrès et des États. L'orateur le plus véhément de ce courant de pensée était James Madison, le porte-parole des États du Sud. Il craignait que la centralisation de la dette ne mette les États sous la coupe d'un pouvoir distant et irresponsable. En outre, il affirmait que la mutualisation allait forcer les États vertueux à venir au secours des États impécunieux et que cela constituait une menace pour la jeune république.

Ces débats sont toujours d'actualité, puisque ce sont les mêmes qui opposent aujourd'hui les tenants d'une mutualisation de la dette au sein de la zone euro à leurs adversaires, les arguments utilisés n'ayant guère changé. En réalité, chaque camp se fonde sur une conception politique bien différente de l'autre. À l'époque, les anti-fédéralistes reprenaient les idées de Montesquieu, elles-mêmes inspirées de Platon : une confédération de petits États agricoles homogènes où le gouvernement est proche du peuple, sur le modèle de la ligue de Délos au siècle de Périclès. Au contraire, les fédéralistes voulaient supprimer le droit des États à battre monnaie pour établir un monnayage uniforme. Ils pensaient que l'unité monétaire allait de pair avec celle des dettes publiques, la reconnaissance des dettes dans des conditions uniformes étant à la base de l'État fédéral. Hamilton percevait aussi le lien étroit entre la monnaie et les finances publiques dans le paiement des impôts et le remboursement de la dette publique. Il pensait qu'un étalon monétaire uniforme fixé selon

un système bimétallique était le lien social qui unissait les citoyens du pays. Il prônait l'efficacité d'un marché des titres unifié et ajoutait que les États avaient émis leurs dettes dans un but commun : poursuivre la guerre et conquérir l'indépendance.

En 1790, Alexander Hamilton, récemment nommé secrétaire d'État au Trésor, proposa donc de centraliser les dettes des États en émettant de nouvelles obligations soutenues par des recettes fiscales crédibles. Il affirmait que la formation d'une dette nationale allait attirer les investisseurs et constituer un lien social très fort pour l'union [Wright, 2008]. Hamilton l'emporta en acceptant une concession sur la localisation de la capitale fédérale, déplacée de New York sur les bords du Potomac dans une ville nouvelle, qui fut appelée Washington, pour l'éloigner des puissances financières de New York et Boston. La dette fut centralisée et financée par une fiscalité fédérale. Corrélativement, Hamilton proposa de créer une banque nationale, la Banque des États-Unis. Les détenteurs de titres publics pourraient devenir actionnaires de la Banque. La proposition rencontra de fortes critiques qui confirmèrent la profondeur de la rivalité Nord/Sud. La loi portant création de la banque fut néanmoins adoptée en 1791 sous une charte de vingt ans. Enfin, par le *Coinage Act* de 1792, le Congrès institua l'ancrage métallique dans un système bimétallique. L'hôtel des Monnaies fut installé à Philadelphie, alors encore capitale des États-Unis. Un système bancaire non foncier et non provincial se mit en place.

### *L'époque de la banque libre (free banking) : 1838-1863*

L'adoption du *free banking* fut la conséquence de l'accession à la présidence d'Andrew Jackson, septième président des États-Unis de 1829 à 1837. Lui-même riche propriétaire d'esclaves, il fut l'instigateur de la création du parti démocrate. Il mit son veto au renouvellement du mandat de la seconde banque des États-Unis en 1832 et en 1836. Élu avec l'appui des fermiers de l'Ouest sur un programme hostile aux puissances financières de la côte est, il représentait une conception populiste de la démocratie. Se méfiant des politiciens professionnels et des fonctionnaires fédéraux, il favorisa le système des dépouilles, c'est-à-dire la pratique de nommer les fonctionnaires fédéraux en fonction des seuls intérêts partisans, et baissa très fortement les droits de douane pour favoriser les États esclavagistes du Sud à l'encontre de l'industrialisation du Nord.

L'époque du *free banking* s'étend du *Free Banking Act* voté en 1838 par l'assemblée de l'État de New York au *National Bank Act* de 1863. La seconde banque des États-Unis ne fut pas renouvelée. Certains

États continuèrent à agréer les banques selon la charte de 1812, d'autres adoptèrent le *free banking*. Les principes du *free banking* étaient les suivants : les banques peuvent émettre billets et dépôts sans aucune restriction, ceux-ci doivent être convertibles, bien que la couverture en or et argent ne soit que partielle. Le système monétaire était formellement le bimétallisme. Toutefois le *Coinage Act* de 1834 porta le ratio or-argent de 14/1 à 16/1 ; ce qui revint à dévaluer le dollar/pièces d'or de 6 %. De plus, dans la période du *free banking*, marquée par des famines monétaires récurrentes, les pièces étrangères, comme les dollars espagnols, étaient acceptées en qualité de monnaies légales [Rothbard, 2007].

La régulation monétaire est censée être endogène par la loi du reflux des dépôts permettant la destruction de monnaie en son lieu d'émission, complétée par le mécanisme des compensations interbancaires [Le Maux, 2012]. Mais la loi du reflux est insuffisante dans les périodes de stress où les banques manquent de réserves métalliques, ce qui provoque des ruées sur les dépôts de ces banques et des paniques se propageant par les relations de correspondants bancaires. Le système ne peut être viable que s'il engendre des chambres de compensation qui remplissent la fonction du prêteur en dernier ressort dans les crises de liquidité. Cette chambre doit pour cela régler les banques membres du système. Le *free banking* n'est donc viable que s'il se transforme en son contraire : un système hiérarchisé autour d'une banque supérieure, un acteur capable d'injecter un moyen de paiement interbancaire, acceptable en toutes circonstances.

Ce système n'a fonctionné que dans très peu d'États. Dans les États agricoles, les créances et dettes interbancaires sont demeurées bilatérales entre des banques dont les bases de dépôts étaient fragiles parce qu'elles dépendaient toutes de l'activité agricole. Chaque banque émettant ses propres billets, les pénuries de liquidités empêchaient de maintenir la convertibilité au pair entre eux. Il s'ensuivait des décotes dans l'échange des billets et des vagues de faillites au cours des récessions, ainsi que des pénuries de cash dans le cycle agricole annuel. Le système le plus efficace fut établi en Nouvelle-Angleterre avec la Suffolk Bank, créée dès 1818, dans le rôle de la chambre de compensation. En accordant des découverts aux banques membres du système qui acceptaient sa supervision, la Suffolk Bank créait *ex nihilo* de la liquidité interbancaire qui sauvegardait la convertibilité des billets, et donc la continuité des paiements même dans les crises bancaires. L'autre système célèbre fut la New York Clearing House Association (NYCHA) créée en 1853. Elle traitait les paniques bancaires en émettant des certificats de prêts (*Clearing House loan*

*certificates*) qui furent utilisés avec succès dans la terrible crise bancaire de 1857 [Le Maux, 2001].

En exacerbant les oppositions d'intérêts économiques entre les États du Sud et de l'Ouest d'un côté, les États industriels et financiers du Nord-Est de l'autre, la crise de 1857 sema les germes de la guerre civile. Celle-ci opposa tous les États abolitionnistes, regroupés sous la direction d'Abraham Lincoln, aux cinq États esclavagistes confédérés et éclata le 12 avril 1861. Après les succès initiaux des confédérés, le tournant de la guerre eut lieu en juillet 1863 lors de la bataille de Gettysburg remportée par les troupes nordistes. La guerre se prolongea néanmoins jusqu'en 1865.

### *L'inélasticité de l'offre de billets sous le National Bank Act : 1863-1913*

Le système de la banque libre n'étant pas capable de financer l'effort de guerre, le Congrès vota en 1862 le *Legal Tender Act* qui autorisait le gouvernement fédéral à émettre une monnaie papier inconvertible, les *greenbacks*, pour un montant de 450 millions de dollars. À la fin de la guerre, leur dépréciation dépassait 50 % de la valeur faciale, ce qui se traduisait par une prime sur l'or qui était thésaurisé.

Il s'agissait avant tout de réunifier le système bancaire sur la base des *greenbacks*. Ce fut la raison d'être du *National Bank Act* de 1863 qui instaura définitivement le dollar comme monnaie légale unique des États-Unis. Cette loi définit les conditions d'émission de billets nationaux par les banques commerciales (*national notes*). Ces billets étaient convertibles en monnaie légale métallique et en *greenbacks* jusqu'en 1879. Pour émettre des billets nationaux, c'est-à-dire émis par les banques ayant reçu une charte nationale, les banques devaient acquérir des titres publics (obligations du Trésor fédéral) et les déposer au Trésor sur les livres du Contrôleur de la Monnaie, une agence créée au sein du Trésor pour superviser la qualité de la monnaie émise par les banques qui choisissaient le statut de banques nationales. Les dépôts de titres devaient être de 90 % des billets émis avant 1900, 100 % ensuite.

Le *National Bank Act* a établi une règle monétaire inédite. Les banques nationales, agréées par le Contrôleur de la Monnaie, ne pouvaient émettre des billets que contre cautionnement obligatoire préalable. Le montant total de billets fut plafonné à 300 millions de dollars. L'escompte était prohibé. Du fait des fluctuations dans les besoins saisonniers de billets dans les régions agricoles de l'intérieur, la rigidité provoquait des cycles monétaires saisonniers assortis de pénuries monétaires récurrentes.

L'offre de billets de banques dépendait donc quasi entièrement des dépôts d'obligations d'État : plus les prix de ces titres étaient élevés, plus l'émission était coûteuse pour les banques. En outre, comme le mécanisme de l'escompte bancaire n'existait pas, les émissions de billets ne s'ajustaient pas à la demande, mais variaient avec le prix de la dette publique. Le conflit monétaire réapparut donc sur le plan politique, plus âpre que jamais entre les États de l'Ouest et du Centre, qui revendiquaient une élasticité du crédit bancaire, et les intérêts financiers de l'Est, qui préconisaient la solidité de la monnaie (*sound money*). Or les républicains qui avaient gagné la guerre étaient entièrement acquis à la cause du capitalisme industriel en plein essor. Désireux de promouvoir l'industrie lourde à l'ère des chemins de fer transcontinentaux, de l'exploration pétrolière et de la sidérurgie, ils étaient fermement installés au pouvoir. Il s'agissait de résorber la dette de guerre pour canaliser l'épargne vers l'accumulation du capital industriel.

Pour rétablir la confiance dans la monnaie, la majorité républicaine du Congrès décida la résorption des *greenbacks* à leur valeur faciale par le *Resumption Act* de 1875. Les *greenbacks* demeurèrent à cours forcé jusqu'en 1879. Mais la déflation monétaire devait faire baisser la prime sur l'or jusqu'à l'annuler par retrait progressif des *greenbacks*, qui n'était compensé qu'à 80 % par une émission de billets nationaux, donc des billets émis par les banques selon la règle du *National Bank Act*. Le 31 mai 1878, la prime sur l'or s'annula. À partir de ce moment, le montant des *greenbacks* fut définitivement gelé à 346 millions de dollars, et la convertibilité-or fut établie le 1<sup>er</sup> janvier 1879. Une contraction prolongée de l'offre de monnaie résulta donc du *Resumption Act*. Jointe à la progression de la productivité due à l'essor industriel, elle entraîna la longue déflation du dernier quart du XIX<sup>e</sup> siècle (1873-1895).

Cette déflation de longue durée fut émaillée de deux crises financières terribles, en 1873 et en 1893. À l'automne 1873, une extrême pénurie de réserves en or se produisit. Les banques de l'intérieur, aux abois, retirèrent massivement leurs dépôts dans leurs correspondantes new-yorkaises. Celles-ci puisèrent dans leurs réserves en *greenbacks*. Le taux d'intérêt interbancaire passa de 4,5 % en août à 61 % en septembre. La Bourse s'effondra de 20 %. Dans l'urgence, le Congrès dut mettre 26 millions de *greenbacks* en circulation, ce qui fit refluer le taux à 5,5 % en janvier 1874. Au début de 1893 encore, la crise fut déclenchée par les faillites en chaîne des banques de l'intérieur, alors que les réserves métalliques du Trésor fédéral tombèrent à 100 millions de dollars en avril. À cela s'ajoutait la controverse sur l'argent : le *Coinage Act* de 1873 avait supprimé la frappe de l'argent.

Sur les recommandations d'une commission parlementaire, une loi de 1878 autorisa l'émission de certificats d'argent à cours légal pour pallier l'insuffisance de réserves métalliques dans les crises. Le *Bland Allison Act* de 1878 rétablit la frappe libre de l'argent et ordonna au gouvernement fédéral d'acheter une valeur de 2 à 4 millions de lingots d'argent au prix du marché et de les frapper en dollars argent. Mais la loi ne rétablit pas le bimétallisme. La querelle sur l'argent reprit dès 1892 et atteignit son paroxysme dans la campagne électorale de 1896. Dans les années 1890, des afflux d'argent firent baisser la valeur de l'argent dans la frappe des pièces. Le conflit politique opposa deux camps : d'un côté, les intérêts agraires rassemblés dans le parti des *greenbacks* qui voulaient conserver le système bimétallique pour créer une inflation qui permettrait aux fermiers de rembourser leurs dettes plus aisément, alors que le pays était plongé dans une longue déflation ; de l'autre, les intérêts financiers de l'Est qui plaidaient pour une monnaie forte et l'instauration de l'étalon-or. Le sommet de la controverse fut le célèbre discours du candidat du parti des *greenbacks*, W. J. Bryan, déclarant que « le peuple américain ne se laisserait pas crucifier sur une croix d'or ».

Inquiets de l'érosion des réserves métalliques, les investisseurs étrangers se mirent à retirer leurs avoirs en or. Les réserves d'or se contractèrent jusqu'à 45 millions de dollars, faisant éclater la crise bancaire à New York en juin. J. P. Morgan, le pape des banquiers new-yorkais, dut aller négocier un prêt or à Londres pour prêter en retour 65 millions de dollars au Trésor, de manière à remonter le montant de réserves au-dessus du minimum de 100 millions. Grâce à cet apport, la crise monétaire fut surmontée. Le retour de la croissance et la remontée des prix permirent d'instaurer officiellement l'étalon-or en 1900.

L'émission de billets nationaux n'avait donc pas mis fin au lancinant problème de l'inélasticité de l'offre de monnaie. La crainte de pénurie de monnaie par la population provoquait des ruées sur les billets qui asséchaient les réserves des banques. Aussi ces dernières conservaient-elles les billets nationaux en réserve, parce qu'ils étaient en forte demande, plutôt qu'elles n'en demandaient le remboursement en métal. Cette pénurie latente suscita la mise en circulation de substituts à la monnaie sous forme de chèques négociables. Il s'agissait de l'invention d'une monnaie parallèle. Ces chèques, payables au porteur, étaient utilisés par les entreprises pour payer leurs employés. De leur côté, les chambres de compensation continuèrent à assurer tant bien que mal une fonction de prêteur en dernier ressort à l'ère de la monnaie nationale réglementée. La Suffolk Bank avait disparu dans la guerre civile, mais la NYCHA émit des chèques certifiés pour

endiguer les ruées sur la monnaie manuelle lors des crises de 1873 et 1893, en élargissant l'usage de cette monnaie des transactions interbancaires au public. C'était donc une véritable monnaie de réserve non officielle dans l'État de New York. Par ailleurs, dans les États frontaliers du Canada, des billets des banques canadiennes étaient acceptés et circulaient au sein de la population.

Le *National Bank Act* a échoué dans sa visée de mettre fin à la fragmentation du système bancaire américain. Parce que les billets s'échangeaient avec décote, tout se passait comme s'il y avait une pluralité de marques bancaires. Les banques conservaient le choix entre deux statuts : la charte d'État, qui en faisait des banques nationales, ou la banque libre. Jusqu'en 1863, la multilatéralisation des échanges interbancaires grâce aux chambres de compensation était un mode d'unification des marques bancaires, limité aux banques qui participaient aux systèmes de compensation et en acceptaient les règles. Elle laissait de côté toutes les autres banques. Le *National Bank Act* stipulait que les billets émis par les banques nationales devaient s'échanger au pair. Mais la règle d'émission n'était pas accompagnée d'un système fédéral de compensation et de règlement. C'est pourquoi le morcellement bancaire se poursuivit au-delà de la côte est.

#### *La création de la Réserve fédérale en 1913*

La crise de 1907 rendit la fragilité bancaire intolérable parce qu'elle déstabilisa la finance de New York en octobre. Avec l'essor industriel, les marchés de titres privés s'étaient développés. Une catégorie d'intermédiaires financiers suscita un engouement pour investir l'épargne. C'étaient les compagnies de trust, sortes de caisses d'épargne non régulées. Elles avaient énormément grandi en nombre et en taille dans la grande vague d'expansion des premières années du tournant du xx<sup>e</sup> siècle. Le 21 octobre, la Knickerbocker Trust Co ne put honorer les échéances de ses engagements auprès des banques de la place de New York [Moen et Tallman, 2000]. Cela provoqua une ruée bancaire sur ses dépôts et la suspension de ses paiements. Cette entreprise financière n'était pas membre de la NYCHA car, comme la plupart des autres trusts, elle en avait refusé les conditions. Elle ne bénéficia donc pas de l'aide d'urgence de la Chambre. Dès le 24 octobre, la contagion s'était propagée à l'ensemble des trusts et des banques. La demande de liquidité interbancaire explosa. Le taux de refinancement bancaire (*call loan rate*) bondit à 100 %. La NYCHA émit des *loan certificates* en gros montants pour ses membres. Mais la ruée sur les dépôts dans les banques de l'intérieur fut telle que les chaînes de faillite provoquèrent une énorme contraction de la

liquidité. Une fois de plus, les réserves métalliques s'avèrent dramatiquement insuffisantes. J. P. Morgan dut reprendre le bateau pour Londres afin de négocier, chapeau bas, un nouveau prêt d'or.

Cette fois le traumatisme fut énorme. Au début du xx<sup>e</sup> siècle, les États-Unis s'étaient affirmés comme la première puissance industrielle mondiale. Or l'extrême fragilité du système bancaire en faisait un nain monétaire et financier. Il fallait absolument créer un dispositif capable d'émettre une offre de liquidité élastique à la demande dans les crises bancaires. Il fallait que ce dispositif soit national pour couvrir l'ensemble des banques et des intermédiaires financiers gérant l'épargne postulée liquide des acteurs économiques. En outre, la dépendance financière à l'égard de Londres était humiliante pour un pays qui aspirait à la suprématie mondiale. Il fallait faire quelque chose ! C'est pourquoi l'*Aldrich-Vreeland Act* du 30 mai 1908 désigna une National Monetary Commission bipartisane et investie de la mission de proposer un système répondant aux questions suivantes : quel degré de centralisation adopter ? Une banque centrale unique avec succursales ou une fédération de banques régionales ?

En dépit du but commun, le péché originel de l'indépendance des États-Unis, c'est-à-dire les aspirations contradictoires à l'autonomie des États et à l'unité fédérale de la nation, qui hante la politique intérieure américaine jusqu'à nos jours, déchira la National Monetary Commission [Wicker, 2005]. Il en résulta un projet républicain et un projet démocrate. Le projet républicain proposé par Aldrich était très décentralisé. Il préconisa une National Reserve Association, qui émettrait de la monnaie en réponse à la demande de billets en contrepartie du réescompte d'effets commerciaux à valeur faciale. Cette institution devait être de droit privé et dirigée par les banques membres. Les réserves du pays seraient centralisées, et la participation au système serait universelle, y compris les trusts. Le projet démocrate était celui du Federal Reserve System : des banques de réserve fédérales (douze districts pour ne pas coïncider avec les États fédérés) semi-autonomes et chapeautées par un Federal Reserve Board. Celui-ci devait être une institution publique. Les banques de réserve fédérales auraient un capital souscrit par les banques membres, elles pourraient émettre de la monnaie en réescomptant du papier commercial. Elles pourraient également faire de l'*open market* et fixer le taux d'escompte. Elles détiendraient les réserves obligatoires des banques membres et feraient la compensation dans leur district. Le projet démocrate l'emporta grâce à la vague démocrate aux élections de 1912, et le *Federal Reserve Act* fut voté, puis signé par le président des États-Unis le 23 décembre 1913.

Le *Federal Reserve Act* faisait faire un bond formidable au dollar, comme monnaie capable de s'internationaliser avec l'expansion commerciale des États-Unis. Toutefois les ambiguïtés du système surgirent dès la fin de la Première Guerre mondiale. Les conflits sur la conduite de la politique monétaire et sur les prérogatives se perpétuèrent au cours des années 1920 entre la banque fédérale de New York (NY Fed), dirigée par Benjamin Strong, et le Board de Washington.

Dès 1919, la hausse des prix de l'après-guerre opposa Benjamin Strong, qui voulait un relèvement précoce du taux d'escompte, et le Board qui resta passif. Lorsque le Board dut se résoudre à remonter les taux en janvier 1920, il était trop tard, la récession déjà engagée se transforma en crise financière avec forte contraction du crédit et faillites bancaires [Crabbe, 1989]. Pour éviter ces contradictions internes, un comité de coordination de la politique monétaire dont la Banque fédérale de New York était l'agent d'exécution fut créé en 1922. Très vite, l'influence de Benjamin Strong supplanta l'autorité du Board [Chandler, 1958]. En 1923, celui-ci contre-attaqua en dissolvant le comité, remplacé par le Federal Open Market Investment Committee. Mais rien n'y fit. L'opposition se renouvela sur la question de la spéculation immobilière en Floride en 1926, puis financière à la fin des années 1920. Le Board ne voulait pas augmenter le taux d'escompte alors que, selon la NY Fed, il fallait décourager les prêts sur titres. De nouveau la hausse du taux d'escompte intervint trop tard, en août 1929, et précipita la crise financière. Il fallut finalement attendre le *Banking Act* de 1935 pour parvenir à centraliser la politique monétaire avec la constitution du Federal Open Market Committee (FOMC) de sept membres, où le gouverneur de la NY Fed siégeait de droit et où les gouverneurs des autres banques de district siégeaient par rotation.

### **La diplomatie du dollar : de Gênes (1922) à Bretton Woods (1944)**

La Première Guerre mondiale a transformé l'économie mondiale de fond en comble. Mais les dirigeants anglais et français ne voulaient pas le savoir. Leur seule visée politique était de rétablir l'ordre ancien. L'inflation de guerre était loin d'avoir été résorbée par la déflation de 1920-1921. Elle avait été rendue possible par la création monétaire liée à l'inconvertibilité des monnaies nationales. Suffisait-il de restaurer la convertibilité-or aux parités d'avant-guerre pour ressusciter l'ordre monétaire international ?

Du point de vue quantitatif, la masse monétaire reposait sur une base or beaucoup plus étroite qu'avant guerre. Si la croissance devait être ranimée, il fallait une expansion continue du crédit et de la monnaie. En rétablissant la convertibilité nominale de 1913, on allait forcer un prix réel de l'or beaucoup plus bas. La production nouvelle d'or ne pouvait qu'en être déprimée. Si l'on voulait éviter de prolonger la déflation mondiale pendant une durée indéfinie, il fallait compléter les réserves d'or par des devises sur une très grande échelle. C'est ce que recommanda la conférence de Gênes en 1922 : accepter que les banques centrales détiennent pour une grande partie leurs réserves de change sous la forme de titres liquides en devises étrangères et préserver la convertibilité-or de ces devises autant que possible<sup>1</sup>. On passait ainsi à un tout autre univers monétaire sans le reconnaître : l'étalon de change-or (*Gold Exchange Standard*), ainsi dénommé parce que la livre sterling et le dollar devenaient des réserves substitutives à l'or.

C'est ainsi que le dollar devint temporairement une monnaie internationale. Dans le système de l'étalon-or d'avant-guerre, les réserves en devises existaient déjà largement. Selon Lindert, elles atteignaient 20 % du total des réserves internationales en 1913 contre 80 % de réserves métalliques [Lindert, 1969]. Détenus principalement en créances sur les banques londoniennes, ces actifs étaient tenus pour absolument sûrs. La part des réserves en devises grimpa rapidement dans les années 1920. Elle monta à 28 % en 1925 et culmina à 42 % en 1928. À cette époque, le dollar et la livre sterling constituaient 97 % du total des réserves de change en devises, le dollar en assurant 43 %. Le rôle international du dollar s'effondra dans l'implosion financière de 1929, suivie par la quasi-autarcie de l'économie américaine dans les années 1930.

En termes d'efficacité économique, la solution de l'étalon de change-or paraissait satisfaisante. Elle économisait le coût d'usage du métal à des fins monétaires, lequel devenait très élevé puisque la rareté du métal était exacerbée. Mais cet argument faisait fi de la nature d'un système monétaire. La question était la suivante : quelle est la sécurité des réserves de change si elles sont détenues sous forme d'actifs dans des centres financiers étrangers ? Avant la Première Guerre mondiale,

---

1. La conférence de Gênes dura du 10 avril au 19 mai 1922. Elle rassembla 34 pays à l'initiative du Royaume-Uni et se conclut par les accords de Gênes. Son ambition était de rétablir l'ordre monétaire mondial désorganisé par la Première Guerre mondiale. Les accords aboutirent à préconiser un étalon de change-or où la livre sterling et le dollar étaient les monnaies de réserve substitutives à l'or. Pour la première fois, le dollar accédait au statut de monnaie internationale.

les réserves en sterling étaient détenues en créances sur les banques londoniennes, et ces actifs étaient tenus pour absolument sûrs. Mais les conditions des années 1920 étaient bien différentes.

Rétablir la convertibilité-or ne suffisait pas à reconstituer la confiance qui tenait à un ordre économique irrémédiablement révolu. L'étalon-or était une religion monétaire dont on a vu le cheminement aux États-Unis dans la politique de résorption des *greenbacks*. La confiance dans la permanence de la règle monétaire était consubstantielle à celle d'un ordre économique fondé sur la continuité des engagements privés au-delà des frontières. La convertibilité était un impératif catégorique, celui de la validité des grandeurs nominales. La convertibilité-or intangible signifiait que la préservation de la valeur nominale des contrats privés était d'un ordre supérieur à celui des objectifs politiques nationaux, éventuellement atteignables par manipulation de la monnaie.

La Première Guerre mondiale ayant détruit cette croyance universelle, la confrontation des intérêts nationaux a prévalu ensuite, sans qu'émerge le principe d'une organisation internationale qui pourrait les concilier. Ce fut le choc des souverainetés nationales qui s'imposa. La première décision souveraine prise par les grandes puissances dans l'ordre monétaire fut de déclarer l'embargo des exportations d'or. Il était impossible de prendre une mesure plus incompatible avec l'étalon-or que l'on prétendait restaurer ! On voit à quel point on était loin de l'esprit de l'étalon-or. Alors que celui-ci avait été intériorisé dans les pratiques monétaires comme une règle universelle qui harmonisait les politiques nationales, la guerre avait dissipé cette croyance. Le statut de monnaie de réserve dans les années 1920 découlait essentiellement des stratégies politiques. Après 1919, les États-Unis étaient devenus une puissance financière de premier plan. Ils avaient enfin une banque centrale dotée d'un pouvoir de régulation monétaire, mais ils n'avaient pas de doctrine des relations monétaires internationales pour un système d'étalon de change-or. Quels allaient être les méandres de la diplomatie du dollar dans les années 1920 [Feis, 1966] ?

### *De la diplomatie ambiguë des années 1920 à l'isolationnisme des années 1930*

La Première Guerre mondiale offrit aux banquiers et aux hommes d'affaires américains l'occasion de faire de l'argent à grande échelle avec des partenaires étrangers. Dans l'immédiat après-guerre, le gouvernement américain se présenta avec des illusions idéalistes à la conférence de Versailles. Le président Wilson espérait rétablir la paix

et la prospérité dans le monde grâce au dollar. En effet, l'aide du dollar était bien nécessaire pour restaurer la stabilité des devises européennes dans les pays frappés par la guerre. Par chance, les opérations monétaires internationales étaient aux mains de trois banquiers centraux compétents qui coopérèrent pour rétablir des mécanismes monétaires viables : Benjamin Strong à la Réserve fédérale de New York, Montagu Norman à la Banque d'Angleterre et Charles Moreau à la Banque de France. La nouvelle importance internationale du dollar permit à Benjamin Strong de prendre un ascendant sur le Board de Washington qui ne maîtrisait pas les questions monétaires internationales.

Mais dès 1920, ce fut le retour des républicains au pouvoir sous trois présidents successifs : Harding, Coolidge et Hoover, jusqu'en 1932. Tout projet de grande politique fut abandonné. La structure politique des États-Unis n'avait pas été changée par la guerre. Au Congrès, les intérêts nationaux demeuraient subordonnés aux intérêts locaux, la politique extérieure à la politique intérieure. Le bloc des États ruraux du Centre et de l'Ouest gardait toute son importance. Les gouvernements américains successifs cherchèrent à influencer l'état délabré des finances des pays belligérants en encourageant le capital privé américain à s'internationaliser, tout en s'interdisant de faire des prêts directs aux gouvernements étrangers. L'idée n'était pas mauvaise en soi. Acheter des titres étrangers promettait des rendements supérieurs à ceux qu'on pouvait attendre sur les obligations américaines. Ils donnaient aussi l'espoir de financer les flux d'exportations au niveau élevé qu'ils avaient atteint pendant la guerre grâce à la reconstruction en Europe.

Mais, pas plus à cette époque qu'à la nôtre, les banques d'affaires n'étaient aptes à guider le flux du capital américain à l'étranger dans une perspective de long terme. Elles ne recherchaient que des profits faciles et rapides sous la forme de commissions exorbitantes. Les investissements privés étrangers n'étaient donc pas automatiquement conformes à l'intérêt national. Du côté politique, le Congrès, une fois encore à majorité républicaine, était obsédé par le remboursement des dettes de guerre et faisait pression sur le Trésor pour que les prêts privés soient utilisés comme moyen d'influence. Le gouvernement était donc pris dans un faisceau de contraintes pour orienter les investissements privés, d'autant que les risques étaient élevés partout : menaces révolutionnaires et désir de revanche en Allemagne, exacerbé par la propagande d'Hitler, révolution soviétique, fragmentation politique en Chine, instabilité endémique en Amérique centrale, etc.

Le gouvernement énonça tant bien que mal des règles pour guider les prêts privés allant dans le sens de l'intérêt national. Les crédits

privés à l'étranger n'étaient pas contraints, dès lors qu'ils apparaissaient comme une contribution américaine pour améliorer les relations entre les nations de manière à encourager le remboursement des dettes de guerre, sans pour autant engager le gouvernement américain. Ces règles énoncées en 1921 n'étaient pas contraignantes ; ce n'était qu'un accord tacite que, bien entendu, les banquiers s'empressèrent de violer. Aussi, en mars 1922, le gouvernement dut imposer que tout intermédiaire financier vendant des prêts étrangers à des résidents américains demande l'avis du département d'État avant de conclure la transaction. Mais le gouvernement déniait toute connexion avec lesdites transactions.

Le problème le plus épineux qui illustra l'échec de cette politique molle et qui allait impliquer étroitement les États-Unis dans la catastrophe mondiale fut la question des réparations allemandes. Le traité de Versailles, signé le 28 juin 1919, contenait des dispositions financières. L'Allemagne devait payer la somme exorbitante de 132 milliards de mark-or à la France et à la Belgique en compensation des dommages de guerre, en plus de nombreuses sanctions économiques qui l'affaiblissaient énormément<sup>2</sup>. Dès le milieu de l'année 1919, Keynes démontra les périls du traité de Versailles pour la restauration d'un équilibre international en montrant l'impossibilité pour l'Allemagne d'honorer les engagements qui lui avaient été imposés [Keynes, 1920].

Dans l'immédiat après-guerre, une conjonction de forces destructrices rendait la nouvelle république de Weimar ingouvernable. Le climat prérévolutionnaire, exacerbé par la dépression d'après-guerre, jetait le patronat allemand dans les bras du parti nazi. L'ampleur démesurée des réparations imposées par l'intransigeance de la France, jointe au problème de la consolidation de la dette interne, conduisait à la monétisation systématique du déficit public qui nourrissait la spirale inflationniste. La situation monétaire devint incontrôlable à partir de l'été 1922. L'hyperinflation explosa au printemps 1923, ce qui annula complètement le stock de monnaie en novembre [Aglietta et Orléan, 1984]. Une réforme monétaire fut entreprise, qui institua une nouvelle monnaie, le Rentenmark. En octobre 1924, le plan Dawes réaménagea la dette extérieure de l'Allemagne. Il entraîna l'émission du prêt Dawes de 200 millions, dont 110 millions pour le quota américain. La demande des résidents américains pour souscrire à ce prêt fut dix fois supérieure au montant des titres offerts à la vente.

---

2. Cette erreur cardinale perpétrée sous la pression de la France sema les germes de l'hyperinflation de 1923, laquelle provoqua une crise sociale et politique qui fit le lit de la montée du nazisme.

Ce succès précipita une foule d'emprunts des collectivités locales et des entreprises allemandes. Les banques américaines étaient attirées par les commissions de courtage et les épargnants par des taux d'intérêt plus élevés que les taux des obligations domestiques, car ils étaient confiants dans la solidité du Rentenmark. Ces emprunts créèrent une lourde charge financière s'ajoutant à celle des réparations. Cent quatre-vingts émissions de titres allemands furent vendues aux États-Unis pour un montant de 1,5 milliard. De plus, les banques américaines firent des avances à court terme aux systèmes bancaires allemand, autrichien et hongrois. Lorsqu'en 1928 la spéculation commença à s'emballer à Wall Street, les prêts sur titres en devinrent le combustible. Le taux d'intérêt des financements à court terme (*call loans*) d'achats d'actions et des opérations pyramidales de formation de holdings conduites par les trusts dépassa le rendement des prêts des banques à leurs contreparties d'Europe centrale ; les banques américaines ne renouvelèrent pas leurs avances arrivant à échéance, fragilisant ainsi ces systèmes bancaires. Les banques allemandes et autrichiennes purent transitoirement substituer un financement en provenance de la place de Londres aux prêts américains. C'est pourquoi les banques d'Europe centrale résistèrent durant la première année qui suivit le retournement de Wall Street en octobre 1929. Mais la première vague de faillites des banques américaines à l'automne 1930 se répercuta sur leurs contreparties, en même temps qu'elle provoqua des retraits massifs de capitaux sur la place de Londres [Kindleberger, 1973]. Les banques anglaises coupèrent leur financement international, déclenchant la catastrophe en Europe centrale. La faillite de la banque autrichienne Credit Anstalt, en mai 1931, entraîna l'effondrement des systèmes bancaires et la dépression économique qui amena l'accession d'Hitler au pouvoir.

La faillite politique de la diplomatie du dollar fut donc totale. Après avoir refusé d'adhérer à la Ligue des Nations, les États-Unis se consacrèrent à sortir de la dépression en reconstruisant une économie autosuffisante et hérissée de barrières protectionnistes. Le poids des échanges commerciaux extérieurs tomba à 5 % du PIB. Le retour des démocrates au pouvoir ne fit qu'accroître les inclinations isolationnistes. Sous la conduite de Franklin Roosevelt, le Trésor dirigé par Morgenthau commença à manipuler le prix de l'or pour forcer une série de dévaluations, aboutissant au *Gold Reserve Act* du 31 janvier 1934, qui fixait le prix officiel de l'or à 35 dollars l'once, soit une dévaluation de 41 % par rapport à son prix de 20,67 dollars sous l'étalon-or. La motivation principale du président Roosevelt était de mettre un terme à la déflation pour désendetter les fermiers. Le *Gold Reserve Act* eut des conséquences importantes sur des contrats

financiers internationaux qui contenaient des clauses or, lesquelles furent considérées comme invalides par la Cour suprême des États-Unis. Le Royaume-Uni ayant déjà dévalué et abandonné la convertibilité-or en 1931 et formé la zone de change sterling, le bloc or centré sur la France se retrouva totalement isolé et massivement surévalué. Sous la direction de Pierre Laval, la France subit une terrible déflation jusqu'au gouvernement du Front populaire en 1936 qui procéda enfin à la dévaluation du franc.

Ce n'est qu'en septembre 1936, après que le gouvernement de Léon Blum eut décidé de dévaluer le franc français, que fut conclu l'accord monétaire tripartite entre les États-Unis, le Royaume-Uni et la France pour contenir les dévaluations compétitives [Drummond, 1979]. Les trois gouvernements acceptaient de manière informelle de se faire crédit réglé en or à un prix agréé pour stabiliser les taux de change. Grâce à la réévaluation du prix de l'or et l'abaissement des encaisses légales dans de nombreux pays, une part importante des stocks d'or avait été libérée pour renforcer les liquidités internationales. Après une hausse de 50 % de la valeur des réserves d'or jointe à la contraction du commerce international, il n'y avait plus de pénuries de liquidités internationales. Le problème prépondérant était celui de l'ajustement. Il fallait éviter une nouvelle vague de dévaluations compétitives. Dans trois déclarations simultanées, les gouvernements des États-Unis, du Royaume-Uni et de la France s'engageaient à coopérer continûment par l'intermédiaire de leurs fonds respectifs de stabilisation des changes pour maintenir une évolution ordonnée des rapports entre leurs monnaies. Les devises acquises par les banques centrales au cours de ces opérations étaient réglées en or quotidiennement à un prix qui était fixé pendant vingt-quatre heures pour ces transactions officielles.

Ce régime de circonstances n'eut pas le temps de faire la preuve de sa viabilité car la préparation de la guerre y mit un terme. Il s'agissait pourtant d'une innovation monétaire qui pourrait être ressuscitée dans le futur avec un autre actif de réserve international que l'or. Les années 1920 avaient fait la preuve de l'échec d'un régime monétaire à devises clés fondé sur l'or comme unité de compte internationale. L'accord tripartite définissait un système de règlements internationaux entre banques centrales au moyen de l'or pour gérer un système entre trois grandes devises, auxquelles étaient accrochées des zones monétaires. C'était donc un système tridevises avec un moyen de règlement commun.

*La Seconde Guerre mondiale : préparation de la conférence de Bretton Woods (1944)*

L'enjeu de la négociation de l'ordre international d'après-guerre entre les États-Unis et le Royaume-Uni, entreprise dès 1941, fut de ne pas répéter les erreurs des années 1920. L'idée directrice fut la reconstruction d'un ordre multilatéral fondé sur le libre-échange. Les deux piliers de cet ordre devaient être la réduction des barrières aux échanges et la convertibilité des monnaies pour les non-résidents, qui constituaient des principes constants de la politique américaine. Pour réaliser ce but, le sous-secrétaire américain du Trésor Harry White, chargé des négociations internationales, mettait l'accent sur l'expansion économique. Au Royaume-Uni, l'équilibre politique était plus délicat.

Dès l'été 1940, lord Keynes avait rejoint le Trésor britannique comme conseiller privilégié. Il fit partager l'idée d'une ligne libérale en politique commerciale, beaucoup plus prudente en politique financière. Cette attitude était combattue farouchement par le patronat qui voulait préserver le système tarifaire et la préférence impériale qui constituaient le bloc sterling en vigueur depuis septembre 1931. Selon la position britannique, la balance des paiements ne reviendrait à l'équilibre que très lentement après la guerre, étant donné la liquidation des réserves et des investissements à l'étranger. Il fallait donc être sûr d'une assistance américaine substantielle et prolongée.

L'impulsion politique fut donnée en août 1941 par la charte de l'Atlantique conclue entre Roosevelt et Churchill, qui posait un accord solennel sur les principes pour lesquels la guerre était conduite, ce qui faisait sortir les États-Unis de la neutralité [Gardner, 1969]<sup>3</sup>. En avril 1941, Keynes s'était rendu à Washington pour négocier les termes du crédit-bail (*lend lease*) consenti par les Américains pour les achats britanniques des fournitures de guerre. Il s'agissait d'éviter l'épuisement complet des réserves de change du Royaume-Uni. À défaut, les positions créditrices des États-Unis et les positions débitrices du Royaume-Uni allaient gonfler démesurément, sans possibilité de correction spontanée. Keynes pensait déjà au dispositif monétaire pour structurer le multilatéralisme d'après-guerre, car il était convaincu que la solution des problèmes commerciaux était monétaire.

---

3. La charte de l'Atlantique a défini la conception du multilatéralisme qui devait s'appliquer après la guerre. Elle a donné un fondement juridique solide à l'aide financière américaine au Royaume-Uni (voir Gardner [1969]).

Au cours de l'été 1941, Keynes commença à rédiger le mémorandum demandé par le Trésor britannique sur les réformes des relations monétaires internationales après la guerre. En décembre 1941, de manière indépendante et sans connaître les travaux britanniques, le secrétaire d'État américain Morgenthau demanda à White un plan pour reconstruire le système monétaire international. Les négociations, qui devaient aboutir aux accords de Bretton Woods, s'engagèrent sur la base de ces deux rapports. Les deux projets avaient le même objectif : préserver les équilibres de la balance des paiements compatibles avec le plein-emploi intérieur des pays. Il fallait donc une offre de liquidités internationales suffisante pour que les pays ne soient pas forcés de recourir à des pratiques commerciales restrictives. Néanmoins, ces deux projets s'opposaient sur le mécanisme monétaire : une union internationale de paiements pour Keynes, un fonds de stabilisation des changes pour White.

#### *Deux conceptions rivales de l'ordre monétaire : le plan Keynes et le plan White*

Les conceptions de Keynes et White étaient rivales. La conciliation préalable aux accords de Bretton Woods fut difficile [Aglietta et Moatti, 2000]. L'Union internationale de paiement (International Clearing Union) de Keynes combinait trois idées majeures : le multilatéralisme des paiements, la symétrie dans l'ajustement entre pays excédentaires et déficitaires, la logique de la monnaie bancaire. Ces propositions avaient une forte cohérence. Mais elles représentaient une innovation radicale. Le système monétaire proposé par Keynes abolissait les marchés des changes et instituait une monnaie de réserve mondiale par laquelle devaient s'effectuer les règlements des soldes extérieurs nets entre les banques centrales. Cette monnaie de réserve devait être créée *ex nihilo* par la Clearing Union fonctionnant comme une banque centrale des banques centrales. Le système était strictement hiérarchisé en ce que cette monnaie de réserve ultime ne pouvait être détenue par des agents privés. Elle était libellée dans une unité de compte internationale, le « bancor ». Les banques centrales créancières nettes devaient céder à la Clearing Union, après compensation multilatérale, la valeur en bancor de leur créance contre une créance de même montant sur la Clearing Union. Symétriquement, les banques centrales débitrices avaient un découvert vis-à-vis de la Clearing Union. Ainsi Keynes réglait-il le lancinant problème du trop ou du trop peu de liquidités internationales qui pervertit les systèmes pluridevises.

Quant à l'ajustement des balances des paiements, l'avancée à la fois conceptuelle et pratique était la symétrie des obligations des pays

excédentaires et des pays déficitaires d'avoir à limiter les déséquilibres de paiement. Pour que les ajustements soient progressifs dans le temps et mesurés en ampleur, il fallait des garanties financières aux deux parties. Du côté des débiteurs, c'était la possibilité d'emprunter à la Clearing Union pour amortir la rigueur des ajustements restrictifs. Du côté des créanciers, la garantie était la limitation des dettes accumulées par les banques centrales débitrices. Keynes prévoyait en effet un système de quotes-parts et d'indicateurs d'alerte pour limiter les dettes. Les pays pouvaient, voire devaient dévaluer (ou réévaluer) leurs monnaies lorsque leurs dettes (ou leurs créances) dépassaient un pourcentage donné de leur quote-part.

Les préoccupations de White étaient fort différentes. Il ne s'agissait pas de concevoir un nouveau système monétaire. Il fallait tirer parti de la prépondérance du dollar qui allait être écrasante lorsque le commerce international reprendrait, de manière à corriger les défauts des déséquilibres monétaires de l'entre-deux-guerres. Pour White, rétablir le multilatéralisme revenait à prohiber les discriminations contre les exportations américaines. Pour éviter les dévaluations compétitives, il fallait rétablir la convertibilité des devises et instaurer des changes fixes mais ajustables après concertation collective. De plus, il était vital pour la communauté financière américaine que les exportations de capitaux ne soient pas entravées. C'est pourquoi White proposait une réduction des contrôles de change par étapes : la convertibilité d'abord réduite aux opérations courantes, puis étendue aux capitaux non spéculatifs. Seuls les capitaux les plus volatils (*hot money*) devaient rester contrôlés en permanence.

Pour respecter ces principes et atteindre ces objectifs, White proposait de créer deux institutions internationales : un Fonds de stabilisation des changes, qui deviendra le Fonds monétaire international (FMI), et une banque internationale de reconstruction capable de fournir le capital nécessaire lorsque les financements privés seraient défaillants. Cette proposition se substituait à la création d'une banque centrale mondiale qui se cachait derrière la Clearing Union et dont les Américains ne voulaient pas entendre parler. Le Fonds international de stabilisation devait généraliser l'expérience de l'accord tripartite de 1936 entre les trois principales banques centrales. Le capital du Fonds de stabilisation devait être constitué d'or, de devises convertibles et de titres publics des pays participants. Les États-Unis devaient avoir droit de veto dans le contrôle du Fonds. Pour obtenir des dollars, il fallait l'autorisation du Fonds, donc du gouvernement des États-Unis. Cette disposition élevait le dollar au rang de monnaie internationale des règlements officiels.

*La recherche du compromis et les accords de Bretton Woods*

Après discussions et révisions restreintes, le plan élaboré par Keynes devint celui du Trésor britannique et fut soumis au gouvernement le 11 février 1942. Le plan White fut remis à Morgenthau le 8 mai. La nécessité d'aplanir les divergences, pour présenter un texte commun aux parlements des deux pays, et d'organiser une conférence mondiale, comme le voulaient les Américains, allait entraîner d'après discussions qui allaient durer près de deux ans. Les différences majeures entre les deux plans portaient sur la nature des quotes-parts initiales (droits de tirage sur une banque ou souscription au capital d'un Fonds), sur le rôle du marché des changes et l'étendue des contrôles de capitaux, enfin sur la symétrie ou l'asymétrie dans les obligations d'ajustement.

Les conditions incontournables pour un accord étaient celles du Congrès des États-Unis. Le capital du Fonds de stabilisation devait provenir des contributions nationales et devait contenir une composante or. Des limites strictes devaient être assignées aux crédits accordés au Fonds et aux prêts de celui-ci aux débiteurs. La valeur or du dollar ne pourrait être changée sans l'accord du Congrès. Keynes était conscient des points sur lesquels les Américains refuseraient de transiger. Son schéma théorique allait néanmoins guider sa tactique de négociateur pour insérer dans le dispositif de White des exigences minimales pour Londres : obtenir la plus faible souscription possible en or et la taille la plus grande pour le capital total dont dépendait la capacité à prêter. Surtout, Keynes voulait un critère qui empêcherait toute opposition à une dévaluation : la notion de « déséquilibre fondamental » de la balance courante qui fut acceptée par la partie américaine. Le 8 octobre 1943, un accord de procédure fut atteint pour rédiger un texte commun anglo-américain servant de base à une conférence qui serait la première des Nations unies.

Mais cela ne suffit pas. Au-delà des désaccords subsistants entre les négociateurs qui restaient à surmonter, la simple annonce publique de l'existence d'une négociation monétaire déchaîna les intérêts nationaux des deux côtés de l'Atlantique. Il fallut attendre le 22 avril 1944 pour pouvoir publier le communiqué commun sur les principes. Il officialisait la suprématie du dollar, seule devise convertible, sans rejeter l'or en dehors du système monétaire international. Une clause de la monnaie rare fut inventée pour donner satisfaction à Keynes sur la symétrie des obligations. Lorsque les avoirs du Fonds dans cette devise seraient menacés d'épuisement, elle sortirait des règles communes jusqu'à ce que le gouvernement concerné ait mené la politique capable de les reconstituer. Les obligations des

gouvernements membres du système furent détaillées. La conférence mondiale s'ouvrit à Bretton Woods le 1<sup>er</sup> juillet 1944 et dura trois semaines.

Morgenthau avait deux objectifs majeurs. Le premier était de déplacer le pouvoir financier international des banques d'affaires de Londres et de New York vers le Trésor des États-Unis. Aussi la délégation américaine fut-elle intraitable sur l'implantation du nouveau Fonds monétaire international. Ce devait être la capitale du pays dont la quote-part était la plus élevée. Le second objectif était de mettre le dollar au cœur du système monétaire international, ce à quoi Keynes était farouchement opposé. Les Américains eurent gain de cause sur ces deux points. Le FMI fut localisé à Washington, et chaque pays dut déclarer sa parité en or ou en une devise convertible en or aux poids et titre en vigueur au 1<sup>er</sup> juillet 1944. Or la plupart des pays étant dépourvus d'or, ils déclarèrent leur parité en dollar. Cela jeta les germes des problèmes qui allaient hanter le système de Bretton Woods dès le rétablissement de la compétitivité des économies européennes.

La détermination des quotes-parts fit également l'objet de virulents débats. White dut nommer un comité spécialisé. Il fallut accroître le montant total pour trouver un compromis. La conférence mondiale de Bretton Woods fut néanmoins unique en son genre en ce qu'elle produisit des résultats. Aucune conférence précédente, que ce soit celle de Paris en 1865 ou celle de Londres en 1933, n'y était parvenue. Quant à la tentative de réformer le système monétaire international entre 1972 et 1974 sous l'égide du groupe d'experts appelé Comité des Vingt, elle échoua totalement sans même être parvenue au stade de la convocation d'une conférence.

### **La domination du dollar, ses contradictions dans le système de Bretton Woods et sa disparition (1947-1976)**

Le système institué à Bretton Woods était en principe fondé sur l'étalon de change-or (*Gold Exchange Standard*). Mais, le dollar apparaissant d'emblée comme la seule devise convertible en or, on peut le considérer comme un « étalon-dollar-or ». En effet, dès lors que les banques centrales ont conservé leurs réserves en dollar, le système a fonctionné comme un étalon-dollar.

La symétrie des ajustements était interdite puisque le système allait être hiérarchique, avec le dollar comme seul pivot, même si les banques centrales étaient autorisées à vendre les dollars contre l'or au prix de 35 dollars l'once. L'offre d'or étant rigide, il revenait aux

États-Unis d'alimenter le reste du monde en liquidités internationales ; ce qui ne pouvait passer que par un déficit cumulé de la balance monétaire des paiements des États-Unis. Le système était dépourvu d'un ajustement endogène permettant d'adapter l'offre de dollars à la demande de dollars émanant du développement futur des échanges internationaux. Mais ce défaut congénital du système monétaire international, qui allait être connu plus tard sous le nom de « dilemme de Triffin », ne pouvait guère être anticipé autrement que théoriquement, alors que régnait une pénurie de dollars.

Le système de Bretton Woods a été une solution originale au problème de coordination monétaire internationale, mais il n'a joué aucun rôle dans la résolution des déséquilibres de l'après-guerre. Contrairement à ce que les négociateurs de Bretton Woods avaient anticipé, la convertibilité pour les opérations courantes ne fut officiellement rétablie en Europe qu'en décembre 1958. Sous la pression américaine, une tentative fut faite pour rétablir la convertibilité de la livre sterling en juillet 1947. Ce fut un échec cuisant qui ferma la voie d'une restauration de la confiance dans les monnaies européennes pour longtemps.

#### *La période de préconvertibilité (1947-1958)*

À la fin de la guerre, les pays européens avaient épuisé leurs réserves d'or et de dollars. Ils étaient ruinés, leurs infrastructures détruites, leur commerce extérieur très faible, et ils n'avaient pas les moyens d'acheter les matières premières et les machines nécessaires à la reconstruction. Les importations furent strictement contingentées. Face à cette situation, le FMI était totalement impuissant, avec des ressources dérisoires par rapport aux moyens financiers à engager. C'était la situation redoutée par Keynes dès 1941. Les gouvernements craignaient la répétition de l'effondrement de la demande qui s'était produit en 1918-1920 avec la contraction drastique des dépenses militaires. Les États européens prirent le contrôle des industries stratégiques et s'engagèrent directement dans la production, mais rien ne pouvait avancer sans l'impulsion américaine.

La réponse américaine fut d'une ampleur exceptionnelle. L'aide Marshall atteignit vingt fois les ressources du FMI. La raison de cette mobilisation fut essentiellement politique : il fallait engager la guerre froide et endiguer le communisme selon la doctrine Truman adoptée à la mi-1947. Il était donc nécessaire d'ancrer l'Europe occidentale dans la sphère d'influence politique américaine. Toutefois cette priorité ne fut pas exempte de considérations de relance de la machine économique américaine. *L'European Recovery Program*, connu sous le

nom de « plan Marshall », fut rendu public en mai 1947. Il fut administré par une agence américaine spécialisée, l'Economic Cooperation Administration (ECA) [Comité pour l'histoire économique et financière de la France, 1993].

L'aide Marshall poursuivait un triple objectif. D'abord, un but de propagande idéologique contre l'influence des partis communistes dans les pays d'Europe occidentale. Ensuite, le renforcement des capacités industrielles de l'Europe occidentale pour que ces pays puissent produire assez de matériel militaire en cas d'affrontement avec l'URSS. La décision de réindustrialiser l'Allemagne, après avoir envisagé sa « pastoralisation », fut ainsi directement liée à la remilitarisation de l'Europe. Enfin, à plus long terme, créer un modèle de croissance économique adoptant l'*American way of life*, garantie de stabilisation politique de l'Europe.

Néanmoins, la convertibilité des devises européennes demeurant impraticable en dépit de l'aide Marshall, il fallait un mécanisme multilatéral de paiement pour pouvoir développer les échanges intra-européens qui demeuraient entravés par le bilatéralisme et la réciprocité. Ce mécanisme devait promouvoir des crédits multilatéraux pour économiser l'usage du dollar dans les paiements des transactions commerciales entre pays européens. Ce fut l'Union européenne des paiements (UEP) créée en juin 1950 [Schloesing et Jaoul, 1954]. L'UEP fut dotée d'un capital initial prélevé sur les crédits Marshall. Elle put fournir aux pays européens membres de l'Organisation européenne de coopération économique (OECE) un mécanisme de compensation et de crédit inspiré des idées du plan Keynes. C'est sans doute pourquoi elle rencontra l'hostilité du Trésor américain. Il fallut toute la force de conviction du Département d'État pour faire accepter au Congrès l'abondement du capital de l'UEP par les crédits Marshall.

Pour réanimer les exportations européennes vers les pays à monnaie convertible (États-Unis, Canada, Australie), il fallut encore une série de dévaluations commencées par la livre sterling et suivies d'autres devises européennes en 1949. Le montant de la dévaluation de la livre (30,5 % contre le dollar) fut décidé à Washington sans que le FMI y eût une part. Vingt-trois pays dévaluèrent également dans des proportions semblables. Le traumatisme suscité par ces dévaluations géantes ne fut pas sans séquelles sur les difficultés ultérieures du système de Bretton Woods. Les pays devinrent réticents aux changements de parités et le système dériva vers des parités fixes, retardant au maximum les ajustements. Cependant, dans les années 1950, les initiatives américaines, jointes au soutien de l'UEP et à la reprise des dépenses militaires massives aux États-Unis suite au déclenchement de la guerre de Corée, portèrent leurs fruits. Les monnaies des pays de

l'Europe de l'Ouest redevinrent convertibles en comptes courants, confortées qu'elles étaient par des balances courantes généralement excédentaires.

### *Le dilemme de Triffin*

À la fin des années 1950, le système de Bretton Woods était enfin en ordre de marche. Il devait affronter les deux problèmes que tout système monétaire international doit résoudre pour être efficace : fournir une offre globale de liquidités internationales conforme aux besoins des échanges internationaux et assurer que les balances des paiements s'ajustent pour équilibrer les offres et demandes des différentes devises. Le système de Bretton Woods n'a fonctionné conformément à ses statuts que sur une période assez courte, de 1958 à 1971, car il a échoué à traiter ces deux problèmes en s'adaptant aux transformations de l'économie mondiale.

Tel qu'il a fonctionné, le système de Bretton Woods a retrouvé les problèmes propres à un système d'étalon de change-or à devise clé, dès lors que la mobilité des capitaux fut rétablie avec la convertibilité des monnaies. Le problème qui le mina fut le déficit permanent de la balance des capitaux des États-Unis. Jusqu'à la fin des années 1960, les États-Unis conservèrent un excédent courant annuel moyen de 2,4 milliards. Mais les exportations nettes de capitaux à long terme et les flux nets sortants de capitaux à court terme non monétaires l'emportèrent largement sur l'excédent courant. En conséquence, la balance des liquidités afficha un déficit permanent de plus de 3 milliards chaque année, qui allait en croissant rapidement à la fin de la décennie.

Les sorties de capitaux étaient structurelles à l'initiative des entreprises américaines de s'implanter en Europe. Les fonds liquides étaient déposés dans les banques européennes qui les recyclaient dans des flux de paiements internationaux soutenant des opérations commerciales et financières en dollars. Un marché du dollar déterritorialisé se constitua, le marché de l'eurodollar. Soumis à l'arbitrage des détenteurs d'actifs liquides, notamment des banques américaines, le taux de l'eurodollar était étroitement lié au taux du marché monétaire de New York. Le gouvernement des États-Unis chercha bien à contrecarrer ces arbitrages en limitant les sorties de capitaux bancaires à partir de 1965, mais sans succès. Si donc le taux monétaire baissait aux États-Unis, du fait d'une récession ou d'une politique monétaire expansive, en dessous des taux monétaires des pays européens, alors une avalanche de dollars inondait les banques centrales de ces pays. Ces dollars liquides étaient placés en réserves

officielles de change dans des titres du marché monétaire américain. Il s'ensuivait une mutation *de facto* du système monétaire qui, d'un système étalon-dollar-or, se transforma en système étalon-dollar pur. La sortie des dollars des États-Unis augmentait la masse monétaire du reste du monde à travers la hausse des réserves des banques centrales étrangères. Mais le placement des réserves dans le système financier américain remettait les dollars à disposition des résidents américains, de sorte que la masse monétaire des États-Unis était immunisée de la sortie des liquidités en dollars. Selon la logique de l'étalon-dollar pur, la masse monétaire mondiale était entièrement déterminée par les États-Unis, dès lors que les changes restaient fixes.

C'est le sens du dilemme repéré par Robert Triffin dès 1958 [Triffin, 1960]. Soit les États-Unis luttèrent contre leurs déficits des paiements sous la contrainte d'une conversion en or des réserves de change détenues par les banques centrales étrangères, induisant alors une rareté du dollar qui créait des pressions déflationnistes dans l'économie mondiale ; soit ils toléraient ce déficit en poursuivant leurs objectifs internes et le financement de leurs dépenses internationales pour promouvoir leur hégémonie politique et militaire grâce à la tolérance de leurs alliés, minant à terme la confiance dans la parité or du dollar. Le problème de la liquidité internationale était donc étroitement lié à celui de l'ajustement des balances des paiements permettant d'équilibrer la balance monétaire des États-Unis. Mais il n'existait aucun processus par lequel susciter un tel ajustement et le conformer aux besoins de dollars des non-résidents.

Dès 1960, l'augmentation de la liquidité mondiale en dollars se refléta dans la hausse des marchés privés de l'or qui montèrent à 40 dollars l'once. Le gouvernement américain n'avait pas de responsabilité à l'égard du cours privé de l'or. Cependant la spéculation sur l'or était le symptôme de l'inquiétude vis-à-vis du rôle pivot du dollar dans les règles de Bretton Woods. Aussi le gouvernement américain réagit-il de deux manières : par la formation du réseau de *swaps* entre banques centrales à travers la Banque des règlements internationaux (BRI) en 1960 ; et par la formation du consortium de l'or (*Gold Pool*) en 1961 pour maintenir le prix de marché de l'or au niveau de la parité officielle de 35 dollars l'once. Les ventes d'or pour tenir ce prix provoquèrent une érosion des réserves officielles en or qui affaiblirent encore plus la base or du système. Dans la seconde moitié des années 1960, les réserves d'or devinrent inférieures non seulement aux engagements extérieurs des États-Unis, mais aux engagements extérieurs directs des autorités monétaires elles-mêmes. Le système de Bretton Woods n'avait plus d'avenir sans changement profond de ses règles.

### *L'échec de l'ajustement et l'agonie du système de Bretton Woods*

Le système des parités ajustables et pilotées collectivement était une tentative pour combiner les avantages des parités fixes et des changes flexibles. Mais la régulation du système était commandée par une distinction, qui ne fut jamais explicitée de manière opérationnelle, entre déséquilibre temporaire et déséquilibre fondamental des balances des paiements. Par déséquilibre temporaire, on devait entendre une détérioration de la balance courante provenant d'un excès d'absorption interne dû à une surchauffe cyclique. Cette situation devait être traitée par une politique interne de restriction de la demande, éventuellement accompagnée d'un tirage sur les ressources du FMI. Un déséquilibre fondamental, au contraire, reflétait un problème persistant de compétitivité. Dans ces circonstances, réputées exceptionnelles, le remède approprié était un changement de parité.

Dans la pratique, la distinction se révéla problématique. Puisque le déséquilibre fondamental était réputé exceptionnel, les gouvernements rechignaient aux changements de parités, surtout après les désordres des années 1930. Les États retardaient donc l'ajustement jusqu'à ce qu'il devienne inévitable, puisque aucun critère explicite ne les forçait à demander un changement préalable. L'incertitude sur la date et l'ampleur des changements de parités provoquait des mouvements de capitaux déstabilisateurs ; en outre, la symétrie fut très peu respectée. On ne compte que deux réévaluations mineures de l'Allemagne et des Pays-Bas en 1961.

La livre sterling était le maillon faible de tout le système. Les pressions spéculatives se développèrent contre la livre dès la crise de Suez en 1956. Les autorités monétaires britanniques étaient pressées de rétablir la convertibilité pour que Londres retrouve son rôle de place financière mondiale, mais les balances sterling accumulées pendant la guerre étaient un obstacle permanent. Sans cesse menacée, la livre sterling suscita une succession de plans de sauvetage par les banques centrales, soit par le truchement de la BRI, soit par le réseau de *swaps* conclus par la Fed avec les banques centrales européennes formant le G10. Mais ces expédients ne traitaient que les perturbations du compte de capital. Le déficit chronique de la balance courante condamnait le gouvernement à une politique de *stop-and-go*. Toute phase d'expansion conduisait inévitablement à la détérioration des paiements courants, à une diminution des réserves de change et à la reprise de la spéculation contre la livre.

Dans un tel contexte, les spéculateurs pouvaient espérer qu'une attaque plus violente que les autres leur permette de recouper les

pertes subies dans les attaques infructueuses précédentes. Elle se produisit en novembre 1967 après des événements internationaux (guerre des Six Jours au Proche-Orient) et nationaux (grève des dockers) fortement perturbateurs. Les réserves officielles britanniques étant très faibles, la position de la livre était vulnérable à une spéculation passant par les délais de paiement entre exportations et importations. Finalement, une dévaluation concertée de 14,3 % fut décidée le 18 novembre 1967. Le FMI y joua un rôle central en convainquant les Britanniques qu'ils ne pouvaient y échapper, en déterminant l'ampleur du changement de parité et en fournissant les crédits nécessaires à la politique de stabilisation. Mais cette concertation marquait un échec qui allait emporter tout le système : il n'avait pas été possible de sauver le statut de monnaie de réserve de la livre sterling.

Entre la dévaluation de la livre sterling et la disparition du système de Bretton Woods, il s'écoula moins de quatre ans. La spéculation sur l'or se déchaîna et le *Gold Pool* ne put y résister. Il fut fermé en mars 1968, laissant la place à un double marché. Les banques centrales continuèrent d'échanger de l'or au prix officiel, mais l'écart entre ce prix et le prix flottant du marché libre devint le baromètre de la défiance vis-à-vis du dollar. La convertibilité-or du dollar étant détruite *de facto*, il ne restait plus, pour sauvegarder le pivot du dollar dans le système des changes, que la bonne volonté des banques centrales d'absorber les flux de dollars et donc de gonfler indéfiniment leurs créances officielles sur les États-Unis [Solomon, 1979 ; Bordo et Eichengreen, 1993].

Les sources des sorties de dollars n'étaient plus seulement économiques (investissements américains à l'étranger), mais surtout politiques. Le gouvernement de Johnson poursuivit une politique budgétaire expansive en cumulant deux objectifs : l'intensification de la guerre du Viet Nam et le projet de Grande Société pour endiguer la contestation sociale à l'intérieur des États-Unis. Du fait de la politique américaine unilatérale, l'expansion des réserves s'emballait. À la fin des années 1960, l'Allemagne, la Suisse, le Japon et quelques autres pays ne parvenaient plus à stériliser l'impact inflationniste de la création monétaire en contrepartie de l'accroissement de réserves en dollars. Cette situation était devenue intolérable pour la Bundesbank, le paragon de vertu anti-inflationniste. En mai 1971, elle franchit le Rubicon en refusant de continuer à absorber des dollars, et donc en laissant unilatéralement le deutsche Mark flotter vers le haut. La contre-attaque américaine fut rapide. Le président Nixon déclara unilatéralement la suspension pour un temps indéterminé de la convertibilité du dollar en or le 15 août 1971. Il y ajouta une

surcharge temporaire de 10 % sur les importations américaines. Le coup de force américain força une conférence au Smithsonian Institute à Washington en décembre 1971, où fut agréé un réaménagement complet des taux de change, permettant une dévaluation substantielle du dollar contre la plupart des monnaies européennes, tout en conservant les règles des changes fixes et ajustables. Le lien à l'or était définitivement coupé. Cette innovation historique avait été accomplie par inadvertance pour régler un conflit portant sur une grille de taux de change.

Pour une courte période, le système monétaire international fut officiellement sous un étalon-dollar pur. Ce système dédouanait les États-Unis de toute considération de cohérence internationale. Il ne fallut pas longtemps pour que l'administration Nixon en fasse le pire usage. L'élection de 1972 approchant, Richard Nixon ordonna au président de la Fed Arthur Burns de mener une politique monétaire inflationniste sous la menace de faire changer le statut de la Fed. Burns accrut l'offre de monnaie, l'inflation accéléra et la spéculation contre le dollar se déchaîna. Après la sortie de la livre du mécanisme de change en mai 1972, d'autres monnaies suivirent. La spéculation contre le dollar devint irrésistible. Après une fermeture des marchés de change pendant une semaine début mars 1973, le monde se trouva avec des changes flottants généralisés à la réouverture des marchés.

#### *La création des droits de tirage spéciaux (DTS) et l'échec de la réforme monétaire*

Si le Fonds monétaire international fut impuissant devant les problèmes d'ajustement des balances des paiements, il fut actif sur celui des liquidités internationales. Mais il ne parvint pas à réformer le système après la disparition de tout lien avec l'or.

Les événements qui s'étaient succédé depuis le début des années 1960 montrèrent que le Fonds pouvait être paralysé si les principaux pays à monnaies de réserve rencontraient des difficultés de balances des paiements. En effet, le Royaume-Uni et les États-Unis effectuaient des tirages sur le Fonds qui risquaient d'évincer les autres pays. De 1963 à 1972, le Royaume-Uni absorba 30,6 % du total des tirages, les États-Unis 19,7 %. Pour alléger ce problème, le Groupe des Dix (pays riches) (G10) conclut les accords généraux d'emprunt (AGE). Ils s'engageaient à prêter leurs monnaies au Fonds s'il en avait besoin pour financer les tirages de l'un d'entre eux. Était donc créé au sein du FMI un mécanisme qui augmentait sensiblement ses ressources au bénéfice des seuls pays riches. Le G10 était un organe monétaire restreint qui témoignait d'un partage du pouvoir monétaire entre les

principaux pays industrialisés. Ce n'en était pas moins un comité logé au sein du FMI. Mais les AGE étaient bien insuffisants pour surmonter la contradiction fondamentale du dilemme de Triffin. L'effort de la communauté internationale pour dépasser la contradiction originelle du système de Bretton Woods, due au rejet du plan Keynes, s'engagea néanmoins sur le terrain défriché par Keynes : créer une monnaie supranationale abstraite qui permettrait de replacer le FMI au centre de la gestion de la liquidité internationale selon un point de vue global, au lieu du point de vue biaisé par les intérêts d'un seul pays.

Un groupe d'étude du G10 s'attela à la tâche et produisit le rapport Ossola en 1965, qui fut déterminant dans la création d'un nouvel actif monétaire international. Sous la pression des pays en voie de développement, il fut admis que cet actif serait créé au sein du Fonds et alloué à l'ensemble de ses membres. En dépit de la divergence entre les positions française et américaine, l'assemblée annuelle du FMI de 1967 à Rio entérina l'accord sur la création des droits de tirage spéciaux (DTS). Le premier amendement aux statuts du Fonds portant création des DTS devint effectif en 1969. La première allocation s'étala de 1970 à 1972.

Ce qui différencie les DTS de toutes les initiatives antérieures, hormis le plan Keynes, est que cet actif n'est pas couvert par un autre actif. L'allocation de DTS est une création *ex nihilo*. Ils sont distribués aux pays membres en proportion de leurs quotes-parts sans aucune couverture. C'est donc bien une création monétaire supranationale. Ce n'est pas non plus l'équivalent du bancor. Les émissions de bancors par la Clearing Union devaient être des crédits consentis aux pays déficitaires ; ils étaient assortis d'une obligation de remboursement. Au contraire, l'émission de DTS n'est la contrepartie d'aucune créance sur les États membres. Il s'agit donc d'un actif fiduciaire international. C'est pourquoi les DTS sont traités dans un département spécial du Fonds, soigneusement séparé du département général.

Toutefois, le Trésor américain n'avait nullement l'intention de faire du DTS un substitut au dollar, mais plutôt un soutien. Il utilisa ainsi sa première allocation pour racheter des dollars, de manière à prévenir la conversion de certaines balances dollar en or. En tout état de cause, la première allocation n'eut pas d'effet sur la crise monétaire qui allait emporter le système de Bretton Woods. Mais les DTS furent au cœur des négociations qui tentèrent de reconstruire le système monétaire international de 1972 à 1974 et se déroulèrent au sein du Comité des Vingt (C-20) puis du Comité intérimaire du Fonds [Williamson, 1977].

Les DTS se trouvaient au carrefour de deux questions cruciales : la démonétisation de l'or et l'avenir du dollar. D'abord, avec l'instauration des changes flottants, la valeur des DTS passa d'un rattachement à l'or à un panier de monnaies en juin 1974. Cela s'accordait à la volonté américaine d'entériner les changes flottants, plutôt que de revenir à un système de parités centrées sur les DTS. Ensuite les négociateurs adoptèrent une résolution étrange, car elle manqua totalement son but : faire des DTS le principal actif de réserve. Il en fut ainsi pour une raison fondamentale. Il est impossible de séparer le choix des réserves de la nature de l'ajustement. Le désaccord fondamental sur les modalités de l'ajustement a inévitablement rejilli sur celui des réserves, faisant de la tentative de réforme un échec total.

L'objectif de la réforme fut de construire un système d'ajustements symétriques, s'inspirant de certaines idées du plan Keynes, pour remédier aux rigidités du système de Bretton Woods. Il fallait élaborer des règles pour traiter les déséquilibres avant qu'ils ne s'accroissent. Les Américains proposèrent de faire des réserves un indicateur pour décider des modifications de taux de change, les pays déficitaires et excédentaires devant modifier symétriquement leurs parités en deçà ou au-delà d'un niveau seuil de réserves. Mais encore fallait-il se mettre d'accord sur la nature des asymétries à corriger pour accepter le mécanisme. Les Américains voyaient dans les asymétries la responsabilité des pays excédentaires. Pour les Européens, surtout les Allemands, l'asymétrie du système tenait au statut de monnaie de réserve du dollar. Les États-Unis avaient licence de régler leurs déficits avec des engagements sur eux-mêmes, ce qui repoussait toute contrainte d'ajustement. Pour les Allemands, la montée de l'inflation mondiale était la preuve que les déséquilibres ne devaient pas être traités symétriquement. Il n'y eut donc aucun terrain d'entente sur l'ajustement. Sur la question de la liquidité internationale, le fait de faire des DTS le principal actif de réserve impliquait la possibilité de substituer les DTS aux avoirs en dollar. Or ceux-ci avaient explosé depuis le début des années 1970. De plus, la rémunération des DTS n'était pas alléchante et les opportunités de diversifier les placements étaient faibles. Les pays en développement, notamment, voulaient établir un lien entre la création de nouvelles réserves et l'aide au développement. Enfin Européens et Américains s'opposaient sur les restrictions aux mouvements de capitaux.

Finalement la réforme a buté sur les principes constitutifs d'un système monétaire international, c'est-à-dire sur le fameux triangle d'incompatibilité (chapitre IV, schéma 1). Il est impossible de concilier des changes fixes, l'autonomie de politiques économiques contradictoires et la liberté des mouvements de capitaux. Pour les

négociateurs de Bretton Woods, les contrôles de capitaux s'imposaient d'eux-mêmes. Le débat avait porté sur l'ajustement des déséquilibres courants, sachant que le dollar allait être placé au centre du système. Mais les marchés de capitaux se sont développés dans les années 1960 et ont entraîné un gonflement inflationniste des liquidités dans un système complètement asservi à la politique des États-Unis. La perversion du système par l'hégémonie de la devise clé a ainsi atteint son terme. Il ne restait plus qu'à enterrer la première expérience de coopération monétaire de l'histoire moderne à l'échelle mondiale.

Cela fut fait par les accords de la Jamaïque de 1976, qui ont entériné la liberté de chaque pays de choisir indépendamment son régime de change pourvu qu'il le notifie au FMI. Pour faire comme s'il existait encore une concertation monétaire, l'accord donnait au FMI une mission de « surveillance » des politiques des États membres. Concernant les pays riches, cela n'était qu'un simulacre, mais cette disposition a permis au FMI de se doter d'un nouveau rôle, celui de mentor de l'endettement des pays en développement. Les véritables vainqueurs de la destruction du système de Bretton Woods ont été les banques d'affaire internationales, qui ont pu arbitrer entre les monnaies et se lancer dans des politiques de distribution de crédit à l'échelle internationale, avec tous les risques de crises financières que cela comportait. À partir du second choc pétrolier de 1978, elles ont emporté le monde entier dans une orgie d'endettement qui a duré trente ans et qui a ouvert de nouveau l'ère des crises financières.

## II / Le dollar comme monnaie internationale

**A**ujourd'hui encore, plus de quarante ans après l'effondrement du système de Bretton Woods qui le plaçait au cœur du système monétaire international, le dollar reste la principale devise internationale, laissant loin derrière lui ses éventuels concurrents. La situation est cependant très différente de celle qui prévalait dans l'après-guerre. La suprématie du dollar ne résulte plus d'accords intergouvernementaux, mais des choix individuels des gouvernements et des acteurs privés. Toutes les devises convertibles ont le même statut légal et peuvent servir pour les paiements internationaux. C'est au libre choix des agents privés et publics d'utiliser l'une ou l'autre. Dans la réalité, la plupart des banques centrales continuent à placer une large part de leurs réserves en dollar, et un grand nombre de pays cherchent à stabiliser la valeur de leur monnaie par rapport au billet vert, même si aucune réglementation ne les y contraint. Ainsi le système monétaire international actuel peut être qualifié de « semi-étalon-dollar » *de facto*, le billet vert restant la monnaie internationale dominante, sans être cependant la seule et sans qu'aucun accord international ne lui confère plus de statut particulier.

### L'ancrage des monnaies

Depuis la chute de Bretton Woods, les pays peuvent choisir librement leur régime de change : c'est-à-dire soit laisser flotter leur monnaie selon l'offre et la demande, soit en fixer le cours vis-à-vis d'une autre devise ou encore adopter un arrangement intermédiaire entre ces deux extrêmes. Ce choix n'est guère contraignant, puisqu'il peut être modifié à tout moment par les gouvernements selon les circonstances. Les grands pays industrialisés se sont affranchis de la contrainte d'une valeur fixe par rapport au dollar, dès les années 1970

notamment les pays européens, ont lié leurs monnaies entre elles. Cependant, la plupart des pays émergents ou en développement ont continué de gérer leur monnaie par rapport au billet vert, que ce soit en Amérique latine, en Asie ou au Moyen-Orient, les pays situés dans la périphérie de la zone euro faisant exception.

### *La peur du flottement*

De nombreux pays émergents tentent d'éviter les fortes fluctuations de leur monnaie par rapport au dollar. C'est ce que l'on appelle la « peur du flottement » [Calvo et Reinhart, 2002]. Ce phénomène tient à ce que l'appréciation des monnaies est considérée comme préjudiciable mais, étonnamment, il en est de même pour la dépréciation. D'une part, l'appréciation du taux de change dégrade la compétitivité des producteurs nationaux, ce qui détériore la balance des paiements. La volonté d'éviter l'appréciation est donc bien compréhensible, surtout dans le contexte d'un pays émergent où la croissance est tirée par les exportations. Une appréciation trop forte peut aussi conduire à une surévaluation de la monnaie, qui est une des causes bien connues des crises de change. D'autre part, la dépréciation est également redoutée, surtout si elle est brutale, car, malgré son impact positif sur le commerce extérieur, les effets financiers en sont désastreux pour les agents locaux dont la dette est libellée en dollar. Les entreprises et les banques des pays émergents étant souvent endettés en dollar, la dépréciation renchérit la valeur de leur emprunt, alors que leur actif libellé en monnaie locale n'augmente pas parallèlement. Ce déséquilibre en devises des bilans (*currency mismatch*) produit des effets dévastateurs au moment des dépréciations, conduisant à des faillites en chaîne, comme pendant la crise asiatique de 1997. Pour éviter cette situation, les gouvernements des pays émergents préfèrent éviter de brusques dépréciations de leurs monnaies, un autre remède étant d'inciter les entreprises ressortissantes à s'endetter davantage en monnaie locale. Mais malgré le développement de la dette en monnaie locale depuis le début des années 2000, les entreprises des pays émergents continuent à s'endetter en dollar pour répondre à la demande de titres des investisseurs internationaux et bénéficier de taux d'intérêt plus faibles.

Bien qu'un grand nombre de pays émergents souhaitent stabiliser la valeur de leur devise par rapport au dollar, peu d'entre eux maintiennent un taux de change complètement fixe. La libéralisation des mouvements de capitaux a rendu difficile la défense d'une parité annoncée à l'avance, les flux de capitaux privés excédant de loin les réserves des banques centrales. Souvent, l'abandon du change fixe s'est

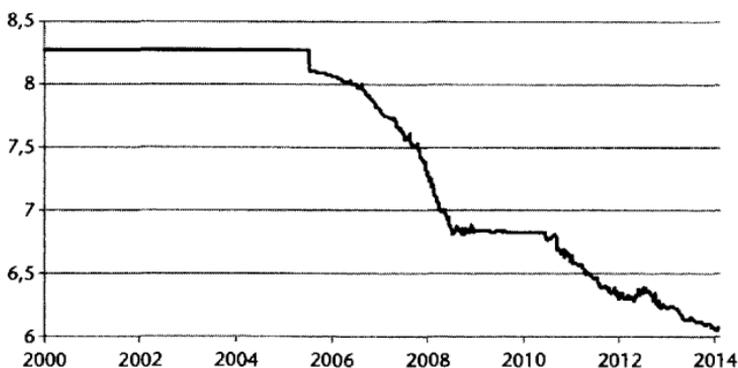
fait sous le coup d'une crise majeure, comme au Mexique en 1994, au Brésil en 1998, en Turquie en 2001 et en Argentine en 2001-2002. Dans d'autres cas, le changement s'est fait sous la pression du FMI, qui a recommandé aux pays de flexibiliser leurs monnaies afin d'éviter de nouvelles crises.

Ainsi, la plupart des gouvernements préfèrent ne pas prendre le risque d'afficher une parité fixe qui pourrait être attaquée par les spéculateurs. En effet, annoncer une parité fixe constitue un engagement des autorités monétaires à maintenir ce prix quelles que soient les circonstances. Pour le tenir, la banque centrale doit se porter contrepartie de toutes les ventes de la monnaie nationale qui ne rencontrent pas de demande suffisante au prix annoncé, ou bien de tous les achats si c'est l'offre qui est insuffisante. Dans le cas d'une attaque spéculative, elle doit donc acheter la monnaie nationale en vendant ses dollars. Mais les réserves de change n'étant pas infinies, lorsqu'elles sont épuisées et si la spéculation persiste, le taux de change doit être dévalué et les spéculateurs qui ont emprunté (ou vendu à terme) la monnaie nationale récupèrent alors un gain immédiat. Au contraire, si le taux de change n'est pas strictement fixe mais se déprécie progressivement, les réserves de change s'épuisent moins vite, et spéculer sur une dévaluation devient moins rentable.

Cette stratégie prêtant moins le flanc à la spéculation, de nombreux pays se contentent de stabiliser *de facto* leur parité contre dollar. Ceci signifie qu'ils interviennent sur le marché des changes pour influencer les cours mais sans annoncer à l'avance les parités défendues, ni leurs bandes de fluctuation (voir encadré p. 43). Certains pays peuvent aussi annoncer un régime de change flottant au FMI tout en intervenant régulièrement sur le marché pour maintenir la parité de leur monnaie contre le dollar [Calvo et Reinhart, 2002]. Cela a été le cas par exemple de la Chine entre 1994 et 2005, puis à nouveau de 2008 jusqu'en juin 2010.

Si le régime de change fixe *de facto* n'est pas annoncé, comment savoir si les pays le pratiquent ou non ? Dans certains cas, la fixité du change est évidente, puisque le cours de change reste constant d'un jour à l'autre à deux décimales près, comme le yuan de 2000 à 2005 (graphique 1). Dans d'autres cas, si les cours sont gérés avec des bandes de fluctuation larges, la seule observation des parités ne suffit pas et il faut aussi vérifier que la banque centrale intervient sur le marché en utilisant ses réserves officielles. Si celles-ci varient beaucoup, c'est le signe d'interventions fréquentes et donc d'une politique de stabilisation du change. À l'inverse, les banques centrales qui laissent flotter leur monnaie n'ont pas de raisons d'intervenir fréquemment.

Graphique 1. Taux de change du yuan contre dollar



Note : nombre de yuans par dollar.

Source : Bloomberg.

Ainsi, l'accumulation massive de réserves de changes en Asie dans les années 2000 témoigne des interventions des banques centrales asiatiques pour maintenir la parité de leurs monnaies. Certes, une autre explication est que ces pays ont accumulé des réserves pour se prémunir contre les crises futures, car la crise « asiatique » de 1997 les avait incités à la prudence ; cependant, l'augmentation des réserves semble avoir été beaucoup plus forte que celle justifiée par des motifs de précaution (sur les raisons expliquant la montée des réserves de change, voir deux points de vue divergents : Obstfeld *et al.* [2008] ; Jeanne [2007]). Au total, la combinaison de ces deux critères, faible volatilité des taux de change et forte variabilité des réserves, est un indice assez sûr pour détecter le régime de change [Calvo et Reinhart, 2002].

#### *Des changes flottants pour les pays avancés, fixes pour les autres*

Selon une étude du FMI [2007], 75 % des pays du monde avaient un taux de change fixe en 2007 ; 20 % suivaient un régime de change intermédiaire, consistant à maintenir leur taux de change à l'intérieur de bandes de fluctuation *de facto* (de  $\pm 5$  % l'an) ou simplement à gérer le flottement par des interventions régulières. Seuls 5 % des pays avaient des monnaies vraiment flottantes (la zone euro étant comptée ici comme un seul pays). Les changes flottants ont une importance bien plus grande si on mesure leur poids non par le nombre de pays qui les ont adoptés, mais en pourcentage du PIB mondial de ces pays, puisque tous les grands pays avancés,

### Les différentes formes d'ancrage du taux de change

Une monnaie est considérée comme ayant un change fixe si son taux de change fluctue peu. En pratique, cela signifie que la banque centrale intervient régulièrement sur le marché des changes pour acheter ou vendre des dollars contre sa monnaie nationale afin de maintenir la parité dans une zone de fluctuation donnée.

Différentes stratégies sont possibles. Certains pays annoncent une politique de change fixe au Fonds monétaire international (FMI), on dit alors qu'ils ont un taux de change fixe *de jure*. D'autres déclarent des taux de change « flottants », mais contrôlent les fluctuations de leur parité, si bien que l'on parle de taux de change fixes *de facto*.

Les différentes possibilités pour stabiliser la monnaie sont les suivantes, en partant de la plus contraignante pour aller vers la plus souple :

- les pays officiellement dollarisés qui ont abandonné leur monnaie nationale pour adopter le dollar (comme le Panama, l'Équateur) ;

- les caisses d'émissions (*currency boards*), systèmes où le taux de change est fixé par la loi, et la masse monétaire adaptée aux réserves de change de façon à permettre la convertibilité de tous les avoirs monétaires au moyen des réserves constituées (comme Hong Kong) ;

- les taux de change fixes conventionnels (comme le Qatar, l'Arabie saoudite), dans lesquels les pays s'engagent à maintenir leur taux de change à l'intérieur d'une bande de fluctuation de  $-2\%$  autour d'une parité de référence annoncée à l'avance ;

- les taux de change fixes *de facto*, où les pays n'annoncent pas leur politique, mais maintiennent leurs taux de change dans des marges de fluctuation de  $\pm 2\%$  autour d'une parité donnée (comme l'Égypte, le Venezuela) ;

- les parités glissantes *de jure* (*crawling peg* ou *crawling band*), pour lesquelles les gouvernements annoncent chaque année une parité de référence et un taux de dévaluation (ou de réévaluation) prévu, en s'engageant soit à maintenir cette parité glissante, soit à contenir le taux de change à l'intérieur d'une bande de fluctuation (de  $\pm 2\%$ ) autour de celle-ci ;

- les parités glissantes *de facto* qui sont des systèmes équivalents aux précédents, mais où les pays n'annoncent ni leur stratégie ni le rythme de variation de la parité qu'ils entendent retenir. Cette catégorie inclut beaucoup de pays émergents, tant en Amérique latine (la Bolivie, la Colombie...), qu'en Asie (la Chine, le Pakistan...). En l'absence d'annonce du pays, c'est l'observation statistique des fluctuations du taux de change et des réserves officielles qui permet de reconnaître les *crawlings pegs* ou *crawling bands*.

États-Unis, zone euro, Japon, Royaume-Uni, ont des monnaies flottantes. Les taux de change fixes sont surtout le fait des pays émergents. Plus de 80 % des pays en développement ou émergents avaient des changes fixes *de facto* dans les années 2000, contre seulement 20 % des pays avancés. La peur du flottement concerne donc bien les pays émergents.

Pour mettre en évidence les pays qui ancrent leur monnaie au dollar, il faut examiner la volatilité de leur taux de change. Celle-ci mesure l'amplitude des variations et peut être interprétée comme la

largeur d'une bande de fluctuation à l'intérieur de laquelle évoluerait le taux de change. Par exemple, une volatilité de 1 % indique que les variations annualisées du cours contre dollar restent à peu près contenues à l'intérieur d'un intervalle de  $\pm 2$  % avec une probabilité de 95 % (en faisant l'hypothèse qu'elles suivent une loi normale). Il faut considérer la variabilité des réserves de change, que l'on peut mesurer par le coefficient de variation (c'est-à-dire l'écart type divisé par sa moyenne). Le graphique 2 récapitule ces chiffres pour un échantillon de pays avancés et émergents sur une période allant de 2000 à 2014.

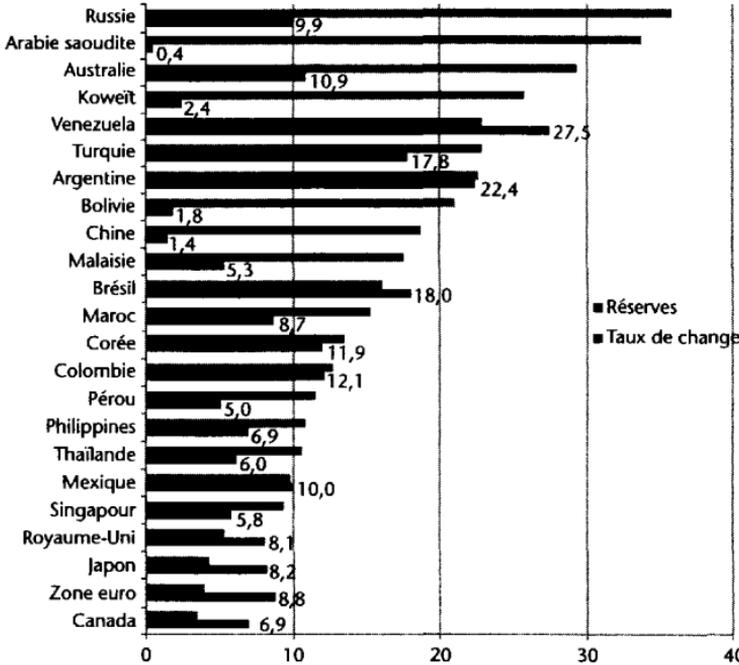
Les monnaies des grands pays avancés, l'euro, la livre sterling, le yen et le dollar canadien, ont des cours assez fluctuants, leur volatilité étant comprise entre 6,9 % et 8,8 % sur la période. Mais leur principale caractéristique tient à la politique de leurs banques centrales, dont les réserves officielles sont les plus stables de l'échantillon. En comparaison, certains pays émergents ont des taux de change beaucoup moins volatils : c'est le cas de la Chine (1,4 %), la Bolivie (1,8 %) et les pays du Golfe comme l'Arabie saoudite (0,4 %) ou le Koweït (2,4 %). Cette stabilité des parités n'est pas due à une absence de chocs économiques mais à une politique délibérée, puisqu'elle s'accompagne de fortes variations des réserves officielles.

Un autre ensemble de pays émergents, comme le Venezuela, l'Argentine et le Brésil, présentent non seulement des taux de change très volatils, mais aussi des réserves très fluctuantes, témoignant d'interventions répétées pour maintenir les cours. Si les cours sont instables malgré les interventions, c'est en raison des pressions sur les marchés que n'ont pas pu contenir les banques centrales. Cette situation est typique des crises de change traversées par ces pays sur cette période. C'est le cas aussi de beaucoup d'autres pays émergents, notamment après la chute de Lehman Brothers en 2008, lorsque les capitaux se sont brusquement retirés de ces pays pour s'orienter vers des valeurs refuges comme les bons du Trésor américain (chapitre III, section « Les effets de la politique monétaire à taux zéro sur les pays émergents » et graphique 8).

Cependant les politiques de change ne sont pas immuables. L'exemple d'un pays comme les Philippines est significatif de l'évolution générale vers une stabilisation informelle des monnaies. Le pays avait adopté un change fixe *de facto* par rapport au dollar au milieu des années 1990 jusqu'à la crise de 1997, puis laissé flotter sa monnaie jusqu'au début des années 2000. Les autorités monétaires ont ensuite recommencé à gérer les cours de change contre dollar en limitant les fluctuations du marché, si bien que le régime peut être assimilé à une *crawling band de facto*. Un autre exemple est celui de la

## Graphique 2. Volatilité des taux de change et fluctuations des réserves officielles

(de janvier 2000 à juin 2013)



Sources : Bloomberg ; FMI ; calculs des auteurs. La volatilité est calculée comme l'écart type annualisé des variations du taux de change mensuel, les fluctuations des réserves sont représentées par le coefficient de variation, c'est-à-dire l'écart type divisé par la moyenne.

Chine qui a décidé, en 2005, de laisser sa monnaie s'apprécier progressivement contre dollar, alors que le cours était resté entièrement fixe pendant les dix années précédentes. Cette politique a été interrompue par la crise financière de septembre 2008 car il était alors nécessaire d'enrayer la chute des exportations dans un contexte d'effondrement du commerce international. Puis l'appréciation progressive du yuan a repris lorsque la conjoncture s'est améliorée en 2010. La politique chinoise a alors évolué pour s'inscrire dans un processus progressif de convertibilité du yuan par la création d'un marché *offshore* du yuan à Hong Kong et la conclusion d'accords de *swaps* avec les banques centrales de pays émergents en Asie et en Amérique latine.

*Quelle rationalité pour un ancrage au dollar ?*

Depuis les travaux de Mundell en 1961, la théorie économique nous enseigne que deux pays n'ont intérêt à fixer leur taux de change entre eux que s'ils forment une « zone monétaire optimale ». Les conditions qui régissent ces zones tiennent avant tout à la synchronisation du cycle économique due à un commerce international intense entre les deux pays, la mobilité des facteurs de production — capital et travail — étant un facteur supplémentaire pour faciliter les ajustements en taux de change fixe. Ces critères semblent raisonnables et font largement consensus parmi les économistes. Par exemple, de nombreuses études ont cherché à savoir s'ils étaient satisfaits à l'intérieur de l'espace européen avant l'union monétaire, et les critères de Maastricht s'en sont vaguement inspirés. Aujourd'hui encore, des débats ont lieu pour savoir si les divergences à l'intérieur de la zone euro ne proviendraient pas d'une désynchronisation des cycles économiques.

Malgré ces recommandations académiques, un grand nombre de pays fixent leur monnaie sur le dollar sans remplir aucune des conditions d'une zone monétaire optimale avec les États-Unis. Prenons l'exemple de l'Arabie saoudite dont le taux de change est fixe par rapport au dollar : son cycle économique est lié avant tout aux mouvements des prix du pétrole. Lorsque le pétrole est cher, les revenus d'exportation affluent, entraînant à la hausse les salaires, les rentes, mais aussi les prix et l'activité économique, notamment dans les services. Inversement, l'activité et les prix refluent lorsque le marché du pétrole se retourne. Dans ces conditions, le cycle économique a peu de raisons d'être en phase avec celui des États-Unis.

Or si les cycles économiques sont déphasés, des mécanismes déstabilisateurs peuvent se mettre en place. Supposons par exemple qu'un pays soit en surchauffe, donc en proie à l'inflation, alors que les États-Unis sont en récession et maintiennent des taux d'intérêt faibles pour tenter de relancer leur activité. Si ce pays relève ses taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation, il verra affluer des capitaux en quête de rendements. Pour maintenir les taux de change fixes malgré ces afflux de capitaux, il devra créer de la monnaie pour acheter des dollars, et cette création monétaire viendra encore alimenter la hausse des prix. Pour éviter ces effets indésirables, la hausse des taux d'intérêt sera vraisemblablement beaucoup plus modérée que nécessaire, ce qui rendra difficile la lutte contre l'inflation initiale. C'est ainsi que la politique monétaire d'un pays en change fixe est contrainte par le déphasage de cycle économique avec les États-Unis.

La portée de ces arguments est amoindrie si l'on considère non plus des pays individuels mais des zones géographiques à l'intérieur desquelles le commerce entre les pays est très intense. Si tous les pays d'une zone de ce type ancrent leur monnaie sur le dollar, il est rationnel pour chacun d'eux pris individuellement d'en faire de même. S'écarter de cette stratégie présenterait le risque de s'exposer à des variations de la compétitivité-prix par rapport aux partenaires commerciaux, susceptibles de déstabiliser le commerce extérieur. C'est cette logique qui est à l'œuvre en Asie de l'Est, où un grand ensemble de pays, Chine en tête, stabilisent leur parité par rapport au dollar, alors que cet ancrage n'est guère optimal pour les pays individuels. Nous sommes ici en présence d'un « dilemme du prisonnier » classique, où chaque participant adopte une mauvaise solution, car celle-ci se trouve être la meilleure réponse en l'absence de coopération. Le développement d'accords monétaires régionaux et la libéralisation de l'usage international du yuan pour l'Asie pourront être des moyens de sortir progressivement de cette situation.

### **La monnaie internationale**

Une monnaie est internationale si elle permet le règlement des échanges commerciaux entre les pays, ainsi que la circulation des capitaux. Elle peut être vue comme un bien public international puisque son existence même autorise le commerce international et son financement. L'or jouait ce rôle dans le système de l'étalon-or, même s'il n'était pas le médium direct du commerce international, mais le moyen de règlement ultime de la variation des positions monétaires extérieures des pays. Il partageait ce rôle avec les devises convertibles en or dans le système d'étalon de change-or des années 1920, dont on a vu dans le chapitre 1 qu'il n'a pas été satisfaisant. Sous Bretton Woods, le statut privilégié du dollar est venu du fait que les alliés politiques des États-Unis, dans le contexte de la guerre froide, se sont abstenus de recourir à la conversion en or. Dans notre système actuel, toutes les monnaies convertibles sur le marché des changes peuvent théoriquement remplir ce rôle. En réalité, le rôle international d'une monnaie dépend de plusieurs facteurs, dont les principaux sont la convertibilité, la taille de l'économie sous-jacente et le développement des marchés financiers du pays émetteur. Mais l'histoire joue aussi un rôle déterminant, car les situations dominantes sont difficiles à renverser.

*Les conditions pour qu'une monnaie soit internationale*

Une première condition nécessaire pour qu'une monnaie soit internationale est la pleine convertibilité, c'est-à-dire qu'elle doit pouvoir être achetée et vendue librement sur le marché des changes, aussi bien par les résidents du pays que par les non-résidents. Cela garantit qu'elle peut être utilisée pour les transactions internationales. Toutes les monnaies des pays avancés, comme l'euro, le yen, la livre sterling ou le dollar canadien, sont pleinement convertibles comme le dollar. Au contraire, les devises des pays émergents ont une convertibilité souvent limitée, en raison de contrôles de capitaux plus ou moins contraignants qui en limitent l'utilisation pour les étrangers, à l'instar du yuan chinois ou de la roupie indienne. Ainsi, malgré la puissance économique montante des pays émergents, leurs monnaies ont encore peu de rôle sur le plan international. C'est ce qui pousse ces pays à s'en remettre à la monnaie d'un pays avancé, en l'occurrence le dollar, pour les fonctions internationales.

Une seconde condition pour une monnaie internationale est la taille du pays émetteur. Il est évident qu'un petit pays à monnaie convertible (par exemple la Suisse) ne peut créer les liquidités nécessaires pour financer les balances des paiements de l'ensemble du monde. Le rôle international de cette devise est nécessairement limité, car l'économie du pays pourrait être déstabilisée par une demande trop massive de la part des non-résidents. À l'inverse, un grand pays bénéficie d'un degré d'ouverture plus faible, qui le rend moins sensible aux chocs extérieurs et aux mouvements de changes ; il sera donc moins susceptible d'être affecté par un usage international de sa monnaie. Pour répondre à ces deux principaux critères de convertibilité et de taille de l'économie, le dollar, l'euro et dans une moindre mesure le yen sont les principaux candidats.

Un troisième critère concerne le développement des marchés financiers du pays émetteur. Il faut que les non-résidents puissent facilement emprunter cette devise et y placer leurs fonds avec des coûts de transaction faibles. Ceci implique des marchés financiers profonds et liquides, ainsi que des marchés dérivés sur lesquels les risques peuvent être couverts. Cette dernière condition désigne d'emblée le dollar comme la principale monnaie internationale, parce que les marchés des titres d'État en euros ne sont pas unifiés entre les pays et sont par conséquent bien moins liquides.

D'autres critères entrent aussi en compte, comme la puissance économique et politique du pays, la stabilité et la bonne gouvernance des institutions. Il s'agit en effet d'inspirer confiance aux investisseurs étrangers et de les préserver de la crainte d'une brusque dépréciation

ou, pire, d'un blocage de leurs avoirs. Sans désigner le dollar de manière exclusive, ces derniers arguments ne jouent pas non plus à son encontre. Au total, nous sommes donc dans une situation où la monnaie internationale est théoriquement partagée entre un ensemble de devises, mais où le dollar est clairement prépondérant.

### *Les fonctions de la monnaie internationale*

Au niveau national, la monnaie est un bien public émis par le système bancaire mais étroitement contrôlé par la banque centrale. Elle a trois fonctions : (1) c'est un intermédiaire des échanges, bien supérieur au troc, pour l'échange des biens ou des services, ainsi que pour la rémunération des facteurs de production ; (2) c'est une unité de compte par laquelle les valeurs peuvent être mesurées ; (3) c'est aussi une réserve de valeur, permettant aux agents qui la détiennent de reporter dans le temps leurs dépenses.

De manière analogue, une monnaie internationale est un bien public international qui assure les trois mêmes fonctions à l'usage des non-résidents. Ces trois fonctions peuvent être distinguées selon leur usage privé ou public, comme cela est indiqué sur le tableau 1 : (1) En tant qu'intermédiaire des échanges, les agents privés ont besoin d'une devise qui soit acceptée par leurs contreparties étrangères en règlement de leurs transactions commerciales et financières. Les banques centrales doivent pouvoir disposer d'un véhicule pour intervenir sur le marché des changes. (2) En tant qu'unité de compte, il faut une monnaie de facturation et de numéraire pour les marchés mondiaux, que ce soient des marchés de matières premières ou des marchés financiers de produits dérivés. Les gouvernements de leur côté ont besoin d'une devise pour ancrer leur parité. (3) Comme réserve de valeur, il faut distinguer les placements effectués par les investisseurs privés des réserves officielles constituées par les banques centrales.

Malgré des divergences sur l'usage de la monnaie internationale, les choix effectués par les agents privés et publics ont tendance à se renforcer l'un l'autre. Le secteur privé est, en effet, souvent guidé dans ses choix par ceux des gouvernements. Par exemple, dans un pays dont la monnaie est ancrée sur le dollar, les entreprises privées vont plus volontiers facturer leurs exportations dans cette devise. De même, les différentes fonctions de la monnaie internationale ne sont pas indépendantes, et une devise qui sert souvent d'intermédiaire des échanges comme le dollar aura tendance à servir aussi d'unité de compte et de réserve de valeur. Au total, tous les choix des agents

publics et privés en matière de monnaie internationale ont tendance à converger vers une seule devise dominante.

Tableau 1. Les fonctions de la monnaie internationale

Fonctions	Secteur privé	Secteur public
(1) Intermédiaire des échanges	Règlement des transactions commerciales et financières Intermédiaire sur le marché des changes	Devise pour les interventions de change
(2) Unité de compte	Principale devise de facturation Numéraire sur les marchés mondiaux (matières premières et dérivés)	Devise d'ancrage pour fixation des taux de change
(3) Réserve de valeur	Devise de placement des non-résidents Marchés bancaires, obligataires, etc.	Réserves officielles de change

### *La dominance du dollar*

Pour accéder à un statut international, une monnaie doit remplir un certain nombre de conditions, comme la convertibilité, la taille de l'économie sous-jacente, la liquidité des marchés financiers, la stabilité économique et politique. Nous avons vu que le dollar remplissait bien ces conditions, mais il faut reconnaître que certains éléments ne sont plus aussi favorables aujourd'hui qu'ils l'étaient au milieu du xx<sup>e</sup> siècle. Notamment, le creusement du déficit courant américain depuis plusieurs décennies pourrait susciter une certaine défiance des investisseurs ; la taille relative de l'économie sous-jacente décline aussi dans le PIB mondial en raison de la montée des émergents.

Il reste donc à expliquer pourquoi le dollar reste la monnaie internationale largement dominante en ce début de XXI<sup>e</sup> siècle et non une monnaie internationale parmi d'autres, comme l'euro ou le yen. Ceci revient à se demander pourquoi la monnaie internationale se polarise sur une seule devise.

L'existence d'externalités de réseau peut expliquer le phénomène [Aglietta et Deusy-Fournier, 1995 ; Lim, 2006]. Celles-ci interviennent lorsque l'utilité d'un bien augmente avec son nombre d'utilisateurs. La demande individuelle de ces produits dépend donc de son utilisation collective, comme dans le cas d'un logiciel, d'un système d'exploitation comme Windows ou d'une monnaie. Les externalités de réseau conduisent à l'installation durable de positions dominantes, qui sont ensuite très difficiles à renverser. Si un bien de ce

type a acquis une position dominante à un moment donné, il a de grandes chances de la conserver longtemps. L'histoire est ainsi déterminante pour expliquer la prédominance du dollar. C'est le rôle clé qui lui a été conféré dans le système de Bretton Woods qui explique encore l'importance du dollar aujourd'hui. Les externalités de réseau jouent dans toutes les fonctions de la monnaie, que ce soit la facturation du commerce, la devise d'ancrage ou la constitution des réserves.

Si de nombreux exportateurs facturent et règlent leurs transactions en dollar par exemple, chaque exportateur individuel a intérêt à faire de même. Le même phénomène se produit sur les marchés d'actifs financiers, et notamment sur les marchés de gros de la liquidité mondiale, par l'intermédiaire des banques internationales. De leur côté, les banques centrales ont intérêt à détenir leurs réserves en devises dans la monnaie où sont libellées les dettes du pays et où est facturé son commerce extérieur, puisque ces réserves servent à lisser les déséquilibres provoqués par les aléas dans les flux de dettes et de commerce. Si les gouvernements décident de réguler leur taux de change pour les raisons indiquées ci-dessus, ils le feront contre la devise dont le marché est le plus liquide, et contre laquelle les autres pays administrent aussi leur parité. La monnaie est donc le domaine des externalités par excellence. Dans ces conditions, le statut de devise clé peut se perpétuer, même si les raisons sous-jacentes à cette position ont tendance à s'estomper.

Le marché des changes est particulièrement sujet aux externalités de réseau. Supposons qu'il y ait  $N$  monnaies dans le monde. Si les transactions internationales se faisaient de manière bilatérale entre ces  $N$  monnaies, sans en privilégier aucune, il y aurait  $N(N - 1)/2$  marchés des changes. Au contraire, s'il y a une seule monnaie véhiculaire, il suffit de  $(N - 1)$  marchés des changes pour assurer la conversion de n'importe quel couple de monnaies. En concentrant les volumes sur un nombre plus faible de marchés, la présence d'une monnaie internationale unique permet d'augmenter leur liquidité et donc d'abaisser les coûts de transaction. Cet argument est convaincant si l'on songe qu'il existe environ 150 monnaies dans le monde et que le nombre de marchés des changes bilatéraux pourrait s'élever à 11 175, nombre qui se trouve réduit à 149 par l'usage d'une monnaie véhiculaire [Lim, 2006].

La Banque des règlements internationaux (BRI) publie régulièrement des enquêtes très précises sur les transactions effectuées sur les marchés des changes. Le dollar ressort de loin comme la principale monnaie du marché, puisque 87 % des transactions effectuées consistent à l'échanger contre une autre devise. Cette situation provient

non seulement de son usage dominant dans le commerce international et les marchés financiers, mais aussi du fait qu'il sert d'intermédiaire entre les autres monnaies. Par exemple, l'échange de reais brésiliens contre pesos philippins se fait en deux temps : par la vente de real contre dollar, puis de dollar contre peso. Cette pratique permet de réduire les coûts de transaction. En comparaison, la seconde monnaie internationale, l'euro, n'entre que dans 33 % des transactions du marché des changes ; la troisième, le yen, dans seulement 23 %.

### *Comparaison avec l'euro et le yen*

Le rôle international des monnaies peut être évalué grâce à des indicateurs statistiques, même si certaines fonctions ne donnent pas lieu à un chiffre précis. Le graphique 3 récapitule les statistiques existantes pour le dollar, ainsi que pour ses deux plus proches rivaux actuels que sont l'euro et le yen. Ces statistiques font apparaître la prépondérance du dollar en ce qui concerne les transactions sur les marchés de changes, les monnaies d'ancrage, les prêts bancaires internationaux ainsi que les réserves des banques centrales. L'euro ressort comme la seconde monnaie de réserve internationale, avec un rôle qui est cependant nettement plus limité, sa zone d'influence restant circonscrite aux voisinages immédiats de l'Europe ou aux transactions qui impliquent une contrepartie européenne. Quant au yen, son influence internationale est restée faible, en partie parce que le gouvernement japonais a longtemps résisté à son utilisation par les non-résidents.

Les monnaies de règlement et de facturation du commerce international ne donnent pas lieu à la publication de statistiques régulières, mais de nombreux travaux ont montré que le dollar était la principale monnaie dans ce domaine, quelles que soient les régions du monde, à l'exception de l'Europe [Goldberg, 2010]. C'est aussi la monnaie de cotation pour la plupart des marchés internationaux de matières premières, notamment le pétrole.

La prééminence des grandes banques d'affaires américaines, mais aussi l'importance des filiales américaines des banques universelles européennes et la taille des marchés financiers du pays expliquent la suprématie du dollar dans la finance mondiale. 57 % des prêts bancaires internationaux sont contractés en dollar, contre seulement 20 % en euro et 3 % en yen. Le dollar reste aussi prédominant sur les marchés dérivés, comme les dérivés de crédit, même sur des entités gouvernementales européennes. La crise de 2008 n'a pas véritablement changé cet état de fait, bien que les États-Unis en aient été

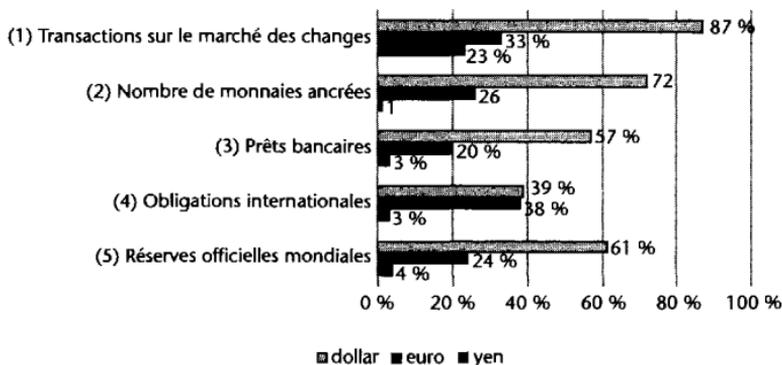
l'épicentre ; toutefois, la crise de l'euro a provoqué un retrait des banques européennes dans l'intermédiation en dollar du crédit international vers les pays émergents. C'est seulement en matière d'obligations internationales que l'euro et le dollar ont un rôle à peu près équivalent, puisque leurs parts respectives sont de 37 % et 38 %.

En ce qui concerne les espèces, le billet vert est un moyen de paiement universel qui circule en monnaie parallèle dans de nombreux pays. On estime que 65 % environ des billets émis par les États-Unis quittent le pays pour être utilisés à l'étranger. Ce pourcentage atteint même 75 % pour les coupures de 100 dollars [Goldberg, 2010]. Les billets verts servent de moyens de paiement à l'économie souterraine, mais aussi aux ressortissants des pays en développement ou émergents qui ont peu de confiance dans leur propre monnaie. Le phénomène est important en Amérique latine mais aussi en Russie et dans les républiques issues de l'Union soviétique. Nous reviendrons sur cette question à la fin du chapitre pour évaluer les gains du seigneurage qu'en retirent les États-Unis. En comparaison, les billets en euro circulent beaucoup moins à l'étranger, puisque c'est le cas de seulement 20 % d'entre eux [BCE, 2013].

Les banques centrales donnent aussi la priorité au dollar lorsqu'il s'agit de placer leurs réserves officielles de change. Elles y investissent 61 % de leurs réserves, contre 24 % en euro et 4 % en yen. Cette situation prolonge là encore celle qui prévalait sous le système de Bretton Woods, même si, aujourd'hui, les banques centrales choisissent les devises dans lesquelles elles veulent investir. Ce choix se fonde sur la confiance que peuvent inspirer les États-Unis, notamment pour les pays émergents, mais aussi sur deux facteurs techniques. Premièrement, les banques centrales investissent leurs dollars en bons du Trésor américain, qui sont négociables sur l'un des marchés de titres les plus liquides au monde, étant donné la taille de la dette publique américaine, comparée par exemple aux marchés fragmentés de la dette souveraine en euro. Deuxièmement, les banques centrales des pays qui maintiennent leur taux de change par rapport au dollar en achètent régulièrement en vendant leur monnaie nationale de façon à éviter l'appréciation de leur parité. Elles en conservent une large part dans leurs réserves de façon à pouvoir les revendre dans le cas où leur monnaie se déprécierait et qu'il faille en soutenir le cours. Néanmoins, l'accumulation des déficits américains fait peser un risque de change sur ces réserves en dollar. Pour y faire face, un certain nombre de banques centrales ont commencé à diversifier progressivement leurs réserves vers d'autres monnaies. La part du dollar dans les réserves de change a ainsi baissé depuis 2000, même si la crise de 2008

### Graphique 3. Le rôle international du dollar, de l'euro et du yen, en % du total

(sauf pour les monnaies ancrées, en nombre)



Notes : (1) part des transactions incluant la monnaie en 2013 (total de 200 %), source : BRI [2013] ; (2) nombre de monnaies ancrées, source : McKinsey Global Institute [2009] ; (3) et (4) part des prêts bancaires internationaux et des obligations internationales libellées dans la monnaie à la fin 2012, source : BCE [2013] ; (5) part dans les réserves officielles de change allouées fin 2013, sources : FMI, base de données COFER (2014).

n'a pas changé la donne ; elle aurait plutôt eu tendance à la renforcer à cause du désir immédiat de fuite vers le refuge liquide.

#### Dollarisation et dé-dollarisation

Le terme de dollarisation recouvre deux réalités très différentes. Au sens strict ou *de jure*, la dollarisation désigne la situation d'un pays où le dollar est la seule monnaie légale. Au sens large ou *de facto*, le mot qualifie toutes les situations où le dollar circule comme monnaie parallèle à l'intérieur d'un pays à côté de la monnaie locale.

La dollarisation *de jure* résulte d'une décision de l'État d'abandonner sa propre monnaie au profit du dollar. Toutes les fonctions de la monnaie sont alors transférées au dollar, la monnaie nationale disparaissant purement et simplement. Très peu de pays sont concernés, parmi lesquels les principaux sont le Panama, depuis 1904, l'Équateur depuis 2000, le Salvador depuis 2001. Au moment du passage à la dollarisation, les réserves de change sont utilisées pour acheter les billets qui seront mis en circulation, puis le stock de monnaie évolue selon le solde des entrées et des sorties de capitaux.

Les implications de ce choix sont drastiques puisque la banque centrale n'a plus la main ni sur la création monétaire ni sur le taux d'intérêt, l'arme du taux de change ayant également disparu. Celle-ci ne peut plus jouer le rôle de prêteur en dernier ressort, qui consiste à créer des liquidités pour renflouer les banques en cas de crise : les instruments de politique économique se trouvent ainsi très limités. Or ce choix est difficilement réversible une fois que la monnaie nationale a disparu. Il faut donc une situation vraiment désespérée pour qu'un État se résolve à une décision aussi radicale. Dans le cas de l'Équateur, en 2000, l'hyperinflation, la chute continue du taux de change, le défaut de paiement de l'État, l'effondrement du système bancaire ainsi que l'instabilité politique s'étaient conjugués pour anéantir toute confiance dans la monnaie nationale. Les agents privés avaient déjà fui la monnaie nationale au profit du dollar lorsque le gouvernement a annoncé sa décision d'adopter le dollar comme monnaie légale.

La dollarisation *de facto* est une situation beaucoup plus répandue, en Amérique latine mais aussi en Asie. Elle résulte des myriades de choix effectués continûment par les agents privés ou publics dans leurs décisions d'épargne et d'emprunt. Dans les pays où la réglementation le permet, ceux-ci peuvent en effet arbitrer entre leur propre monnaie, plus ou moins sujette à l'inflation ou la dévaluation, et une monnaie internationale souvent jugée plus solide, comme le dollar. Les préférences des agents à cet égard dépendent surtout de la fiabilité qu'ils attribuent à leur propre monnaie. Or la confiance dans la monnaie se forge sur le long terme et ne peut se décréter. Des épisodes d'hyperinflation, comme en ont connu de nombreux pays d'Amérique latine dans les années 1980, laissent des traces durables dans la mémoire des peuples et sont susceptibles d'ébranler leur confiance dans la monnaie nationale pendant plusieurs décennies. Certains auteurs sud-américains en sont venus à parler de « péché originel » à ce propos, les économies émergentes se trouvent en effet lourdement handicapées par la préférence pour le dollar sans qu'il soit possible d'y remédier à court terme [Hausmann et Panizza, 2003].

D'un côté, les épargnants de ces pays sont tentés de détenir leurs dépôts bancaires en dollar pour préserver la valeur de leur richesse, si la monnaie nationale a tendance à se déprécier. D'un autre côté, les emprunteurs locaux, que ce soit l'État ou les entreprises, ont souvent intérêt à libeller leurs emprunts en dollar pour attirer les souscripteurs, qu'ils s'adressent aux épargnants du pays ou aux investisseurs internationaux. Le taux d'intérêt souvent plus faible sur l'emprunt en dollar est aussi un avantage pour les émetteurs, même s'il s'accompagne d'un risque de change. Pour le gouvernement d'un pays dont le taux de change est ancré au dollar, émettre sa dette en dollar permet

de réduire le coût de l'emprunt. Cependant, dès que la monnaie se déprécie, le service de la dette se trouve renchéri d'autant. Ainsi l'endettement en dollar permettrait d'une certaine manière de crédibiliser la volonté des autorités de maintenir leur cours de change. Dans la réalité, il conduit plutôt à amplifier les crises de change, puisque les dévaluations provoquent une augmentation de la dette en devises. Ce fut le cas par exemple dans la crise asiatique de 1997, ainsi qu'en Argentine en 2001-2002.

Depuis ces crises, la dollarisation est considérée comme un facteur de vulnérabilité des pays émergents, qu'il s'agit de limiter. Le FMI a édicté un certain nombre de recommandations dans ce sens, incitant notamment les pays concernés à développer un marché obligataire en monnaie locale. Suite à ces recommandations, mais aussi en raison du repli de l'inflation mondiale et de la bonne performance des monnaies émergentes, la dollarisation a fortement régressé en Amérique latine. Le recul le plus spectaculaire a eu lieu en Bolivie, puisque la part du dollar est passée de plus de 93 % des dépôts et des crédits en 2000 à environ 50 % en 2010. C'est aussi le cas au Pérou où cette part a diminué, passant de 79 % à environ 50 % ainsi qu'au Paraguay et en Uruguay (tableau 2).

### **Les conséquences pour l'économie mondiale**

Si les États-Unis règnent quasiment sans partage sur la monnaie internationale, leur influence est plus partagée sur le commerce international, dont la structure reflète davantage l'importance économique des pays sur l'échiquier mondial. Cet écart entre puissances monétaire et commerciale crée inévitablement des distorsions. D'une part, les pays qui fixent leur monnaie par rapport au dollar sans avoir de liens économiques suffisants avec les États-Unis peuvent se trouver déconnectés de leurs partenaires commerciaux. L'ancrage conduit alors aux mésalignements des monnaies par rapport aux fondamentaux économiques. D'autre part, le statut international du dollar crée une asymétrie dans le financement des déficits extérieurs mondiaux, puisque les investisseurs acceptent ainsi de financer la dette extérieure américaine à moindre coût. L'accumulation des réserves officielles de change en dollar en est un symptôme. Les États-Unis peuvent ainsi être en déficit extérieur permanent sans être incités à rééquilibrer leurs comptes en effectuant les ajustements nécessaires comme les autres pays.

Tableau 2. Dollarisation en Amérique latine, part des dépôts et des crédits en dollar

	2000		2010	
	Dépôts	Crédits	Dépôts	Crédits
Bolivie	93,2	94,4	51,4	53,8
Paraguay	69,7	53,3	43,5	38,6
Pérou	78,5	78,9	49,7	52,1
Uruguay	87,0	75,1	76,3	52,5

Source : García-Escribano et Sosa [2011].

### *Le mésalignement des monnaies*

Les amples fluctuations du dollar contre les monnaies tierces sont un facteur de déstabilisation pour les pays dont le taux de change est fixe, qui s'ajoute aux problèmes engendrés par le déphasage des cycles économiques [Coudert et Couharde, 2009 ; Coudert, Couharde et Mignon, 2011a]. Lorsque le dollar s'apprécie contre les autres monnaies, toutes les monnaies ancrées sont emportées dans son sillage. Ceci signifie que leurs produits deviennent plus chers pour les pays tiers. Comme les prix et les salaires sont rigides à la baisse, il en résulte une perte de compétitivité, qui peut être dévastatrice pour le commerce extérieur. Les taux de change des pays ancrés ont alors tendance à être surévalués, ce qui se manifeste par des déficits courants structurels, c'est-à-dire qui persistent quel que soit l'état de la conjoncture.

Or la surévaluation des monnaies est à l'origine de crises retentissantes. En effet, les investisseurs internationaux peuvent placer longtemps leurs fonds dans ces monnaies surévaluées pour financer le déficit courant du pays, car elles offrent souvent des différentiels de rendement attractifs. Cette situation dure tant que le risque perçu est faible, mais le jour où l'aversion au risque augmente, les capitaux se retirent brusquement, provoquant une chute de la valeur de la monnaie. Cette séquence n'est pas hypothétique ; elle s'est produite à plusieurs reprises dans l'histoire récente. Par exemple, de 1995 au début 1997, le dollar s'est apprécié de 50 % contre le yen japonais, entraînant dans son sillage les monnaies à changes fixes des pays du Sud-Est asiatique, dont les déficits courants se sont envolés. Les capitaux se sont retirés brutalement de la zone, produisant ce que l'on a nommé la « crise asiatique » de 1997. Le même scénario s'est reproduit de 1997 à 2000 alors que le dollar s'appréciait de 30 % contre l'euro,

le taux de change fixe de l'Argentine, dont le tiers des exportations est dirigé vers l'Union européenne, est devenu surévalué, contribuant ainsi à la crise de 2001.

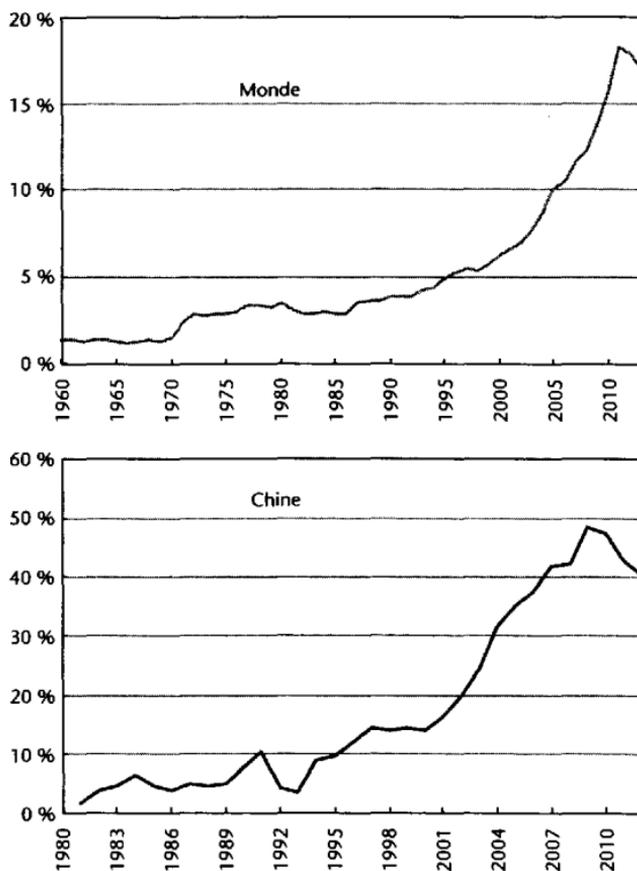
Parmi les pays dont les monnaies sont ancrées sur le dollar, les producteurs de pétrole sont sans doute moins touchés par ses fluctuations. L'impact y est plus limité, dans la mesure où la compétitivité-prix de leurs exportations n'est pas affectée par la variation de leur taux de change vis-à-vis du reste du monde. Le prix du pétrole se fixant en dollar, si le ryal saoudien est surévalué, la capacité exportatrice du Royaume demeure intacte, tant que les salaires du pays permettent d'extraire le pétrole en laissant des marges suffisantes.

### *La montée des réserves de change*

Une des conséquences importantes de l'ancrage des monnaies émergentes est l'accumulation des réserves de change (graphique 4). En effet, les pays dont les changes sont fixes ont besoin d'intervenir régulièrement sur le marché des changes. Même si les marchés des changes sont contrôlés par la réglementation dans certains pays, les taux de change se forment toujours en fonction de l'offre et la demande. Ceci veut dire que si une banque centrale veut maintenir une parité fixe, mais que la demande et l'offre ne s'équilibrent pas à ce prix, elle doit intervenir en mettant sur le marché les quantités nécessaires pour rétablir l'équilibre.

Prenons l'exemple de la Chine. Deux cas peuvent se présenter : (i) Si la demande de yuan est insuffisante pour absorber l'offre, la banque centrale doit racheter sa propre monnaie en vendant des dollars, ce qui exige de disposer au préalable du stock nécessaire. (ii) *A contrario*, si la demande est trop forte, la banque centrale chinoise doit vendre des yuans contre dollars, de façon à éviter que le cours ne s'envole. Les dollars achetés de cette façon sont accumulés sous forme de réserves officielles de change, qui permettront de faire face à un éventuel retournement des marchés. Le second cas de figure a été de loin le plus fréquent au cours de la dernière décennie : la banque centrale chinoise est intervenue régulièrement pour soutenir le cours du dollar. Ces interventions ayant pour but de limiter l'appréciation du yuan ont certainement contribué à soutenir les exportations. Elles ont aussi conduit la Chine à engranger d'énormes quantités de dollars sous formes de réserves officielles de change, celles-ci atteignant une proportion record de 48 % du PIB en 2009, contre 14 % en 2000 (graphique 4). Cette situation se retrouve dans un grand ensemble de pays émergents, notamment asiatiques. Au niveau mondial, les

**Graphique 4. Réserves de change en pourcentage du PIB, Monde et Chine**



Sources : FMI ; Banque mondiale.

réserves de change ont bondi, passant de 1 % du PIB dans les années 1960 à 17 % en 2012.

#### *Le financement de la dette américaine par les réserves de change des autres pays*

La position extérieure nette désigne l'écart entre les actifs que les résidents d'un pays détiennent à l'étranger et ceux que possèdent les étrangers dans le pays. Si elle est négative, on peut considérer qu'il

s'agit d'une dette du pays vis-à-vis de l'étranger. En toute rigueur, la position extérieure nette compte aussi des investissements directs et des actions qui ne sont pas à proprement parler une dette, mais il n'en reste pas moins que leur montant est dû aux non-résidents, ce qui rend légitime d'assimiler les deux termes.

La position extérieure américaine était positive dans l'immédiat après-guerre, notamment vis-à-vis de l'Europe à la suite du plan Marshall, auquel s'ajoutaient les créances de guerre. Elle s'est ensuite considérablement développée au cours des deux décennies suivantes en raison de la puissance des multinationales américaines qui ont investi sur tous les continents. Cependant, depuis le début des années 1970, les déficits extérieurs persistants ont commencé à ronger les avoirs du pays ; les États-Unis sont ainsi devenus débiteurs vers le milieu des années 1980. La position extérieure nette du pays, désormais négative, s'élevait à 4 166 milliards de dollars en 2013 (tableau 3), soit 25 % du PIB environ.

Les avoirs extérieurs nets représentent les soldes courants passés accumulés, compte tenu des effets de valorisation. Un pays déficitaire doit nécessairement financer son déficit par des entrées nettes de capitaux de même montant. Il y a seulement deux moyens pour ce faire : soit les résidents du pays vendent une partie de leurs actifs à l'étranger, soit les étrangers achètent des actifs dans le pays. Dans les deux cas, la position extérieure du pays se dégrade. Dans la réalité, les actifs des Américains à l'étranger ont continué de croître à un rythme soutenu, les multinationales américaines poursuivant leur politique d'investissements à l'étranger. Mais les étrangers ont investi bien davantage aux États-Unis, si bien que le solde entre les deux est devenu négatif.

Le statut de monnaie internationale du dollar a permis de financer sans douleur la dette américaine. La contrainte extérieure s'est fait beaucoup moins sentir aux États-Unis que dans les autres pays, puisque la dette extérieure a augmenté continûment sans crise de financement. L'attrait exercé par le dollar sur les investisseurs internationaux ne s'est jamais démenti, même pendant la crise de 2008. Plus précisément, il convient de se demander dans quelle mesure le statut international du dollar contribue au financement de la dette américaine. Pour répondre à cette question, il faut se reporter aux statistiques publiées dans la balance des paiements américaine. Nous pouvons en extraire la composition des avoirs américains à l'étranger (ligne 1 du tableau 3) ainsi que ceux des étrangers détenus aux États-Unis (ligne 2), qui viennent financer la dette extérieure du pays. Dans cet ensemble, deux lignes sont directement liées au statut international du dollar : ce sont les réserves officielles de change (ligne 2.1) d'une part, ainsi que les billets (qui figurent à l'intérieur de

**Tableau 3. Décomposition de la position extérieure nette des États-Unis, en milliards de dollars**

Type d'actifs	1976	1980	1990	2000	2013
Position extérieure des États-Unis (= 1 - 2) .....	162,7	360,3	- 230,4	- 1 337,0	- 4 165,6
1. Avoirs américains détenus à l'étranger .....	457,0	929,8	2 179,0	6 238,8	21 590,9
1.1. Réserves officielles des États-Unis .....	44,1	171,4	174,7	128,4	483,4
1.2. Avoirs privés des Américains à l'étranger .....	367,9	692,8	1 920,0	6 025,2	18 258,3
Investissement direct	222,3	388,1	616,7	1 531,6	5 318,6
Titres étrangers	44,2	62,5	342,3	2 425,5	8 291,8
Actifs des banques améri- caines sur l'étranger	81,1	203,9	695,7	1 231,5	3 667,0
2. Avoirs des étrangers aux États-Unis .....	294,3	569,5	2 409,4	7 575,8	25 756,5
2.1 Réserves officielles des pays étrangers aux États-Unis .....	107,1	181,2	380,3	1 037,1	5 843,3
Titres du gouvernement américain .....	72,6	118,2	291,2	756,2	4 485,9
2.2 Autres actifs étrangers .....	187,1	388,2	2 029,1	6 538,7	17 201,3
Investissement direct	47,5	127,1	505,3	1 421,0	3 131,6
Titres du Trésor américain	7,0	16,1	152,5	381,6	1 638,6
Autres titres américains	54,9	74,1	460,6	2 623,0	7 614,5
Billets	11,3	19,4	64,0	205,4	481,3
Passif des banques américaines	53,5	121,1	633,3	1 168,7	3 769,6

Note : Chiffre provisoire du 3<sup>e</sup> trimestre pour 2013.

Source : Bureau of Economic Analysis.

la catégorie « autres actifs étrangers » de la ligne 2.2) d'autre part, quoique leurs montants soient moins importants que ceux des réserves.

Les banques centrales étrangères ont investi 5,8 trillions de dollars aux États-Unis sous forme de réserves officielles de change. Sur ce montant, 4,5 trillions sont placés en titres de l'État américain, le reste l'étant essentiellement en titres émis par des organismes publics. La situation est asymétrique, puisque les États-Unis eux-mêmes

détiennent comparativement très peu de réserves de change (ligne 1.1), 483 milliards en 2013, essentiellement sous forme d'or. Au total, le solde de réserves officielles des étrangers aux États-Unis est de 5,4 trillions de dollars environ (ligne 2.1-ligne 1.1). Les réserves de change en dollars permettent donc de couvrir entièrement la dette extérieure nette américaine (de 4,2 trillions de dollars).

Dans un monde complètement symétrique où le dollar n'aurait pas de statut particulier, ce solde serait sans doute voisin de zéro car les banques centrales étrangères diversifieraient leurs monnaies de réserve et la banque centrale américaine détiendrait davantage de réserves sur l'étranger. Dans ce cas, la position extérieure nette des États-Unis ne serait plus de - 4,2 mais de - 9,3 trillions de dollars, un montant bien plus difficile à financer. Même s'il est délicat de refaire l'histoire en raisonnant de la sorte, il est clair que les réserves officielles des banques centrales étrangères sont décisives dans le financement du déficit américain.

### *Les gains de seigneurage et le privilège exorbitant*

Les coupures en dollar sont utilisées comme monnaie parallèle dans de nombreux pays. Ce phénomène touche surtout les pays en développement ou émergents dont les résidents ont peu confiance dans leur monnaie nationale. Les billets verts constituent une réserve de valeur qui permet à leurs détenteurs d'éviter la dévalorisation de leurs avoirs en cas d'inflation ou de dévaluation dans leur pays. Détenir des dollars revient ainsi à faire sortir ses capitaux du pays, en échappant éventuellement aux réglementations en matière de contrôle des changes. Les coupures en dollar sont aussi utilisées par les trafiquants de tout genre pour servir de moyens de paiement à l'économie souterraine. Au total, 481 milliards de dollars sont détenus en billets par les étrangers (tableau 3). Là aussi, la situation est très asymétrique puisque les Américains n'ont guère de raisons de détenir des billets en monnaie étrangère. Il n'y a d'ailleurs pas de ligne spécifique prévue à cet effet dans la balance des paiements américaine. Au total, le financement de la dette américaine s'en trouve facilité à hauteur de 0,5 trillion de dollars. Cela est d'autant plus favorable qu'il n'y a pas d'intérêts à verser sur ce poste.

Le gain ainsi obtenu par l'émission de billets relève de ce qu'il est convenu d'appeler le « seigneurage ». Il s'agit là du gain à émettre des billets qui sont acceptés à leur valeur faciale par les agents privés, alors que leur coût de production est bien inférieur à cette valeur. Ce gain revient aux autorités monétaires du pays émetteur, c'est-à-dire à la banque centrale et à l'État. Lorsque les billets circulent à l'intérieur

du pays, le gain de seigneurage existe, mais comme il est prélevé sur les résidents, il n'y a pas de bénéfice net à attendre au niveau du pays. Lorsque la monnaie est internationale, le seigneurage est bien plus favorable puisque le gain est obtenu sur le reste du monde : il permet de financer la dette extérieure sans coût. Pour les États-Unis, en valeur actuelle, le gain correspond au 0,5 trillion de dollars de billets en circulation à l'étranger, si on néglige leur coût de production. Une autre façon de l'exprimer est de calculer le gain réalisé chaque année par la circulation de billets, qui réduit la dette et donc les intérêts à verser. Si le taux d'intérêt sur les emprunts d'État est de 2 % par exemple, l'économie est de 10 milliards de dollars environ.

On peut aussi inclure dans les gains de seigneurage ceux qui résultent des réserves officielles déposées par les pays étrangers aux États-Unis. En effet, les banques centrales qui achètent la dette publique américaine le font pour acquérir des réserves en monnaie internationale et sont très peu sensibles au rendement offert. Cette demande que l'on peut qualifier de « captive » contribue à faire baisser les taux d'intérêt sur les emprunts souverains américains. L'écart entre les intérêts qui seraient versés en l'absence de ce comportement des banques centrales étrangères et les intérêts effectivement versés sur la dette américaine représente donc un gain directement lié au statut de monnaie internationale. Un certain nombre d'études économétriques ont tenté de chiffrer cet effet. Leurs résultats montrent que le statut de monnaie de réserve abaisse significativement le taux d'intérêt sur la dette américaine, quoique l'amplitude de la baisse soit très variable selon les méthodes utilisées, allant de 0,3 % à 2 % [McKinsey Global Institute, 2009]. Pour donner un ordre de grandeur de cet effet, on peut retenir une estimation moyenne entre 0,5 et 0,7 point de pourcentage. Comme la dette publique américaine est à peu près égale à 100 % du PIB, l'économie annuelle réalisée représente 0,5 % à 0,7 % du PIB, ce qui correspond à une fourchette entre 85 et 120 milliards de dollars. En additionnant les gains des deux postes, réserves officielles et billets, le total des gains de seigneurage pourrait être estimé autour des 100 milliards de dollars par an, pour donner un ordre de grandeur approximatif.

Dans les années 1960, Giscard d'Estaing, alors ministre des Finances du général de Gaulle, dénonçait le « privilège exorbitant » des États-Unis d'émettre la monnaie internationale. La formule n'a cessé d'être reprise depuis lors, peut-être parce qu'elle se traduit littéralement en anglais (*exorbitant privilege*) mais surtout car elle reste justifiée aujourd'hui par l'ampleur des gains de seigneurage qui reviennent aux États-Unis.

Cependant, le privilège d'émettre la monnaie internationale engendre aussi des inconvénients. C'est la raison pour laquelle des pays comme le Japon ou l'Allemagne ont tenté de freiner le processus d'internationalisation de leur monnaie dans les années 1980 ; ceci peut aussi expliquer l'attitude actuelle de la Chine qui continue de limiter l'utilisation du yuan par les non-résidents. En effet, l'attraction exercée par la monnaie internationale sur l'ensemble des investisseurs mondiaux contribue à en soutenir artificiellement le cours, ce qui peut donner lieu à une surévaluation et pénaliser le commerce extérieur du pays émetteur. Le déficit permanent de la balance des paiements américaine peut être dû en partie à cette situation. Si l'on prenait en compte les effets induits sur le taux de change et la perte de compétitivité qui en résulte pour les producteurs nationaux, le privilège de l'émetteur de monnaie internationale pourrait se révéler bien moins exorbitant qu'attendu. McKinsey Global Institute [2009] chiffre entre 85 et 115 milliards de dollars les coûts dus à la perte de compétitivité du dollar du fait de son rôle international, soit presque autant que les gains de seigneurage.

### III / Les fluctuations des cours du dollar : origines et conséquences

Le dollar est une monnaie flottante puisque son cours se détermine selon l'offre et la demande sans intervention des autorités américaines. Si certains pays choisissent de fixer le cours de leur monnaie par rapport à lui, ils doivent assumer seuls leur décision en intervenant sur le marché des changes, sans que cela engage le gouvernement américain. Cette situation perpétue la tradition de « douce insouciance » (*benign neglect*) vis-à-vis de la valeur externe de la monnaie, née au temps où le système de Bretton Woods plaçait les États-Unis au centre du système monétaire international. Ainsi, au début des années 1970, le secrétaire d'État au Trésor John Connally lançait-il à une délégation européenne l'adage resté célèbre : « Le dollar est notre monnaie mais votre problème. »

Qu'en est-il aujourd'hui ? La valeur du dollar est-elle vraiment indifférente pour l'économie américaine ? Certes, plus un pays est grand et développé, plus sa production se dirige vers son marché intérieur et moins son commerce extérieur pèse dans sa croissance. Ainsi un faible degré d'ouverture (défini comme la moyenne des exportations et des importations rapportée au PIB) réduit l'impact du taux de change sur l'économie. C'est pourquoi les grands pays, comme les États-Unis, mais aussi la zone euro prise dans son ensemble, peuvent assumer plus facilement les fluctuations de leur monnaie. Cependant, le processus de mondialisation accompagné par la désindustrialisation des pays avancés a augmenté inévitablement les degrés d'ouverture, si bien que les cours de change ont nécessairement des répercussions économiques internes. Les États-Unis n'échappent pas à la règle car le solde de la balance commerciale américaine dépend bien du taux de change, comme c'est le cas pour tous les pays du monde.

Avant de s'interroger sur les causes et les conséquences du cours du dollar, il faut pouvoir disposer d'un outil capable de mesurer la valeur

externe d'une monnaie d'une manière adéquate. D'une part, il faut pouvoir calculer la variation du cours de change par rapport à un grand ensemble de devises de manière synthétique. On recourt pour cela à un taux de change dit *effectif*, ou multilatéral, qui est une moyenne pondérée des cours contre les principales devises, la pondération reflétant les parts des différents partenaires dans le commerce extérieur des États-Unis (voir encadré p. 67). D'autre part, il faut prendre en compte l'évolution relative des prix entre les pays. En effet, la valeur d'une monnaie dépend avant tout de son pouvoir d'achat, c'est-à-dire de la quantité de biens qu'elle permet d'acquérir dans le pays et à l'étranger. Par exemple, supposons que le cours du dollar se déprécie contre yen, passant de 100 yens par dollar à 90 l'année suivante. Si les prix n'ont pas varié dans les deux pays, les produits américains deviennent 10 % moins chers pour les Japonais, ce qui améliore leur compétitivité. Si, en revanche, l'inflation américaine a été supérieure de 10 % à celle du Japon, un produit américain qui valait 1 dollar ou 100 yens précédemment vaut toujours à peu près le même prix l'année suivante (soit 1,10 dollar multiplié par 90) ; autrement dit, malgré la variation du taux de change, le commerce extérieur n'a pas lieu d'être affecté. Pour tenir compte de cette évolution relative des prix, on utilise un taux de change « réel ». Dans notre exemple précédent, où la dépréciation du dollar compense exactement la montée relative des prix aux États-Unis, le taux de change réel est inchangé. En étendant cette notion à plusieurs devises, on calcule un taux de change réel effectif ou multilatéral, comme une moyenne pondérée des taux de change réels par rapport aux principaux partenaires commerciaux. Cet indicateur permet d'évaluer la valeur externe du dollar : lorsqu'il augmente, le dollar se renforce par rapport aux autres devises.

Bien qu'elle soit soumise à d'amples fluctuations, la valeur externe du dollar ainsi définie semble décliner tendanciellement lorsqu'on la considère en perspective historique. Ce déclin, représenté par les tendances baissières tracées sur le graphique 5, est surtout le fait des années 1970, période durant laquelle le billet vert a perdu environ un tiers de sa valeur, avec ses dévaluations successives puis la mise en flottement généralisée des monnaies. À partir des années 1980, la valeur du dollar oscille, alternant successivement des périodes d'appréciation et de dépréciation.

### La valeur externe du dollar mesurée par le taux de change effectif

Le taux de change effectif d'une monnaie représente ses fluctuations relativement à un panier de devises. Plus précisément, c'est une moyenne pondérée des variations cumulées des taux de change bilatéraux par rapport aux principaux partenaires commerciaux. Il peut être défini de manière nominale ou réelle.

(1) Le taux de change effectif nominal du dollar se construit de la manière suivante :

$$TCE_t = \prod_{i=1}^N TC_{it}^{w_i}$$

où  $TCE_t$  est le taux de change effectif du dollar à la période  $t$  calculé par rapport à un ensemble de  $N$  monnaies ;  $TC_{it}$  est le taux de change du pays  $i$  contre dollar à la période  $t$ , exprimé en nombre d'unités de monnaies du pays  $i$  par dollar et mis en base 100 pour une année donnée, par exemple 2010 ;  $w_i$  est la pondération du pays  $i$  dans le taux de change effectif du dollar, elle reflète l'importance du pays  $i$  dans le commerce extérieur américain, la somme des pondérations étant égale à 1.

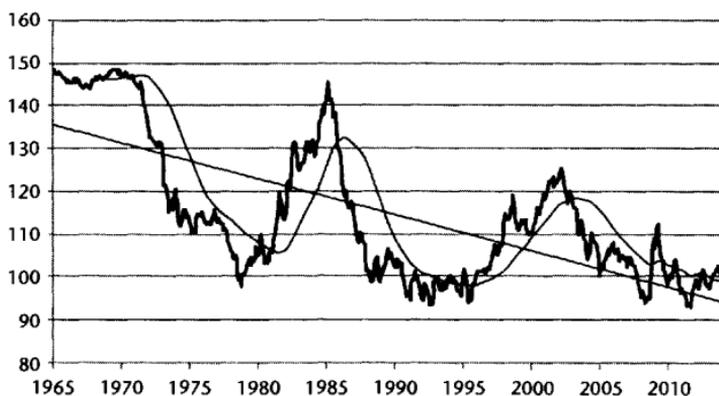
(2) Le taux de change effectif réel du dollar mesure l'évolution du prix des biens aux États-Unis par rapport à ceux des partenaires commerciaux étrangers ; il est obtenu en tenant compte du différentiel d'inflation entre les États-Unis et leurs partenaires :

$$TCER_t = \prod_{i=1}^N \left[ TC_{it} \frac{P_{US}}{P_i} \right]^{w_i}$$

où  $P_{US}$  ( $P_i$ ) est l'indice des prix aux États-Unis (respectivement dans le pays  $i$ ) pris en base 100 pour la même année.

Plus le taux de change effectif réel du dollar augmente, plus les produits américains sont chers pour les non-résidents. La montée du taux de change réel effectif traduit donc une perte de compétitivité pour les producteurs américains.

Graphique 5. Taux de change effectif réel du dollar, 1965-2013, base 100 en 2005, tendance linéaire et moyenne mobile sur quatre ans



Source : BRI.

## La politique monétaire américaine au cœur du cycle économique

Comme celui de toutes les autres monnaies, le taux de change du dollar fluctue en fonction d'un grand nombre de facteurs, tels que le différentiel de taux d'intérêt avec l'étranger, la productivité de l'économie, le solde des paiements courants ou les perspectives de croissance économique. Tous ces éléments qui déterminent l'attractivité relative d'un placement aux États-Unis pour les investisseurs internationaux jouent tour à tour un rôle plus ou moins accentué selon les périodes et les préoccupations des participants de marché. Cependant, parmi tous ces facteurs, le taux d'intérêt joue un rôle prépondérant car il agit directement sur le rendement relatif des placements en devises. S'il augmente aux États-Unis par rapport à l'étranger, le rendement des fonds en dollar devient plus attractif, ce qui encourage la demande de dollars et renchérit le taux de change. En comparaison, les autres facteurs ne jouent qu'indirectement, car ils n'affectent le taux de change qu'à travers l'influence réelle ou supposée qu'ils peuvent exercer sur le taux d'intérêt. Par exemple, une plus forte croissance anticipée est susceptible de déclencher un relèvement du taux d'intérêt et donc de faire monter la valeur du dollar. En fixant les taux d'intérêt, la politique monétaire américaine est donc déterminante pour la valeur externe du dollar.

### *Les objectifs de la Fed et la gestion par les taux d'intérêt*

Comme toutes les banques centrales indépendantes, la Federal Reserve Bank définit la politique monétaire du pays. Plus précisément, elle fixe un objectif de taux d'intérêt directeur sur le marché monétaire dans les réunions de son Federal Open Market Committee (FOMC). Ce taux directeur est le taux des fonds fédéraux (*federal funds rate*) qui s'applique aux emprunts interbancaires au jour le jour. L'objectif de taux est atteint par des procédures de marché pilotées par la Federal Reserve Bank of New York. Il s'agit d'acheter ou vendre des titres d'État sur le marché monétaire pour apporter ou retirer de la liquidité aux banques, de façon à faire varier le taux d'intérêt (à la baisse en cas d'achat, à la hausse en cas de vente) et l'amener ainsi sur la cible définie par le FOMC.

Ce taux directeur influence l'ensemble des taux d'intérêt à court terme et même à long terme par l'intermédiaire des anticipations des agents. En effet, les taux d'intérêt à long terme dépendent largement des anticipations sur les taux courts qui prévaudront dans la succession des courtes périodes menant jusqu'à leur maturité. Jusqu'à

la crise financière de 2008, la banque centrale américaine n'intervenait pas sur les marchés de titres à long terme, elle se contentait d'exercer une influence indirecte en orientant les anticipations des agents.

C'est en faisant varier les taux d'intérêt que la banque centrale tente de réaliser les objectifs ultimes qui lui sont assignés. Aux États-Unis, ces objectifs sont inscrits dans le *Federal Reserve Act*, acte fondateur de la banque centrale en 1913 (chapitre 1), modifié par le *Banking Act* en 1935, puis en 1978. Contrairement à la banque centrale européenne dont la mission est essentiellement tournée vers la stabilité des prix, les objectifs de la Fed sont triples, puisqu'il s'agit de garantir la stabilité des prix, le plein-emploi ainsi que de faibles taux d'intérêt à long terme. Plus récemment, la crise de 2008 a montré que la stabilité financière devait aussi figurer au cœur des missions des banques centrales, et la Fed, comme les autres banques centrales, en a tenu compte pour infléchir sa politique.

#### *La douce insouciance des pouvoirs publics vis-à-vis de la valeur du dollar*

La politique monétaire américaine ne prend pas en compte le cours du dollar pour fixer ses taux d'intérêt. Le taux de change est considéré comme une simple résultante de la politique monétaire qui est mue par des objectifs exclusivement internes. C'est d'ailleurs aussi le cas en zone euro, où le taux de change n'entre pas dans les objectifs de la banque centrale.

D'une manière générale, les pouvoirs publics américains montrent assez peu d'intérêt pour la valeur externe de leur monnaie. Cependant, ils ne peuvent pas s'en désintéresser totalement, au moins à certaines périodes critiques où celle-ci a des conséquences dommageables sur le commerce extérieur. Aux États-Unis, comme en zone euro, ce sont les gouvernements et non les banques centrales qui sont chargés de cette question. Ainsi, le Trésor américain est théoriquement en charge de la politique de change et susceptible de demander à la Fed d'intervenir sur le marché pour remédier à une situation qu'il jugerait déstabilisante pour l'économie américaine.

Même si les grandes monnaies comme le dollar, l'euro ou le yen sont flottantes, il y a toujours des moments où les gouvernements voudraient pouvoir modifier un cours de change qu'ils jugent défavorable au développement économique de leur pays. Ces moments correspondent à des mésalignements avérés des monnaies, et plus particulièrement à des surévaluations massives, qui sont les situations les plus préoccupantes pour le commerce extérieur. Une surévaluation peut être repérée principalement par deux signes : d'une part,

une forte augmentation du taux de change effectif réel sur la période antérieure, d'autre part, une dégradation du commerce extérieur, qui ne puisse être expliquée par un simple décalage de la demande intérieure par rapport aux partenaires commerciaux. Ainsi, bien que le yen soit une monnaie flottante, les autorités nippones se préoccupent régulièrement de sa valeur et peuvent ainsi intervenir sporadiquement sur le marché des changes pour en stabiliser le cours.

Par comparaison, les États-Unis interviennent beaucoup plus rarement sur le marché des changes. Lorsqu'ils le font, c'est dans un cadre concerté avec les autres grands pays industrialisés du G7. Le marché des changes en dollar concerne *a priori* toutes les monnaies ; faire monter ou baisser sa valeur suppose donc de pouvoir verser des sommes considérables. Les États-Unis ne disposant que d'un stock limité de devises, les rares fois où ils interviennent, c'est en accord avec les autres banques centrales émettrices des grandes monnaies. Ainsi en 1985, alors que le dollar était manifestement surévalué après cinq années d'appréciation continue et que le commerce extérieur américain était particulièrement dégradé, les cinq grands pays (États-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni) ont convenu de le faire baisser dans les accords dits du « Plaza », du nom de l'hôtel où avait lieu la réunion. Ces accords prévoyaient des interventions concertées des banques centrales pour acheter des deutsche Mark et des yens. En 1987, au contraire, il s'agissait de faire remonter le billet vert ; ce qui a été décidé dans les accords dits du « Louvre ».

L'examen du taux de change effectif réel du dollar représenté sur le graphique 5 montre que les accords du Plaza en 1985 ont bien été suivis d'une dépréciation du dollar, comme cela était attendu ; mais ceux du Louvre en 1987 n'ont pas réussi à renverser la tendance, le billet vert ayant continué à se déprécier tendanciellement jusqu'au début de l'année 1995. À cette date, la dépréciation du dollar s'étant encore accentuée, de nouvelles interventions concertées ont été décidées pour le faire remonter, qui cette fois ont été suivies par une appréciation du change effectif réel. Il est vrai que la politique de taux zéro pratiquée au Japon à l'époque explique aussi la remontée du dollar. Depuis août 1995, les États-Unis ne sont intervenus que deux fois sur le marché des changes, l'une étant à la demande des Européens en 2000 pour faire remonter le cours de l'euro tombé à 0,8 dollar par euro ; l'autre à la demande du G7 au lendemain du tsunami japonais de 2011, qui avait paradoxalement renforcé le yen.

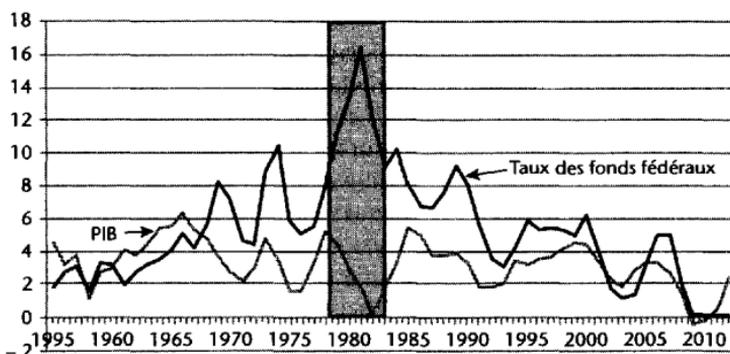
### *Une politique contracyclique*

Conformément à ses objectifs, la banque centrale américaine manie le taux d'intérêt à court terme en fonction de la croissance économique et de l'inflation, en essayant de maintenir des anticipations de taux d'intérêt à long terme les plus faibles possible. Les taux d'intérêt sont abaissés pendant les récessions de façon à stimuler la demande de crédit, la dépense et donc l'activité économique ; ils sont relevés en phase d'expansion de façon à éviter la surchauffe de l'économie et maîtriser les tensions inflationnistes. Dans cette approche, la politique monétaire est vouée à stabiliser le cycle économique et les prix, sans que l'on puisse en attendre d'effet à long terme sur l'économie réelle. Elle est ainsi censée influencer la demande à court terme en jouant sur les arbitrages entre consommation (ou investissement) et épargne. L'impact de cette politique sur les autres pays n'est pas pris en compte.

La politique monétaire américaine est donc résolument centrée sur la stabilisation du cycle économique interne. L'observation des statistiques permet de constater que le taux d'intérêt américain est bien corrélé positivement à la croissance économique du pays. Cette relation, qui transite par la réaction de la banque centrale au cycle économique, est représentée sur le graphique 6 pour la période allant de 1955 à 2012. Les taux d'intérêt et les taux de croissance du PIB y évoluent effectivement de concert, sauf autour de l'année 1980 où Paul Volker (le président du conseil des gouverneurs de l'époque) a changé brutalement de politique monétaire pour casser l'inflation, provoquant un pic des taux d'intérêt qui a déclenché une sévère récession.

Considérons précisément l'ensemble des récessions américaines telles qu'elles sont définies par le National Bureau of Economic Research (NBER) qui fait autorité en la matière en évaluant les phases de déclin significatif de l'économie grâce à des méthodes statistiques d'analyse des cycles. Depuis 1955, neuf récessions ont été répertoriées par le NBER : 1957-1958, 1960-1961 ; 1969-1970 ; 1973-1975 ; 1980 ; 1981-1982 ; 1990-1991 ; 2001 ; 2007-2009. Durant chacun de ces épisodes, la banque centrale américaine a systématiquement abaissé ses taux d'intérêt pour soutenir l'économie. À la suite de chaque récession à l'inverse, les taux d'intérêt ont eu tendance à remonter, sauf la dernière où ils sont restés bloqués à la barrière du taux zéro. La seule exception à cette ligne de conduite s'est produite en 1980, date à laquelle la récession, loin d'avoir été combattue par une baisse des taux, a été causée directement par leur relèvement. Cet épisode est très particulier, puisqu'il s'agissait d'un changement de méthode dans la politique monétaire, dont l'objectif intermédiaire

**Graphique 6. Taux d'intérêt à court terme et taux de croissance du PIB réel aux États-Unis**



Note : Taux des fonds fédéraux au jour le jour, source : Federal Reserve Board ; taux de croissance du PIB réel, source : Bureau of Economic Analysis, pris en moyenne mobile sur trois ans. En grisé : la période autour de 1980 de taux d'intérêt élevés.

habituel de taux d'intérêt avait été remplacé par un objectif de base monétaire ; les taux d'intérêt fluctuaient alors librement pour s'adapter à la quantité de monnaie décidée par la Fed. Cette méthode, ayant provoqué une envolée désastreuse des taux d'intérêt et une récession brutale, a été promptement abandonnée la même année.

#### *La politique monétaire dans la crise économique de 2008*

À la suite de la crise des *subprimes*, démarrée à l'été 2007, mais surtout de la chute de Lehman Brothers en septembre 2008, la banque centrale américaine a radicalement changé sa politique, comme toutes les banques centrales dans les pays avancés confrontés à la crise. Premièrement, il s'agissait de prévenir les faillites en chaîne dans le secteur financier et donc de fournir toutes les liquidités nécessaires pour maintenir ce secteur à flot malgré les pertes considérables qui avaient déjà été subies. D'autre part, il fallait endiguer aussi énergiquement que possible les forces récessives qui déferlaient sur l'économie, les ménages américains très endettés se retrouvant exsangues après la chute des prix de l'immobilier et de la Bourse, et les entreprises découragées d'investir dans ce contexte.

Il en a résulté des changements radicaux dans la politique monétaire qui ont permis d'éviter la dépression et ont sans doute indirectement influencé le cours du dollar. La politique dite « non

conventionnelle », ou de *quantitative easing* mise en place après la crise s'écarte de la politique habituelle essentiellement sur trois points : (1) les taux d'intérêt ont été abaissés à leur plancher de zéro ; (2) la Fed a fourni aux banques et même aux institutions financières non bancaires solvables toutes les liquidités nécessaires pour éviter leur cessation de paiement en rachetant des titres privés qui n'étaient pas habituellement acceptés dans les opérations de refinancement et qu'il n'était plus possible de vendre à des conditions normales de marché ; (3) la banque centrale a aussi acheté d'énormes montants d'obligations d'État ainsi que des titres émis par les agences publiques de financement du logement (Fannie Mae et Freddie Mac), de façon à faire baisser les taux d'intérêt à long terme. Toutes ces mesures combinées visaient à stimuler la demande de crédit pour faire repartir la dépense tout en préservant la viabilité du système bancaire mis à mal par la crise, ce qui permettait d'éviter l'effondrement de l'offre de crédit. Dans la période la plus critique d'octobre à décembre 2008, la Fed a conclu des accords de *swaps* avec les autres grandes banques centrales des pays avancés pour remplacer le marché monétaire international du dollar qui ne fonctionnait plus, afin de fournir les liquidités nécessaires au paiement du commerce international. Cette coopération a été étendue à quelques autres pays, comme la Corée ou le Mexique.

D'une manière générale, cette politique d'achat de titres par la Fed a considérablement augmenté la taille de son bilan, ce qui a entraîné une expansion sans précédent de la base monétaire américaine. Sur le plan extérieur, la politique de taux zéro a créé une abondance de dollars, qui a sans doute contribué à en faire baisser le cours. La création de liquidités internationales a aussi alimenté les flux de capitaux vers les pays émergents, renchérissant la valeur de leurs monnaies (chapitre III, section « Les effets de la politique monétaire à taux zéro sur les pays émergents »).

### **Mouvements des taux d'intérêt et valeur externe du dollar**

Les fluctuations des monnaies dépendent de l'offre et de la demande, qui elles-mêmes sont fonction d'un grand nombre de facteurs reflétant l'humeur capricieuse des marchés. L'accent est mis sur tel ou tel facteur selon l'actualité et les risques perçus par les investisseurs, si bien que les modèles de taux de change ont bien du mal à prévoir les cours par des variables économiques fondamentales. Il n'en demeure pas moins que, comme pour tous les actifs, la valeur d'une monnaie dépend avant tout de son rendement anticipé, lui-même fonction du taux d'intérêt.

*Les fluctuations du dollar dépendent de la politique monétaire anticipée*

Le prix de tout actif financier dépend avant tout de l'espérance des rendements qu'il pourra dégager dans le futur. Le taux de change n'échappe pas à cette règle. Comme c'est un prix relatif entre deux monnaies, son rendement anticipé s'exprime comme la différence des rendements entre les deux devises. Il est donc égal à la différence de leurs taux d'intérêt à laquelle il faut ajouter l'anticipation d'appréciation du change qui aura lieu au cours de la période de placement (ou soustraire la dépréciation s'il y a lieu). Dans ce cadre, une hausse des taux d'intérêt aux États-Unis, qu'elle soit effective ou anticipée, a tendance à augmenter le taux de change du dollar, puisque davantage d'investisseurs voudront acheter du dollar pour bénéficier de rendements élevés. *A contrario*, une baisse des taux d'intérêt américains pousse à la dépréciation du dollar (voir encadré p. 75).

Pour illustrer cette relation, considérons le taux de change réel du yen contre dollar et le différentiel de taux d'intérêt entre les deux pays qui sont représentés depuis 1980 sur le graphique 7. La dépréciation du dollar est bien au rendez-vous lorsque la Fed baisse violemment ses taux d'intérêt pendant les récessions, notamment en 1992 et en 2008-2009. À l'inverse, les périodes de remontée des taux américains en 1981 ou en 2005-2006 correspondent à une appréciation du dollar, même si la relation peut sembler plus lâche sur les autres périodes.

Au-delà de ces fluctuations, il est intéressant de constater que le différentiel d'intérêt est resté positif en faveur des États-Unis sur toute la période allant de 1995 à 2007, alors que la banque centrale du Japon a maintenu ses taux d'intérêt quasiment à zéro pour tenter de juguler la crise financière nipponne et son effet déflationniste prolongé. Cette situation a conduit à une hausse continue du dollar par rapport au yen sur toute cette période. Ce n'est qu'en 2008, lorsque la Fed a décidé d'abaisser son taux d'intérêt à zéro, annulant ainsi son différentiel avec le Japon, que la tendance s'est renversée, laissant place à une dépréciation du dollar/yen. Dans les deux cas, ces mouvements de change ont été sous-tendus par des opérations de portage ou *carry trades*.

*Les effets de la politique monétaire à taux zéro sur les pays émergents*

Lorsqu'une monnaie internationale peut être empruntée à zéro pour cent, c'est-à-dire sans coût, il y a là des possibilités de profit sans mise de fonds initiale pour les agents qui aiment le risque. Les opérations de portage ou *carry trades* consistent à emprunter la monnaie à bas taux d'intérêt et à placer les fonds ainsi obtenus sur une monnaie à haut rendement. Dans la pratique, ceci est équivalent à acheter

### La parité non couverte des taux d'intérêt et les carry trades

#### La parité non couverte des taux d'intérêt

Si les agents sont neutres vis-à-vis du risque et qu'ils peuvent arbitrer librement entre les monnaies, les rendements attendus s'égalisent entre les différentes devises par les opérations d'arbitrage. Ainsi il n'y a aucun excès de rendement à attendre en se plaçant sur une monnaie plutôt que sur une autre. Tout écart de taux d'intérêt positif en faveur d'une monnaie A par rapport à une monnaie B ne fait que compenser exactement la dépréciation anticipée de cette monnaie A par rapport à B sur la période de maturité.

Cette relation, dite parité non couverte des taux d'intérêt (PNCTI), s'écrit approximativement de la manière suivante :

$$i_{A,t} - i_{B,t} = E_t(s_{t+1} - s_t) \quad (1)$$

où  $i_{j,t}$  est le taux d'intérêt pour la monnaie  $j$  ;  $j = A, B$  ;  $s_t$  est le taux de change entre A et B exprimé en nombre d'unités de la monnaie A par unité de monnaie B, pris en logarithme (A se déprécie lorsque  $s_t$  augmente).

#### L'excès de rendement anticipé ou prime de risque

Si les agents sont averse au risque, la PNCTI n'est plus valable, car il faut tenir compte d'une prime de risque  $\rho_t$  ou excès de rendement anticipé sur la monnaie A par rapport à B :

$$i_{A,t} - i_{B,t} = E_t(s_{t+1} - s_t) + \rho_t \quad (2)$$

Les relations (1) et (2) permettent de comprendre deux points importants :

(i) en changes flottants, toutes choses égales par ailleurs, une hausse de taux d'intérêt dans le pays A se traduit par une appréciation instantanée de sa monnaie (baisse du taux de change  $s_t$ ) ;

(ii) un taux d'intérêt élevé sur une monnaie A par rapport à B traduit une dépréciation anticipée de A contre B.

L'excès de rendement anticipé  $\rho_t$  couvrant le risque de change est *a priori* positif pour la monnaie dont la dépréciation est anticipée, c'est-à-dire celle dont le taux d'intérêt est le plus élevé.

$$i_{A,t} > i_{B,t} \Leftrightarrow \rho_t > 0 \quad (3)$$

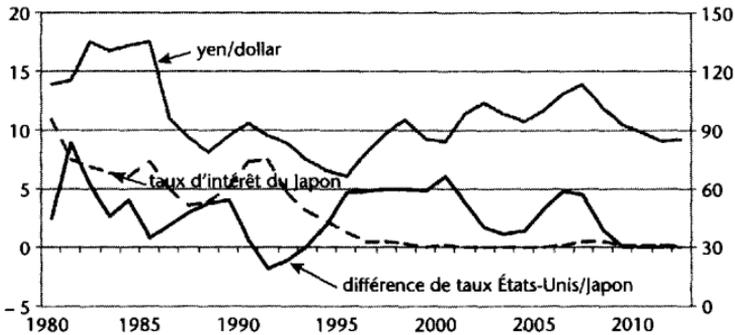
#### Les carry trades

Les carry trades ou opérations de portage visent à récupérer ces excès de rendement en se plaçant systématiquement sur les monnaies à taux d'intérêt élevés (A) après avoir emprunté celles qui ont des taux d'intérêt bas (B). Leur rendement anticipé est donc égal à  $\rho_t = i_{A,t} - i_{B,t} - E_t(s_{t+1} - s_t)$  qui est positif en moyenne sur longue période, quoique naturellement la stratégie soit risquée.

Concrètement, les carry trades sont réalisés par des achats à terme de la monnaie A contre B. A est achetée avec un discount égal au différentiel d'intérêt entre les deux pays. Le gain de l'opération provient du fait que la plupart du temps, à maturité, la monnaie A ne se déprécie pas autant que le différentiel de taux (et même s'apprécie).

Cependant, les gains des carry trades ont tendance à se retourner pendant les épisodes de crises aiguës. Lorsque l'aversion pour le risque augmente, les investisseurs débouclent leurs carry trades : les monnaies à taux d'intérêt élevés se déprécient brusquement et celles à bas taux d'intérêt ont alors tendance à remonter pour servir de valeurs refuges. C'est ce qui est arrivé après la chute de Lehman Brothers en septembre 2008. Cette situation s'est reproduite en 2013, lorsque la Réserve fédérale a annoncé qu'elle allait réduire sa politique d'achats de titres, créant une forte incertitude sur les marchés financiers internationaux.

Graphique 7. Taux de change réel du yen/dollar, différence de taux d'intérêt entre les États-Unis et le Japon, et taux d'intérêt japonais



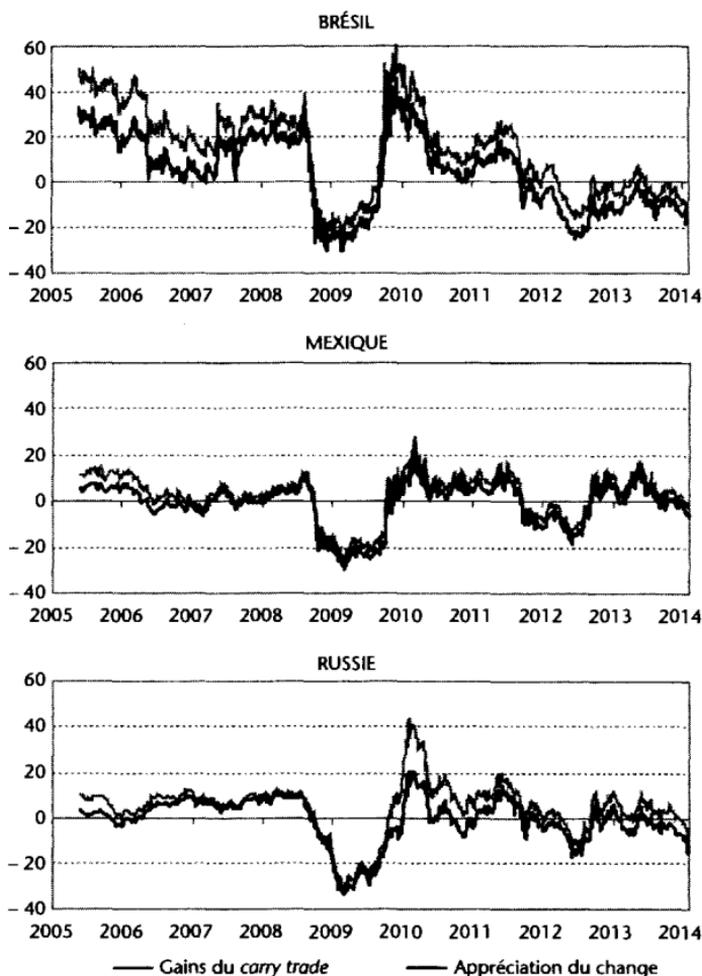
Note : taux de change réel yen/dollar déflaté par les prix à la consommation, base 100 en 2005 ; une appréciation correspond à une hausse du dollar ; taux d'intérêt des fonds fédéraux américains et du taux du marché monétaire au jour le jour japonais.

Source : FMI.

à terme la monnaie à taux d'intérêt élevé en vendant l'autre devise (voir encadré p. 75). Ces opérations permettent d'empocher le différentiel de taux d'intérêt, si le taux de change ne varie pas. Elles sont bien sûr très risquées puisque, si la monnaie empruntée s'apprécie, le remboursement de l'emprunt sera plus cher, ce qui pourra absorber tout le différentiel d'intérêt ou même davantage. Toutefois, la mise en œuvre à grande échelle de ces *carry trades* contribue à faire déprécier la monnaie à taux d'intérêt zéro, tandis que les autres monnaies à taux d'intérêt plus élevés ont tendance à se renforcer, ce qui augmente le gain de ces opérations. Ainsi, de nombreuses études ont montré que les *carry trades* ont tendance à produire un excès de rendement positif sur le long terme ; mais ils ont aussi la capacité de générer d'énormes pertes pendant les périodes de crises financières.

Ainsi, jusqu'à la crise de 2008, la politique monétaire à taux zéro du Japon commencée au milieu des années 1990 a suscité des opérations de portage de grande ampleur qui ont exercé une pression baissière sur le yen. Ces opérations ont été globalement très rentables sur la période de 1995 à 2007. Investir en dollars en empruntant du yen permettait par exemple d'encaisser le différentiel d'intérêt entre les deux pays, de l'ordre de 4 à 5 % en moyenne, plus l'appréciation du dollar contre yen, le tout sans mise de fonds initiale. De même, les taux d'intérêt étant supérieurs dans les pays émergents à ceux des

Graphique 8. Rendements des *carry trades* à un an fondés en dollar et investis en devises émergentes, et appréciation de ces monnaies contre dollar sur un an, en % annuel



États-Unis, de nombreux *carry trades* ont été effectués en achetant à terme les devises émergentes contre dollar. Les rendements ont été très importants dans les années qui ont précédé la crise de 2008, comme le montre le graphique 8.

La faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 a mis brutalement fin à ces opérations, en déclenchant des pertes considérables pour les participants de marché. Ceux-ci se sont trouvés contraints de

déboucler rapidement leurs *carry trades* pour réduire leur exposition au risque. Il en a résulté des ventes massives de monnaies émergentes, qui se sont alors violemment dépréciées (graphique 8). Parallèlement, le dollar et surtout le yen jouaient le rôle de valeurs refuges en s'appréciant pendant la crise. (Sur les déboucllements des *carry trades* pendant les crises, voir Coudert et Mignon [2013] ; sur le rôle du dollar comme valeur refuge pendant les crises, voir Coudert, Guillaumin et Raymond [2014].)

Une fois la confiance revenue dans les pays émergents, les taux d'intérêt abaissés à zéro aux États-Unis ont inévitablement créé de nouvelles incitations à repartir dans ces stratégies de *carry trades*. Comme auparavant, les flux de capitaux en recherche de rendement et alimentés par une liquidité obtenue à coût nul se sont à nouveau massivement investis dans les pays émergents. Il en a résulté de fortes pressions haussières sur ces monnaies contre dollar. Certains pays, comme le Brésil, ont réagi en instaurant des taxes aux entrées de capitaux de façon à en réduire les montants et limiter l'appréciation de leur monnaie. Le débat sur la « guerre des monnaies » était lancé. Le Brésil accusait la politique monétaire américaine à taux zéro de provoquer une dépréciation du dollar, pénalisant les exportations des pays émergents. C'est là le problème inextricable d'une devise internationale dominante. Les taux d'intérêt américains ont été portés à zéro pour tenter de soutenir l'économie intérieure sans prise en compte des effets sur le reste du monde. S'il en a résulté une faiblesse du dollar, celle-ci a été bienvenue pour le commerce extérieur américain, mais sans pour autant constituer l'objectif de la Fed dans la conduite de sa politique monétaire.

En tout état de cause, que ce soit son intention ou non, la politique monétaire américaine influence bel et bien la valeur du dollar et donc celle des autres monnaies. Ainsi, la politique monétaire américaine a un impact décisif sur les flux de capitaux internationaux, notamment vers les pays émergents. Lorsqu'elle est expansive, les capitaux internationaux affluent vers ces pays, poussant à la hausse leurs devises ; lorsqu'elle se resserre, les capitaux se retirent, provoquant la dépréciation de ces devises et causant éventuellement des crises de change.

En réalité, il n'est pas nécessaire que les taux d'intérêt américains varient pour que se produisent ces mouvements de yo-yo sur le marché des changes. De simples discours du gouverneur de la Fed peuvent suffire à retourner les marchés mondiaux. Par exemple, lorsque Ben Bernanke annonça en mai 2013 que la Fed sortirait prochainement de sa politique monétaire non conventionnelle, les anticipations de remontée des taux d'intérêt américains se traduisirent aussitôt par des retraits de capitaux massifs des pays émergents

et des violentes dépréciations de leurs monnaies (en Afrique du Sud, au Brésil, en Inde, Indonésie, Turquie...), leurs banques centrales étant obligées d'intervenir et de remonter leurs taux d'intérêt. En octobre 2013, lorsque Bernanke annonçait que cette sortie serait différée, ces mêmes monnaies s'appréciaient brutalement, pour sombrer à nouveau en janvier 2014. Toute annonce d'inflexion dans la politique monétaire américaine est donc susceptible de déstabiliser les marchés des changes, sans que les pays affectés aient la possibilité de s'en prémunir.

### **Le dollar et le déficit extérieur américain**

Le statut international du dollar facilite le financement du déficit extérieur américain et peut conduire à un afflux de capitaux qui surévalue la monnaie. Mais ces facteurs financiers n'expliquent pas entièrement l'existence d'un déficit commercial quasiment continu depuis le milieu des années 1970. Le déficit trouve aussi son origine dans l'économie réelle et dans la propension à consommer du pays.

#### *Le déficit commercial corrélé au cours du dollar*

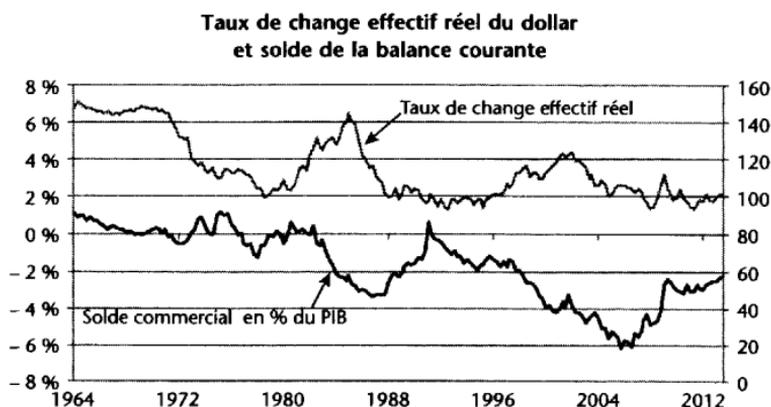
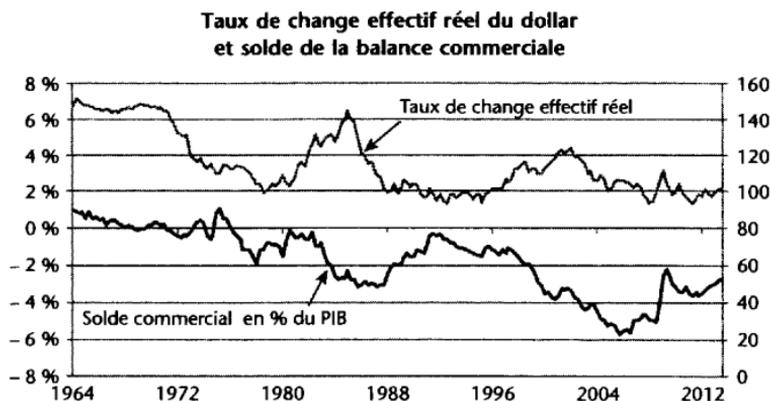
Le solde commercial dépend essentiellement de deux facteurs : un effet volume lié à la demande adressée par les partenaires relativement à la demande intérieure, et un effet prix lié au taux de change réel. En ce qui concerne l'effet volume, on peut le comprendre facilement en considérant un monde simplifié où les importations augmenteraient au même rythme que la demande intérieure. Si la demande croît de 1 % plus vite dans un pays que dans le reste du monde, ses importations vont alors augmenter de 1 % plus vite que ses exportations, puisque celles-ci dépendent de la demande moins dynamique des autres pays. Le pays dont le taux de croissance est supérieur à celui de ses partenaires voit donc son déficit extérieur augmenter, toutes choses égales par ailleurs. En toute rigueur, il faudrait considérer non la croissance elle-même mais l'écart à la croissance potentielle, car une économie avec une demande en forte croissance peut limiter le recours aux importations si elle dispose de capacités de production non utilisées. Il faudrait aussi tenir compte de l'arithmétique malheureuse du déficit : une fois le déficit installé, si les exportations croissent au même rythme que les importations, le déficit continue de se creuser inexorablement (par exemple, si les exportations ne représentent que 50 % des importations et que les deux croissent de 10 % l'an, le déficit augmente aussi de 10 % l'an).

Au total, cet effet volume a sans doute joué pour creuser le déficit américain. D'un côté, les ménages ont continué à poursuivre le « rêve américain » de prospérité fondé sur une consommation abondante de produits industriels et financé à crédit. Ils y ont été encouragés par la forte croissance des cours boursiers et des prix immobiliers de 1980 à 2006, qui permettait à leur richesse d'augmenter continûment même sans efforts d'épargne, laquelle richesse servait de collatéral aux emprunts. Cet appétit de consommation a été assouvi par une forte hausse des importations de produits manufacturés en provenance notamment de l'Asie du Sud-Est et de la Chine. De l'autre côté, les exportations américaines n'ont pas rencontré une demande interne aussi soutenue de la part de leurs partenaires commerciaux, ce qui a contribué à creuser le déficit extérieur.

Mais c'est l'effet prix qui nous concerne davantage ici, puisqu'il est lié à la valeur du dollar. Comme pour tous les pays, la compétitivité des produits américains sur les marchés étrangers dépend de leurs prix relativement à l'étranger. Elle se mesure comme un taux de change effectif réel, qui combine l'effet du taux de change et l'effet de l'évolution des prix relativement aux partenaires. Plus le taux de change effectif réel augmente, plus les produits nationaux sont chers pour les acheteurs étrangers, et les exportations ont tendance à décliner ; les prix des produits étrangers baissant au contraire pour les résidents, les importations ont tendance à augmenter. L'augmentation du taux de change effectif réel correspond à une perte de compétitivité des produits nationaux qui se traduit généralement par le creusement du déficit commercial sur un horizon d'un à deux ans. Le taux de change du dollar n'échappe pas à cette règle, comme l'illustre le mouvement de ciseaux entre déficit commercial et taux de change effectif réel du dollar représenté sur le graphique 9a. Le déficit courant a suivi une évolution à peu près similaire à celle du déficit commercial, bien qu'il soit souvent inférieur, comme le montre la comparaison des graphiques 9a et 9b.

Les deux grandes périodes d'appréciation du dollar, de 1979 à 1985 puis de 1997 à 2004, ont conduit à une profonde dégradation du commerce extérieur. Premièrement, à partir de 1979, le gouverneur Volker aux commandes de la Fed, puis le président Reagan à la tête de l'Administration américaine font de la lutte contre l'inflation un objectif prioritaire, portant les taux d'intérêt à des niveaux historiques de 20 % au cours de l'année 1980 ; l'afflux de capitaux provoqué par ces hauts rendements se traduit par une appréciation du change effectif réel de 40 % entre 1979 et 1985. Le déficit commercial se creuse alors, atteignant 3 % du PIB en 1985. Deuxièmement, de 1997 à 2003, les capitaux affluent à nouveau vers les États-Unis en raison du différentiel de taux d'intérêt, mais aussi des bonnes

**Graphique 9. Taux de change effectif réel du dollar et solde de la balance des paiements américaine en % du PIB, 1964-2013**



*Note :* Taux de change effectif réel contre 29 principaux partenaires, base 100 en 2005, *source :* Banque des règlements internationaux ; Balance des paiements et PIB, *source :* Bureau of Economic Analysis.

performances boursières. Le dollar est à cette époque une valeur refuge contre les crises des pays émergents, qui ont échaudé les investisseurs en Asie du Sud-Est (1997), en Russie (1998), au Brésil (1999) et en Argentine (2002). Le déficit commercial réagit à cette appréciation avec un décalage d'un an environ, en se creusant à nouveau pour atteindre 5,5 % du PIB en 2004. Ces deux périodes de dollar fort sont suivies de longues phases de dépréciation, d'une ampleur à peu près comparable, où le déficit commercial a tendance à se résorber, de 1988 à 1994 puis de 2005 à 2012.

D'une manière générale, la présence d'un déséquilibre courant permanent qui résiste à tous les changements de conjoncture peut être considérée comme le symptôme d'un mésalignement du taux de change par rapport à son équilibre. C'est le cas notamment dans le modèle des taux de change d'équilibre fondamentaux proposé par John Williamson et utilisé régulièrement par le FMI pour évaluer le niveau des parités. Dans cette approche, un pays qui a un excédent courant supérieur à une cible d'équilibre, quel que soit l'état de sa conjoncture, a une monnaie sous-évaluée. Les cibles d'équilibre de la balance courante peuvent être différentes de zéro, positives ou négatives selon les pays, afin de prendre en compte des facteurs structurels spécifiques aux pays. À l'inverse, un déficit qui se maintient de manière permanente tout au long du cycle économique peut indiquer une monnaie surévaluée. Les calculs fondés sur cette méthode indiquent souvent un dollar surévalué par rapport aux fondamentaux économiques ; il l'était par exemple de 17 % en 2009, juste après la crise, lorsque les afflux de capitaux aux États-Unis en quête de valeurs refuges ont renchéri sa valeur artificiellement [Cline et Williamson, 2009]. C'est là le principal inconvénient d'émettre une monnaie de réserve internationale.

#### *Du déficit commercial au déficit courant*

Le solde commercial — égal à la différence entre les exportations et les importations de biens et services — découle directement de l'économie réelle, la capacité à produire et la propension à dépenser du pays. Mais le solde courant est la ligne la plus importante de la balance des paiements du point de vue financier. Par construction, il correspond au solde entre l'épargne et l'investissement dans le pays. S'il est négatif, le pays doit attirer des capitaux étrangers pour financer son déficit, ce qui se traduit par une hausse de sa dette extérieure. S'il est positif, les résidents du pays peuvent accroître leurs avoirs nets à l'étranger. Dans la balance des paiements, le solde courant se calcule en ajoutant au solde commercial les revenus nets des facteurs (travail et capital) et les transferts unilatéraux.

Aux États-Unis, le solde courant était généralement plus favorable que le solde commercial dans les années 1970 et 1980. C'est ce que montre le tableau 4. La décomposition du passage entre solde commercial et solde courant qui est aussi présentée sur ce tableau fait apparaître l'origine de l'écart. Celui-ci tient essentiellement à deux postes : les revenus nets des capitaux (ligne 2.1) et les transferts multilatéraux (ligne 3). Le solde des transferts multilatéraux est toujours négatif comme dans tous les pays d'immigration, les travailleurs

**Tableau 4. Du solde courant au solde commercial dans la balance des paiements des États-Unis,  
en milliards de dollars**

	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2009	2010	2012
<b>1. Solde des biens et services</b>	- 8,2	- 84,2	- 105,9	- 549,9	- 499,4	- 534,7
<b>2. Revenus nets des facteurs</b>	14,8	26,4	19,1	66,2	177,7	223,9
<b>2.1 Revenus nets des capitaux</b>	14,8	26,9	23,1	75,5	185,7	232,3
- revenus perçus	28,2	104,8	198,6	509,3	672,1	770,1
<i>investissements directs</i>	18,3	41,8	87,5	262,9	440,9	470,2
<i>autres reçus privés</i>	8,6	59,2	105,6	242,7	229,7	297,9
<i>gouvernement</i>	1,3	5,0	5,5	3,7	1,5	2,0
- revenus versés	- 13,4	- 77,9	- 175,5	- 433,9	- 486,4	- 537,8
<i>investissements directs</i>	- 2,5	- 7,6	- 23,2	- 91,9	- 152,9	- 176,7
<i>autres reçus privés</i>	- 6,1	- 47,4	- 95,1	- 231,0	- 196,4	- 233,3
<i>paiements du gouvernement</i>	- 4,8	- 23,3	- 57,3	- 111,0	- 137,2	- 127,7
<b>2.2 Revenus nets du travail</b>	-	- 1,3	- 4,0	- 9,2	- 8,0	- 8,3
<b>3. Transferts unilatéraux</b>	- 6,9	- 19,5	- 36,2	- 89,7	- 127,8	- 129,7
<b>Solde courant (= 1 + 2 + 3)</b>	- 0,3	- 77,8	- 122,9	- 573,3	- 449,5	- 440,4

Source : Bureau of Economic Analysis.

immigrés ayant tendance à envoyer régulièrement une partie de leur épargne à leur famille restée au pays. Cette ligne inclut aussi les fonds transférés par l'État américain aux gouvernements de pays alliés, quoique pour un montant bien moindre. À l'inverse, les revenus nets des facteurs (ligne 2) sont toujours positifs. Parmi eux, les revenus nets des capitaux (ligne 2.1) prédominent, ceux du travail (ligne 2.2) étant par comparaison d'un montant négligeable.

Les revenus nets des capitaux mesurent l'écart entre les revenus reçus par les Américains dans leurs placements à l'étranger et ceux versés aux étrangers pour leurs placements dans le pays. Pourquoi sont-ils toujours favorables à la balance des paiements américaine ? Ceci tient à deux raisons successives. Dans un premier temps, jusqu'au milieu des années 1980, les avoirs nets des Américains à l'étranger étaient positifs, c'est-à-dire que leurs avoirs excédaient ceux des étrangers aux États-Unis (tableau 3). Dans ce cas, il paraît tout à fait logique que les Américains reçoivent davantage de revenus du capital qu'ils n'en versent aux étrangers, le surplus venant abonder la balance courante.

Dans un deuxième temps, depuis le milieu des années 1980, la dette extérieure américaine s'accumulant sous l'effet des déficits, la position extérieure nette américaine s'est inversée et les États-Unis sont devenus débiteurs nets à l'égard du reste du monde (chapitre II, section « Le financement de la dette américaine par les réserves de change des autres pays »). Les avoirs étrangers aux États-Unis excèdent désormais ceux des Américains à l'étranger. Si les taux de rendement étaient les mêmes pour les deux parties, les revenus nets des capitaux reçus par les Américains seraient aussi devenus négatifs. Cependant, les avoirs américains investis à l'étranger rapportent bien davantage que ceux des étrangers aux États-Unis.

L'explication de ce paradoxe réside dans le fait que l'ensemble des investisseurs mondiaux, banques centrales en tête, ont une prédilection pour les placements en bons du Trésor américain : cette demande continue et peu sensible au prix contribue à abaisser les rendements des titres américains [Gourinchas et Rey, 2007 ; Forbes, 2008]. À l'inverse, lorsqu'ils investissent à l'étranger, les Américains recherchent surtout la rentabilité, que ce soit en achetant des actions, des titres de dettes ou en implantant des usines. L'écart entre ces deux comportements a un résultat bien tangible sur le solde de la balance des paiements courants américaine, qui s'en trouve largement amélioré. Ainsi, les États-Unis continuent de bénéficier de leur situation privilégiée en tant qu'émetteur de la monnaie internationale par les intérêts plus faibles qu'ils versent sur leur dette. Ce phénomène n'est que la traduction, dans la balance des paiements américaine, des gains de seigneurage mis en évidence au chapitre précédent.

## **IV / Le dollar et les transformations du système monétaire international**

**Q**uel va être le futur du système monétaire international ? Le dollar va-t-il conserver un rôle prépondérant ? Au début des années 1990, le futur semblait codifié dans le consensus de Washington : libéralisation générale des économies, ouverture financière, retrait des États sur des fonctions régaliennes, uniformisation des institutions sur le modèle américain, toutes ces évolutions étaient cohérentes. Elles devaient conduire à la fin de l'histoire sous la bannière du dollar [Fukuyama, 1989].

Il n'a pas fallu longtemps pour que l'histoire suive un autre cours. Dès 1994, la globalisation financière a ouvert l'ère des crises, en commençant par le Mexique, suivi par l'Asie en 1997, la Russie en 1998, le Brésil en 1999 et l'Argentine en 2001. Ces signes avant-coureurs de la crise financière globale qui a débuté en 2007 ont été ignorés parce que mis au compte du soi-disant sous-développement des structures financières de ces pays. Pourtant une même logique relie toutes ces crises : une dérive généralisée de l'endettement sans contrôle ni garde-fou, à l'intérieur des économies comme dans les relations internationales. Les pays qui se sont endettés en devises étrangères sont tombés les premiers, mais les temples de la finance mondiale ont subi le même sort.

La licence donnée par les pouvoirs publics à la libéralisation financière qui a déferlé sur l'Occident d'abord, puis sur le monde, à l'exception de la Chine et de l'Inde, n'a oublié qu'un « petit détail ». La monnaie est un bien public dont les services sont conférés par la souveraineté des nations. Si les États violent ce principe en abandonnant la liquidité au lobby des banques internationales, il n'y a rien que la politique monétaire puisse faire pour éviter l'accumulation des désordres financiers.

Réfléchir à l'avenir du système monétaire international, c'est donc s'interroger sur les évolutions qui peuvent surmonter la contradiction entre la globalisation de la finance et la fragmentation des monnaies.

S'il n'existe pas de trajectoire conciliant les intérêts financiers des grandes puissances, c'est la globalisation financière qui reculera, comme elle l'a fait plusieurs fois dans l'histoire du capitalisme. Signalons le repli de la finance sur des bases nationales au XVIII<sup>e</sup> siècle, après la grande expansion financière de la Renaissance, suite à l'afflux d'argent des mines du Potosi. Souvenons-nous du fractionnement qui a accompagné la Révolution française et les guerres napoléoniennes, et qui s'est poursuivi jusqu'à la fin des années 1820. Enfin, la première globalisation financière du capitalisme libéral au dernier quart du XIX<sup>e</sup> siècle, prolongée jusqu'à 1913, s'est écrasée sur la Première Guerre mondiale et n'a pas pu être restaurée dans les années 1920, comme on l'a évoqué au chapitre 1. Or le fractionnement monétaire va irrémédiablement progresser avec l'affirmation économique et financière des grands pays émergents et la perte relative d'influence des pays occidentaux. D'un étalon-dollar hégémonique, la configuration des relations monétaires internationales glisse vers un ensemble pluridevises asymétrique, avec prépondérance du dollar.

### **Les changements structurels de l'économie mondiale et les défis que les pays leaders doivent surmonter**

L'ancienne dichotomie Nord/Sud est entièrement démodée. Dans son rapport de 2011 sur le « basculement de la richesse » mondiale (*shifting wealth*), l'OCDE distingue quatre groupes de pays qui rendent bien compte des transformations à l'œuvre depuis deux décennies. Les pays avancés dits « opulents » (*affluent*) détenaient encore, en 2010, 80 % du revenu pour 20 % de la population mondiale. Le groupe des pays « convergents » est le grand bénéficiaire de la mondialisation jusqu'ici. Ce sont les pays à revenus bas ou intermédiaires qui ont soutenu des taux de croissance sur la période 1990-2007 plus de deux fois supérieurs à la croissance des pays à hauts revenus. Le basculement mondial vient de ce que la Chine et l'Inde (plus de 3,5 milliards d'habitants) sont entrées dans ce groupe. Les pays « précaires » sont les pays à revenus intermédiaires dont la croissance est irrégulière, en sorte que sur la longue période leur croissance moyenne est inférieure à deux fois celle des pays opulents. Enfin, les pays « pauvres » sont ceux dont le revenu a stagné ou baissé dans la décennie 1990-2000, mais dont la croissance a atteint deux fois celle des pays opulents dans les années 2000. Leur début de décollage, notamment en Afrique, a été permis par les retombées de la dynamique sino-indienne et par le rejet du consensus de Washington. C'est aussi le cas de pays jusqu'alors précaires en

Amérique latine et en Asie, qui sont entrés dans le groupe des pays convergents parce qu'ils ont changé radicalement de politique macroéconomique dans les années 2000. Ayant été des pays finançant la consommation intérieure par endettement en dollar, ils sont devenus champions de la croissance tirée par l'exportation et accumulateurs de réserves de change. Dans le même temps, les pays opulents ont dérivé dans un cercle vicieux d'endettement excessif et de spéculation sur les prix des actifs, qui a muté en tourmente financière dont les séquelles sont durables. À l'opposé du rêve d'une mondialisation homogène du consensus de Washington, il s'agit d'un processus fortement différencié dans l'espace et dans le temps. Quelles en sont les conséquences financières et monétaires ?

#### *Court terme et long terme : des effets contraires*

Les échanges internationaux se redéplient dans la longue durée. Ainsi, le commerce entre pays opulents constituait 58 % du commerce mondial en 1990, 41 % en 2008. En vingt ans, le commerce mondial a été multiplié par quatre, le commerce entre les zones n'appartenant pas aux pays avancés a été multiplié par dix. L'expansion des flux commerciaux est concentrée dans le groupe des pays convergents. L'Asie produit 75 % du commerce entre les pays de l'ex-Sud en exportant massivement des produits manufacturés vers l'Afrique et l'Amérique latine et en important des matières premières et des produits semi-finis. La diversification des échanges et les investissements chinois et indiens en Afrique dans les infrastructures et dans les innovations technologiques frugales à bas coûts desserrent le joug de la dépendance des pays africains vis-à-vis des anciennes puissances coloniales, laquelle avait survécu à la décolonisation. Il s'agit d'un approfondissement de la spécialisation internationale dans laquelle les pays convergents ne sont pas seulement des absorbeurs de la technologie occidentale, mais des sources autonomes d'innovations. Cette diversification, qui nourrit une montée en gamme des entreprises asiatiques et de leurs interdépendances, renforce l'intégration commerciale et financière asiatique sous l'impulsion de la Chine et de l'Inde, créant un pôle d'échanges régionaux doté d'un énorme potentiel en sus du pôle européen. Ce sont les forces motrices à long terme de la transformation du système monétaire international (SMI) d'un semi-étalon-dollar vers un système pluridevises.

La multipolarisation des productions et des marchés conduira à la diversification des monnaies dans les transactions internationales. Cependant, force est de reconnaître que, en dehors de l'Europe, l'usage du dollar dans les transactions internationales n'a que peu diminué

jusqu'ici pour libeller et régler les échanges commerciaux. Il est vrai que le commerce international s'est redéployé essentiellement sur la Chine, devenue la manufacture du monde entre 1995 et 2005, alors que le pays avait une politique de change fixe ancrée sur le dollar. L'économie américaine étant le centre de l'innovation des technologies de l'information sur la période 1995-2000, puis une machine à importer des biens de consommation à crédit, les États-Unis ont continué à polariser le commerce mondial jusqu'à la crise de 2007. Comme les pays qui avaient subi les crises financières en Asie et en Amérique latine à la fin du siècle dernier ont basculé dans la croissance tirée vers l'exportation, ils ont participé à la même dynamique, soit en exportant directement aux États-Unis, soit en exportant en Chine.

Avec des excédents commerciaux permanents, ces pays ont délibérément accumulé des réserves de change selon un comportement d'autoassurance (tableau 5). C'est un comportement tout à fait rationnel de précaution pour éviter de se retrouver devant un manque de réserves face à une fuite inopinée de capitaux, due au contrecoup d'un choc extérieur, par exemple de variation des prix des matières premières, ou à la versatilité des lubies des investisseurs internationaux. Bien leur en a pris car ces pays ont encaissé l'onde de choc de la crise financière occidentale sans dommage majeur. Il était logique de détenir ces réserves de change dans la monnaie la plus utile parce qu'elles pouvaient être placées dans les marchés financiers les plus liquides. C'est pourquoi, en dépit du développement du rôle de l'euro en Europe et dans les régions limitrophes, l'augmentation rapide des réserves de change dans le reste du monde a maintenu à peu près l'importance du dollar (tableau 6).

Depuis la crise financière occidentale, le processus de « basculement des richesses » s'intensifie. Les pays convergents sont en train de se doter d'outils financiers de diversification de leurs actifs extérieurs et des formes de leur endettement de manière à diminuer les risques de change. Pour remédier à l'excès de réserves de change par rapport aux besoins de transaction et de précaution, ils ont créé des fonds souverains pour une allocation à long terme du surplus de réserve dans des portefeuilles diversifiés contenant des actions et des actifs alternatifs. Du côté du financement, les emprunts obligataires en dollars font progressivement place à des emprunts en monnaies nationales. Plus fondamentalement, la suprématie de la finance de marché, orchestrée par les banques d'affaires occidentales, est battue en brèche par l'offre de financement à long terme garantie par les États et véhiculée par les fonds souverains et les banques de développement. La Chine, le Brésil et l'Inde offrent une alternative au « modèle Wall Street » pour financer le développement. Ces formes

alternatives brouillent les frontières entre les implications publiques et privées, entre l'aide, le commerce et l'investissement. Elles fournissent des moyens de financement à maturité plus longue et prix garantis, directement liés à l'expertise industrielle des pays prêteurs : les infrastructures pour la Chine, l'informatique pour l'Inde, la transformation des produits agricoles pour le Brésil.

Une raison de ce processus de basculement se trouve dans le retrait des banques européennes, intermédiaires des emprunts internationaux des pays convergents et précaires jusqu'à la crise financière. Ce retrait est lui-même la conséquence du désendettement des banques européennes dont la sous-capitalisation est périodiquement dénoncée par le FMI.

Tableau 5. **Réserves de change**  
(en % du PIB)

	1982	1991	1998	2003	2007	2010
<b>Pays avancés :</b>						
US + Europe	2,3	3,2	2,7	1,8	1,3	2,1
Japon	2,1	2,1	5,6	15,7	21,8	26,3
<b>Pays producteurs de ressources primaires :</b>						
Golfe	18,1	12,6	12,5	13,2	49,3	111,6
Autres	14,8	29,6	44,2	64,2	62,0	99,4
<b>Pays à revenus intermédiaires :</b>						
Chine	5,6	11,5	14,6	24,9	43,8	48,8
Autres	4,0	4,9	9,1	14,5	20,5	20,0
<b>Pays à bas revenus</b>	2,4	4,6	6,9	9,9	10,5	11,7

Sources : World Economic Indicators ; World Bank.

Les banques européennes se retirent de l'ensemble des marchés dits émergents, alors qu'elles étaient auparavant les acteurs principaux de l'intermédiation des prêts internationaux. De manière générale, ce type de prêt a diminué depuis son sommet du premier trimestre 2008. La part des banques de la zone euro, qui était de 55 % en 2003, est tombée à 37 % en 2012. Les autres prêteurs internationaux (banques américaines, anglaises et japonaises) ne font pas plus de 10 %. Ce sont les banques asiatiques (coréennes, chinoises et taiwanaises) qui ont le plus profité de ce retrait. La place financière de Hong Kong a bénéficié de l'établissement du yuan *offshore* depuis 2010. Ces tendances pourraient former l'infrastructure d'une future régionalisation monétaire, le jour où le gouvernement chinois aura fait progresser la convertibilité du yuan.

Tableau 6. Réserves de change identifiées par devise, en % du total

	1995	2000	2005	2010	2013
Dollar	59,0	71,1	66,5	61,8	61,4
Euro (2)	27,0	18,3	23,9	26,0	24,2
Yen	6,8	6,1	4,0	3,7	3,9
Livre sterling	2,1	2,8	3,7	3,9	3,9
Autres	11,9	7,8	5,9	8,3	10,5

Note : (1) en % des réserves allouées par devises, 3<sup>e</sup> trimestre pour l'année 2013 ; (2) somme du deutsche Mark, du franc français, de la couronne néerlandaise et de l'ECU avant 1999.

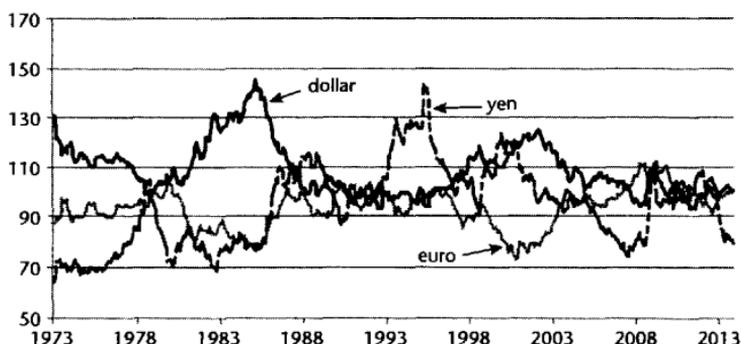
Sources : FMI ; COFER.

### *Les faiblesses du dollar*

Les tendances décrites ci-dessus affaiblissent le statut du dollar dans la configuration implicite de semi-dollar standard qui s'est perpétuée par défaut de devises concurrentes en ce début de siècle. Cette appellation signifie qu'il existe un petit nombre de devises convertibles avec des marchés de capitaux ouverts. Les taux de change entre elles varient partiellement selon les fondamentaux économiques, partiellement selon les stratégies de diversification des investisseurs financiers et des fonds spéculatifs. Il y a un nombre largement majoritaire de devises sous contrôle de capitaux et ancrage plus ou moins souple au dollar.

Cette configuration ne fait pas système. Elle est affectée de deux types de dysfonctionnements : une forte instabilité des changes entre les monnaies pleinement convertibles (graphique 10) d'une part, une accumulation de déséquilibres financiers par polarisation des balances courantes d'autre part (tableau 7). Le graphique 10 montre des mésalignements à la hausse et à la baisse de l'euro et du yen en opposition au dollar, avec une périodicité d'une dizaine d'années. Elles provoquent des distorsions de la compétitivité. Quant au tableau 7, il montre que l'accumulation des déséquilibres de balances courantes a opposé le déficit des États-Unis et de quelques pays européens à l'excédent de l'Allemagne, du Japon et de la plupart des autres régions du monde. Le semi-dollar standard a donc échoué dans les deux fonctions fondamentales d'un SMI : l'ajustement des balances des paiements et le réglage de la liquidité internationale. Les deux anomalies sont d'ailleurs liées. Entre 2003 et 2008, le dollar a baissé de 22 % en taux de change effectif réel, alors que le déficit courant des États-Unis a doublé en % du PIB. En conséquence, les réserves internationales ont explosé, comme le montre le tableau 7.

Graphique 10. Taux de change effectif réel du dollar, de l'euro et du yen sur longue période



Source : BRI.

Tableau 7. Polarisation des balances des paiements (soldes courants en % des PIB)

	1980-1989	1990-1999	2000-2009	2010-2012	2013
Pays avancés	- 0,4	0,0	- 0,8	- 0,1	0,1
États-Unis	- 1,7	- 1,5	- 4,5	- 2,9	- 2,7
Zone euro		0,9	0,3	1,1	2,3
Japon	2,0	2,3	3,3	2,3	1,2
Pays émergents et en développement	- 1,2	- 1,5	2,5	1,5	0,8
Afrique subsaharienne	- 2,5	- 2,3	- 0,8	- 2,0	- 4,0
Amérique latine	- 2,0	- 2,4	- 0,3	- 1,5	- 2,4
Asie en développement	- 1,6	- 0,4	3,7	1,4	1,1
Europe émergente	- 2,7	- 1,9	- 5,1	- 5,1	- 4,4
Moyen-Orient	2,0	- 2,0	9,8	11,6	10,3
Russie et CIS		0,7	7,0	3,6	2,1

Sources : Fonds monétaire international ; WEO.

On aboutit ainsi à un nouveau dilemme de Triffin. La fuite en avant de l'économie américaine dans l'endettement comme soutien essentiel de l'emploi rencontre les besoins d'autoassurance des pays ancrés sur le dollar, ce qui creuse le déficit courant américain. En

résultent les fameux déficits globaux dont chaque camp rejette la responsabilité sur l'autre, alors que ce sont les deux phénomènes jumeaux d'un même dérèglement de la globalisation financière. Ce dérèglement est lui-même la conséquence logique du rejet de toute règle monétaire internationale. Tant que l'endettement en dollar s'accélère, il est impossible que le taux de change puisse jouer son rôle d'ajustement des balances des paiements, puisque les pays à monnaies inconvertibles ont un besoin vital d'autoassurance. Le déficit américain n'est que l'autre face de l'expansion incontrôlée du crédit dont le coût très bas fait baisser le dollar. Un tel déséquilibre accumule les vulnérabilités financières et ne peut se réduire que par le désendettement provoqué par la crise financière.

Précisons comment le capitalisme financiarisé a détruit toute capacité régulatrice du SMI par la montée en puissance d'un système financier dérégulé associé au dollar comme devise clé : effondrement de l'épargne américaine, expansion de la masse monétaire mondiale tributaire de celle des États-Unis, recyclage de la liquidité sur les marchés financiers américains, rendant les taux d'intérêt longs insensibles au pilotage des taux courts (*conundrum* de Greenspan énoncé en 2003). Dans un tel univers, les taux de change sont entraînés par les *dollar carry trades*, comme expliqué au chapitre III, qui sont des emprunts de dollars à coût très faible investis dans des actifs plus rémunérateurs dans les pays émergents, qu'ils soient convergents ou précaires. Cela entraîne par autoréalisation de violentes appréciations du change et des prix d'actifs de ces pays jusqu'à ce que l'éclatement des bulles provoque un retrait brutal des flux de capitaux, renversant les mouvements de change et provoquant les coups d'arrêt à la croissance.

Il s'ensuit que le rétablissement des fonctions du SMI implique une remise en ordre de la finance. En premier lieu, il faut que le risque d'une défiance des créanciers non résidents à l'égard du dollar soit réduit par la consolidation de l'endettement transféré sur le secteur public des États-Unis. En second lieu, il est nécessaire, mais insuffisant, que les tendances lourdes de l'évolution de l'économie mondiale trouvent leur mise en cohérence dans l'affirmation de devises se substituant au dollar dans leurs zones d'influence régionales.

La suprématie du dollar est menacée par le même processus qui a provoqué la crise financière en 2007-2008. En cause, la tendance de l'économie américaine à croître par une fuite en avant dans l'endettement, elle-même due à la stagnation du revenu médian et aux inégalités de revenus. À l'époque, la crise financière s'est propagée directement par les relations interbancaires, alors que le dollar avait

bénéficié du refuge offert par le marché des titres du Trésor fédéral, parce que la liquidité de ce marché était sans rivale. Or la manière dont les États-Unis ont géré la crise a conduit à un transfert massif de l'endettement sur la dette publique. Aussi le marché des obligations américaines ne sera le refuge des investisseurs du reste du monde qu'autant qu'un doute ne s'insinuera pas dans l'esprit des investisseurs internationaux sur la capacité du gouvernement des États-Unis à tracer une trajectoire de consolidation à moyen terme de la dette publique. Or le conflit qui fait rage au Congrès entre les deux partis politiques, en dépit de leur compromis temporaire, fait mal augurer de cette capacité. Si la dette publique américaine paraît dériver sans limite assignable, une perte de confiance dans le dollar est possible de la part des créanciers étrangers, surtout si des substituts crédibles au dollar existent dans l'avenir.

Selon la BRI, la dette brute fédérale des États-Unis a atteint 109 % du PIB à la fin de l'année 2013. Même si ce niveau de dette est solvable, le problème pour le pays à devise clé, qui est lourdement endetté vis-à-vis des non-résidents, serait la difficulté à gérer un nouveau choc financier. Parce que les marges de manœuvre de la politique contracyclique seraient réduites par l'incertitude sur la maîtrise des dépenses et recettes futures, les taux d'intérêt sur les obligations du Trésor monteraient, contrairement à l'expérience de ces dernières années. En ce cas, les investisseurs étrangers feraient de lourdes pertes ; ce qui déclencherait une fuite devant le dollar. Les achats massifs de nouvelles dettes par la Fed dans un tel contexte ne seraient pas rassurants, contrairement à la politique d'achats de titres à partir de novembre 2008. Les investisseurs y verraient un processus sans fin qui pourrait faire revenir l'inflation ; ce qui relancerait la défiance envers le dollar. Éventuellement, le dollar pourrait perdre son statut de monnaie dominante le jour où les créanciers étrangers exigeront que la dette américaine nouvelle soit libellée en devises étrangères, ou que les taux soient indexés sur l'évolution du cours du dollar.

Comme l'écrit Barry Eichengreen [2011], le destin du dollar en tant que monnaie internationale réside dans la politique budgétaire américaine. En ce domaine, les doutes sont sérieux. Car le coût du système de santé est apparemment incontrôlable et devrait s'aggraver avec le vieillissement de la population, qui va également accroître les engagements contingents de retraite à partir de 2015. Par ailleurs, les infrastructures publiques américaines sont en grande décrépitude. Du côté des recettes, les marges de manœuvre du gouvernement sont réduites par un taux de pression fiscale extrêmement bas, de l'ordre de 19 % du PIB. Le faible montant des recettes est largement mangé

par le service de la dette, d'où l'impossibilité de maintenir un minimum de services publics sans émettre de nouvelles dettes. Si les investisseurs étrangers finissent par reconnaître que cette logique infernale est un processus à la Ponzi, la crise du dollar deviendra une éventualité probable. Tout repose, par conséquent, sur la recherche d'un équilibre politique permettant de combiner des hausses d'impôts (recettes sur l'essence, taxe carbone, instauration de la TVA) et des baisses de dépenses judicieusement ciblées. Pour qu'un tel équilibre devienne crédible, il faut que la population des États-Unis finisse par admettre qu'il n'est pas possible de consommer chaque année cinq cents milliards de dollars de plus qu'on ne produit.

Mais les concurrents potentiels du dollar sont-ils en état d'accéder à ce statut, ou plutôt seront-ils capables d'y accéder dans l'avenir ? L'unique candidat dans l'avenir proche est l'euro, le yen qui vient en troisième position au regard de ses fonctions actuelles de monnaie internationale a sans doute des possibilités de développement limitées face à l'influence grandissante de la Chine en Asie. La monnaie chinoise est encore embryonnaire sur le plan de son utilisation internationale, car son usage est limité par une stratégie financière dont la progression vers la convertibilité accompagne et ne précède pas la libéralisation des taux d'intérêt intérieurs.

#### *Les conditions pour l'internationalisation de l'euro et du yuan*

S'il devient une monnaie complète dans la zone où il est censé être souverain, l'euro a potentiellement un marché de titres publics unifiés d'une taille, d'une profondeur et d'une liquidité qui seraient équivalentes à celles du dollar. L'euro peut être la devise clé d'une vaste région dans les transactions internationales, bien au-delà de la zone euro proprement dite. Le problème est entièrement et exclusivement politique. Ou bien la zone euro progresse vers une union politique conférant la souveraineté à la monnaie, ou bien l'euro ne restera qu'une monnaie internationale secondaire.

Les réformes nécessaires pour faire de l'euro une monnaie complète sont bien connues. Ce sont l'union bancaire et l'union budgétaire [Aglietta et Brand, 2013]. L'union bancaire permettra d'unifier l'espace financier européen. L'union budgétaire permettra d'émettre les eurobonds concurrents des *treasury bonds* américains et donc de constituer le marché liquide indispensable à une monnaie internationale de premier plan. Les deux domaines d'unification sont étroitement liés en raison de la résolution des défaillances bancaires et de l'assurance des dépôts égale pour tous les utilisateurs de l'euro, qui impliquent une solidarité budgétaire.

De son côté, la puissance économique chinoise est devenue incontournable : c'est le pôle structurant des échanges en Asie orientale, et la manufacture du monde. La convertibilité du yuan est essentiellement limitée aux opérations courantes et à certaines opérations en capital. La sortie de ces contrôles ne peut être que très progressive car elle se fait au rythme de la libéralisation des taux d'intérêt sur les marchés de capitaux intérieurs. Un ensemble de mesures ont déjà été mises en place depuis juin 2010, notamment l'établissement d'un marché *offshore* à Hong Kong. Du point de vue de l'impact sur l'économie intérieure, les opportunités de financement des entreprises et des institutions financières domestiques à Hong Kong établissent progressivement des interdépendances entre le crédit intérieur et le crédit étranger en yuans. La création d'une zone de libre-échange à Shanghai va ainsi intensifier les arbitrages entre la nouvelle zone et la place *offshore* de Hong Kong. L'assouplissement des réglementations va permettre à un plus large groupe d'investisseurs non résidents d'avoir accès aux actifs des entreprises chinoises présentes dans la zone. Ces interdépendances incitent à la libéralisation des taux d'intérêt bancaires et au développement des marchés obligataires, conduisant en retour à renforcer le rôle des investisseurs institutionnels chinois. Ainsi le gouvernement conserve-t-il le contrôle des capitaux sur de nombreuses classes d'actifs, tout en resserrant les liens avec la finance internationale, étape par étape. L'objectif des contrôles n'est pas d'endiguer le montant total des flux de capitaux, la Chine étant de loin le premier destinataire des investissements directs étrangers parmi les pays convergents. L'objectif est plutôt d'en orienter la structure de manière à décourager les flux perturbateurs de capitaux flottants et à favoriser des investissements financiers étrangers utiles à l'économie dans le long terme.

Dans les relations internationales, le mouvement vers la convertibilité incite les investisseurs institutionnels à développer des portefeuilles diversifiés et donc à exporter du capital, ce qui diminue la pression à accumuler des réserves de change. En visant la pleine convertibilité après 2020, le gouvernement chinois peut espérer faire du yuan le pivot d'une zone monétaire lâche en Asie de l'Est pour optimiser les avantages communs de l'intégration économique. Comme cela s'est passé en Europe dans les années 1970 et a conduit à l'instauration du SME, une zone d'intégration économique ne peut se passer d'une concertation monétaire minimale lorsque le dollar varie beaucoup. Si l'instabilité du dollar réapparaît, une défense commune contre les forces d'éclatement des taux de change, provoquées par les chocs financiers internationaux, pourrait s'avérer indispensable.

Si l'on admet qu'il existe des forces endogènes pour l'accroissement de l'envergure internationale de devises concurrentes du dollar, encore faut-il que la coexistence de devises fasse système. Car il se pourrait bien qu'elle ne fasse qu'accentuer les symptômes d'instabilité que l'on a analysés dans les chapitres précédents. C'est à l'énoncé des principes théoriques d'un système multilatéral que l'on va maintenant réfléchir, avant de proposer les linéaments d'un système possible. Toutefois, insistons sur les conclusions de l'analyse qui précède. Rien ne se fera de constructif en matière monétaire si les trois grandes puissances économiques actuelles ne remettent pas en question le type de capitalisme qui a provoqué l'impasse de la dette publique aux États-Unis, la menace de l'éclatement de la zone euro et la suraccumulation de capital industriel en Chine. Dans tous les cas, c'est l'excès de crédit, la sous-évaluation massive des risques sous l'impulsion des lobbies bancaires et l'impunité des malversations inhérentes à ces pratiques qui ont produit les dégâts sociaux dont souffre le monde entier.

### **Problèmes d'un système pluridevises au regard des fonctions de la monnaie internationale**

Un système pluridevises est-il capable de stabilité ? L'expérience de l'entre-deux-guerres dont on a rendu compte au chapitre 1 nous incite à répondre : pas sans coopération. À cette époque comme à la nôtre, tous les pays souffraient des répercussions d'une crise financière globale. Il n'est pas difficile de comprendre que, en cas de choc déflationniste commun, la meilleure solution est une réponse coordonnée. Dans les années 1930, il aurait fallu élever le prix de l'or au niveau mondial par création monétaire et achats d'or simultanés de toutes les banques centrales. L'échec de la conférence de Londres en 1933 à établir cette coopération a eu pour conséquence les dévaluations compétitives jusqu'en 1936, où l'accord tripartite a amorcé une coopération pour y mettre un terme.

De nos jours, les pays émergents ont pu échapper aux pressions déflationnistes grâce aux mouvements massifs de capitaux qui ont afflué du fait du *quantitative easing* des pays avancés, créant d'abondantes liquidités à taux zéro. Certes, cet effet n'est pas sans inconvénients, car si les entrées de capitaux ont pu être bénéfiques pour enrayer la récession, ces mouvements sont susceptibles de provoquer des crises de change lorsqu'ils se retournent. Sur le plan intérieur, certains pays, comme la Chine, ont mis en œuvre des plans de stimulation budgétaire qui s'inscrivaient dans une tentative de

coordination lancée par le G20 aux sommets de Londres et Pittsburgh. Toutefois, dès 2010, le chacun pour soi est revenu. La politique quantitative de la Fed a contribué à alimenter les entrées de capitaux vers les pays émergents, mais l'effet s'en est révélé désastreux en termes d'appréciation du change, conduisant le ministre des Finances brésilien Guido Mantega à dénoncer une « guerre des changes ». Ainsi les politiques monétaires quantitatives ont été efficaces pour soutenir l'activité et enrayer les tendances déflationnistes, mais elles ont créé des tensions à l'appréciation du change des pays émergents, qui peuvent être défavorables à leur commerce extérieur. Les réponses individuelles des gouvernements de ces pays pour s'y opposer ont conduit à un jeu non coopératif produisant un résultat néfaste en termes d'ajustement.

Les questions théoriques qui se posent alors sont les suivantes : qu'est-ce qui, dans la nature de la monnaie, rend inefficace la concurrence des devises pour les fonctions monétaires internationales ? Comment concevoir des régimes monétaires internationaux en tant qu'organisation des relations monétaires entre États parvenant à une coopération permanente, plutôt que comme accords de circonstance vite transgressés et sans lendemain ?

### *Le théorème d'impossibilité de Mundell*

La théorie des types possibles de système monétaire international a un point de départ obligé : le fameux théorème d'impossibilité de Robert Mundell. Ce théorème capte en partie les conséquences du caractère de bien public de la monnaie. Rappelons qu'au niveau international, cela pose le double problème de la liquidité internationale et de l'ajustement des balances des paiements. Le théorème de Mundell prétend déterminer les formes d'organisation du système international qui résolvent ce problème. Le théorème énonce qu'il est impossible de parvenir au *first best* consistant à combiner les avantages de la fixité des taux de change, de la parfaite mobilité des capitaux et de l'autonomie des politiques nationales. En effet, la parfaite liberté des capitaux contraint entièrement les politiques des nations pour respecter les changes fixes, et l'autonomie nécessite d'accepter les changes flottants. Si l'on veut à la fois des changes fixes et des politiques autonomes, il faut des contrôles de capitaux d'autant plus stricts que l'on veut plus d'autonomie. On se tourne nécessairement vers les configurations de *second best*. Comprenons d'abord la signification des trois éléments identifiés par Mundell.

La fixité des changes supprime les risques liés à la difficulté d'anticiper le taux de change. Le fait de fixer les taux de change par des

règles multilatérales est un énorme gain de certitude pour le commerce international, c'est une assurance collective. À défaut, la plupart des pays ont des gouvernements qui se donnent unilatéralement des règles de change, accumulent des réserves de change par besoin d'autoassurance et interviennent sur les marchés des changes par peur de laisser flotter leurs monnaies.

La parfaite mobilité des mouvements de capitaux, qui est souvent associée à une hypothèse de marchés financiers efficaces, est une situation qui conduirait à une intégration financière complète au niveau mondial. Si ces hypothèses étaient remplies, les notions mêmes d'équilibre ou de déséquilibre de la balance des paiements d'un pays perdraient leur sens. L'équilibre serait mondial et intertemporel. Dans ce cas, les déficits et les excédents viendraient de différences structurelles dans l'épargne et l'investissement de chaque pays, résultant des comportements individuels d'optimisation des utilités des agents ; les investisseurs arbitreraient entre toutes les opportunités d'investissement dans le monde selon leur rendement, anticipé rationnellement, et leur risque ; les ajustements macroéconomiques et financiers empêcheraient les effets cumulatifs des répercussions des chocs.

En réalité, ces hypothèses de parfaite mobilité des capitaux et de marchés financiers efficaces sont loin d'être vérifiées. Les marchés financiers étant imparfaits et peu rationnels, les déséquilibres peuvent s'accumuler jusqu'aux crises. Les imperfections se trouvent dans les marchés incomplets, les distorsions d'échéances et de devises, avec des dettes à court terme en monnaie étrangère, et dans les insuffisances de surveillance des institutions prudentielles. Les déficits persistants sont souvent les symptômes d'excès financiers. Ils induisent une accumulation de dette étrangère qui déclenche un retournement non anticipé des flux de capitaux (*sudden stops*). Ils peuvent découler de bulles de prix d'actifs financées à crédit. Les techniques de financement, dites « innovatrices », engendrent un entrelacs d'engagements de contreparties financières internationales, porteuses de risque systémique caché. Les excédents sont des déséquilibres s'ils créent des externalités. Ils réduisent la demande et l'activité dans les autres pays lorsque l'ajustement par le change et le taux d'intérêt fonctionne mal (*liquidity trap*) ou s'il est contrecarré par des effets contraires de revenu ou de richesse (*exchange rate fallacy*).

Le troisième constituant est le degré d'autonomie des politiques économiques nationales. L'objectif de tout gouvernement est la croissance optimale qui permet la meilleure utilisation possible des ressources dont le pays dispose. Il cherchera donc à disposer de moyens de régulation pour que l'économie soit au plein-emploi de

ses ressources. Si l'on admet que le gouvernement sait comment combiner ses moyens pour parvenir à ses fins, tout pays a intérêt à ce que les relations internationales contraignent le moins possible l'usage de ces moyens.

On aboutit ainsi au triangle de Mundell qui rassemble les types possibles de SMI (schéma 1). Le triangle de Mundell est équilatéral. Chaque côté représente l'un des trois critères. Chaque point du triangle peut représenter le choix possible d'un pays. Au fur et à mesure qu'on se déplace depuis un côté vers le sommet opposé, on s'éloigne de la réalisation pleine et entière du critère représenté par ce côté. Les trois médianes et les côtés opposés déterminent trois losanges qui définissent trois types de SMI : l'un est dominé par les contrôles de capitaux (sommet A), le second par les changes fixes (sommet B), le troisième par l'indépendance des politiques monétaires (sommet C). On peut dire que le SMI a une cohérence si les pays à monnaies convertibles choisissent de se situer dans le même losange. Le système de Bretton Woods est proche de la droite AB (changes fixes) avec des contrôles de capitaux, faibles pour les États-Unis, élevés pour la France et très élevés pour le Japon. Depuis la disparition du système de Bretton Woods dans les années 1970 pour les grands pays occidentaux, depuis les années 1980 pour le Japon et depuis 2005 pour la Chine, les grandes puissances économiques ont favorisé la mobilité internationale des capitaux et donc les changes flottants, à l'exception de l'Europe qui a fixé ses taux de change dans le SME, puis l'euro.

#### *Les formes possibles du système monétaire international en évolution*

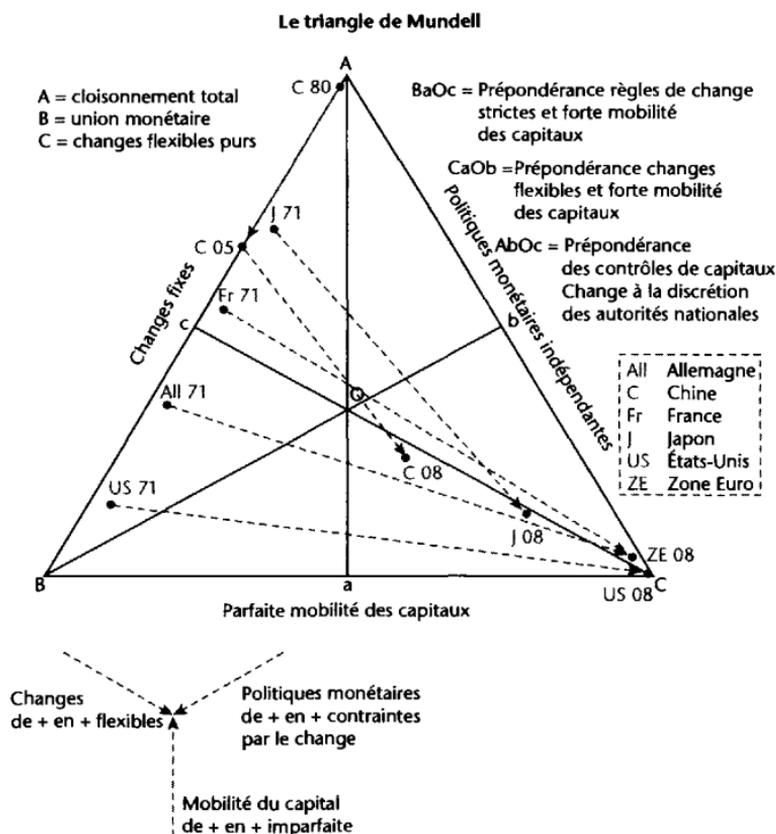
Si on admet la parfaite liberté des capitaux, le SMI évolue progressivement vers un système multipolaire et celui-ci est réglé par les changes flottants généralisés ; ce qui permet à chaque pays ou zone d'intégration de réaliser son équilibre interne dans les meilleures conditions, tout en préservant l'équilibre intertemporel des balances des paiements. Il suffit d'énoncer ce résultat et de le comparer à la réalité que nous avons décrite dans les chapitres précédents pour se convaincre qu'il s'agit d'un monde imaginaire. Cela veut dire que toutes les positions dans le triangle de Mundell ne sont pas accessibles pour tous les pays en même temps. Une cohérence dans les choix des principaux pays est nécessaire pour que les échanges internationaux puissent prospérer grâce à des ajustements de balances des paiements qui soient praticables. C'est pourquoi on fait apparaître les trois losanges décrits plus haut qui dessinent des types de SMI. Le losange BaOc est un système à changes administrés et à mobilité des

capitaux d'autant plus restreinte que l'on se rapproche du centre du triangle. Le losange CaOb est un SMI dominé par la flexibilité des changes. Il n'est viable que si la volatilité des changes est tolérable par les gouvernements, donc si la mobilité des capitaux est limitée et si la flexibilité est réduite par des régulations permettant aux pays dont la monnaie est insuffisamment convertible de s'autoassurer en détenant des réserves de change abondantes. Le losange AbOc est le domaine où les contrôles de capitaux sont généralisés (convertibilité limitée aux échanges courants partout), voire où certains pays ont des barrières protectionnistes.

Il revient à la devise clé d'exercer les fonctions de régulation de la monnaie internationale, d'ajustement ordonné des balances des paiements, compatible avec l'équilibre interne des pays, et de fournir la liquidité internationale demandée par l'expansion des échanges. Cela doit se faire sans excès, pour ne pas provoquer de proliférations désordonnées des mouvements de capitaux, ni insuffisance, pour ne créer ni des pressions déflationnistes sur les prix internationaux ni des contraintes trop fortes dans les bilans des intermédiaires financiers. Si le pays émetteur de la devise clé ne conduit sa politique monétaire qu'en vue des seuls intérêts de son pays, il n'y a aucune raison que l'émission de monnaie internationale soit compatible avec les besoins de l'ensemble des pays. Cela est vrai même à changes flottants, si les taux de change sont déterminés par une dynamique de *momentum* qui n'incorpore pas une anticipation de valeurs d'équilibre futur. Le bien public qu'est la monnaie internationale n'est pas produit. On retrouve donc un dilemme de Triffin généralisé [Gourinchas et Jeanne, 2006].

Les problèmes s'aggravent si le système à devise clé dégénère et si la concurrence des devises se manifeste pour les fonctions monétaires internationales. Parce que le choix de la liquidité est un phénomène de polarisation collective, l'incertitude sur le support de la liquidité internationale supérieure provoque de violentes fluctuations des changes. Elles sont dues à des déplacements massifs de capitaux, mus par des différences ténues de perception dans les politiques monétaires des pays dont les devises sont candidates à la même fonction unique de liquidité supérieure. La substitution de devises de mêmes statuts n'a pas de point d'équilibre parce que l'unicité de la liquidité supérieure ne peut pas se fixer. (Sur le paradoxe de la concurrence des monnaies, voir d'un point de vue théorique Kareken et Wallace [1981]. Du point de vue de la pertinence de ce paradoxe pour le fonctionnement du SMI depuis les accords de la Jamaïque, voir McKinnon [1982].)

### Schéma 1. Modes d'organisation monétaire internationale et effets de la globalisation : un déplacement vers les changes flexibles



C'est pourquoi un courant de pensée très influent en économie politique internationale soutient que seul un système monétaire à devise clé, et donc une politique hégémonique, peut stabiliser les fonctions monétaires internationales. Seul un tel système serait capable de réguler un monde à forte liberté des mouvements de capitaux. Parmi les théoriciens de ce courant de pensée, se détache l'historien Charles Kindleberger [1981]. Le système monétaire international est en crise lorsqu'une devise clé ne parvient plus à assumer son hégémonie au bénéfice de tous les pays qui acceptent un système d'échanges multilatéraux. La transition est le processus d'émergence d'une autre devise clé, ce qu'a été l'entre-deux-guerres avec la

substitution du dollar à la livre sterling. Mais il ne peut y avoir d'autre régime monétaire international stable qu'un système à devise clé. Si donc le dollar est dégradé dans les fonctions monétaires internationales et qu'aucune autre devise ne s'impose pour le supplanter, la liberté des mouvements de capitaux ne peut que reculer. C'est le point de vue de Dani Rodrik qui pense que la globalisation profonde est insoutenable et qu'elle devra reculer [Rodrik, 2011], ce qui correspond à une remontée vers le sommet A du triangle de Mundell.

Cette lecture de l'histoire n'est pas la seule possible. Les changements structurels de long terme que nous avons rappelés au début de ce chapitre entraînent l'émergence de grandes puissances continentales dont la prospérité dépend d'un système d'échanges multilatéraux. En outre, la rareté et la dégradation des ressources naturelles sous l'empire du changement climatique vont faire de ce siècle celui où la production de biens publics globaux va devenir une condition essentielle de survie de nombreuses populations. Les rapports entre les nations ne peuvent donc pas être pensés uniquement en termes de conflits d'intérêts. Il faut distinguer les conflits d'intérêts irréductibles, qui provoquent les guerres, et les défauts de coordination entre nations dont les intérêts sont compatibles. Dans ce livre, nous faisons l'hypothèse que les problèmes monétaires internationaux se situent dans la seconde perspective. S'il n'en est pas ainsi et que les intérêts des grandes puissances sont vraiment conflictuels, il faut se préparer à une nouvelle guerre froide, avec le danger d'un dérapage dans un monde de rareté des ressources. La position d'un intérêt commun de survie, mais d'une incapacité à le traduire en termes monétaires, résulte de l'observation des relations monétaires internationales dans les soixante dernières années. Le défaut de coordination est la tare congénitale d'un système international qui se veut global et promoteur de la liberté généralisée des échanges et qui remet la production du bien public international dans les mains d'un seul pays. C'est l'essence même du dilemme de Triffin. Il n'existe aucune règle mutuellement acceptée qui conduise le pays monétairement dominant à assumer un intérêt collectif, dès lors que sa position monétaire dominante immunise son système financier des influences extérieures. (Eichengreen [2011] met en évidence ce qui distingue radicalement l'émetteur de la devise clé des autres pays et décrit des scénarios qui pourraient détruire la domination du dollar dans le chapitre VII de son livre.) En revanche, les forces d'intégration régionale, parce que les intérêts et les contraintes mutuelles y sont plus intenses, donnent ou peuvent donner naissance à des ensembles intégrés capables d'arrangements monétaires par affirmation de devises régionales clés, voire par la formation d'unions monétaires

[Ocampo, 2006]. Si les prochaines décennies poursuivent ces tendances que l'OCDE détecte dans le processus de « basculement de richesse », un système pluridevises coopératif pourrait émerger. Le dollar ne serait pas supplanté par une autre devise clé, il serait englobé comme la monnaie principale d'un système pluridevises gouverné par des règles formant un régime monétaire international. Pour qu'il en soit ainsi, il faut que l'affirmation de devises concurrentes atteigne une taille suffisante pour que les taux d'intérêt et les prix des actifs financiers aux États-Unis soient influencés par les discordances entre la politique économique américaine et celle des pays concurrents.

### **Perspectives pour l'évolution du système monétaire international**

On en revient toujours aux deux problèmes jumeaux de l'ajustement des balances des paiements et de la liquidité internationale. Ces problèmes ne sont pas plus résolus maintenant qu'il y a soixante-dix ans. Il faut donc revenir sur le terrain défriché par Keynes pour énoncer les propositions capables de faire avancer la coopération multilatérale. Mais l'expérience décevante du G20 depuis 2010, qui était en bonne voie en 2008-2009 pour endiguer la crise financière, mais qui a sombré très vite dans l'insignifiance, souligne une fois de plus les pièges de la négociation interétatique dont on a pu aussi observer l'inefficacité dans la zone euro. Car les démarches *ad hoc* pèchent par défaut d'institutionnalisation. La négociation est difficile à maintenir parce qu'elle n'est efficace que si elle aboutit à des compromis explicites dans le contenu des politiques économiques des principaux pays sans se référer à une médiation externe. Devant des situations changeantes, donnant lieu à des interprétations diverses des responsabilités de chaque pays, la négociation manque de règles générales pour légitimer ses recommandations. Elle manque aussi d'une organisation pour les traduire en moyens d'action compatibles dans les politiques nationales et pour les faire exécuter.

La négociation peut en principe accommoder un grand nombre de situations qui ne se coulent pas aisément dans les moules de l'intégration monétaire supranationale ou de la hiérarchie hégémonique d'une devise clé. Mais elle est vulnérable aux configurations stratégiques de type « dilemme du prisonnier », qui sont des jeux aux résultats inefficaces, car elle exclut en principe les engagements contraignants. Il faut que les interdépendances soient reconnues avec assez d'acuité et que les positions des partenaires à l'égard des chocs

soient suffisamment symétriques pour qu'ils aient avantage à échanger des concessions mutuelles. Il s'agit d'une sorte de fil du rasoir : résoudre *a priori* les incompatibilités dans les politiques économiques sans obligation de suivre des règles prédéfinies qui engagent des lignes de conduite précises. La mise en œuvre des compromis dépend de tout ce qui peut assurer la solidité d'accords non contraignants : la dissuasion, l'échange d'informations, les consultations fréquentes. Ces expédients doivent pouvoir réduire les stratégies possibles à des ensembles mutuellement compatibles, accroître la prévisibilité des réactions d'autrui et diminuer les délais nécessaires pour atteindre un équilibre stratégique. Néanmoins, ces procédés courent le danger d'une dilution de la négociation dans l'indéterminé et l'ambigu, parce que chacun est à la fois un traître en puissance et un garant du compromis. Il faudrait que soit incluse dans l'élaboration des compromis une procédure permettant de compenser les perdants qui estiment avoir avantage à se retirer de la négociation.

Pour dépasser ces apories, la coopération institutionnalisée doit parvenir à établir des institutions régulatrices pour préserver les comportements décentralisés dans une économie mondiale où les interdépendances se diversifient avec la convergence de régions précédemment aux marges du jeu international. Bretton Woods a perdu un quart de siècle parce que la négociation a porté sur le cadre institutionnel qui a été légitimé par traité. Mais le système a périclité parce que les règles se sont rigidifiées, ce qui n'a pas permis de préserver la souplesse de la démarche coopérative face à la diversité des conjonctures. De nos jours, le lieu de l'institutionnalisation est le FMI, mais il n'exerce pas pleinement les fonctions qui y sont attachées. Il faut que le FMI retrouve le rôle monétaire qu'il a perdu depuis les accords de la Jamaïque pour devenir un organisme d'aide à la résolution des crises des dettes souveraines. Le FMI doit redevenir l'instance de gouvernance d'un régime monétaire international.

Un régime international articule des principes, des règles et des procédures pour faire une coordination permanente [Krasner, 1983]. Les principes sont ceux de l'échange multilatéral issu du cadre de Bretton Woods, renforcés par la reconnaissance, au XXI<sup>e</sup> siècle, de la nécessité de produire des biens publics globaux. Ils légitiment la finalité de la coopération et le besoin de sa continuité. Les règles sont les repères et les contraintes qui guident les engagements mutuels auxquels les gouvernements souscrivent, de sorte que les influences réciproques des pays à travers les interdépendances soient intériorisées dans les politiques suivies. Les procédures sont les modalités d'action, d'information et de surveillance par lesquelles l'institution médiatrice de la gouvernance multilatérale facilite l'application des

règles et désamorce les conflits potentiels. Essayons de mobiliser ces éléments de théorie des jeux pour définir les bases d'une réforme progressive et évolutive du système monétaire international [Keohane, 1984].

*Les compromis d'une coopération internationale pour un régime monétaire viable*

Résumons les résultats établis précédemment. La globalisation profonde par intégration complète des marchés de capitaux est incompatible avec la diversité des préférences sociales nationales propres à un monde multipolaire. Les taux de change flexibles ne peuvent établir des prix d'équilibre de marché pour ajuster ces préférences dans un ensemble pluridevises, parce que la concurrence des devises bute sur le problème du caractère de bien public de la liquidité internationale. Les dynamiques financières déstabilisantes, exprimées par les déséquilibres financiers globaux, ont été un facteur essentiel de l'accumulation des vulnérabilités qui ont mené à la crise systémique. Il s'ensuit que la régulation financière internationale est un pilier majeur de toute réforme. Concernant les pays émergents, et comme Rodrik l'a bien souligné, cette régulation doit incorporer les contrôles de capitaux comme moyen d'éviter les effets les plus délétères des excès financiers qui réapparaîtront inévitablement en dépit de règles prudentielles plus exigeantes. Quels sont donc les compromis structurants pour faire évoluer le SMI ?

Le premier compromis consiste à s'appuyer sur les tendances d'intégration régionale du commerce international pour institutionnaliser des zones de coopération monétaire sur la base d'une devise prépondérante. Cette coopération doit inclure une solidarité pour un financement d'urgence face à des chocs financiers externes. Cela permettra de réduire le besoin d'autoassurance. Ces espaces de coopération monétaire introduiront un principe de subsidiarité pour un SMI à deux niveaux. Nombre de chocs financiers pourront être absorbés dans le cadre des arrangements monétaires régionaux. Au niveau supérieur, la négociation de règles monétaires internationales concernera un nombre réduit de partenaires, eux-mêmes représentatifs de groupes de pays. Cette structure de négociation accroît les chances de compromis acceptables, parce que la reconnaissance des influences réciproques entre grandes zones réduit l'incitation au *free riding*.

Le second compromis est le renforcement des régulations financières et de leur mise en compatibilité. Cette tâche immense et toujours remise en question par les lobbies financiers est engagée

dans le cadre de la négociation des accords de Bâle III sous l'égide du comité des banquiers centraux des pays du G20. Cette régulation prudentielle renforcée regroupe plusieurs éléments. Le premier est la mise au pas du *shadow banking* sans laquelle aucune stabilité financière n'est possible. Le deuxième élément est l'instauration d'une régulation macroprudentielle. Elle comporte une régulation contracyclique des ratios de capital et de liquidité des institutions financières (banques et autres institutions) à influence systémique. Des conseils de risque systémique doivent être installés dans tous les centres financiers internationaux et doivent être déterminés à bloquer les dérives spéculatives du crédit et des prix d'actifs. Le syndrome du *too-big-to-fail* doit être éradiqué par des procédures prédéfinies de restructuration obligatoire des entités financières fragiles, impliquant l'absorption des pertes éventuelles par leurs créanciers. Le troisième élément est une transformation de la doctrine monétaire des banques centrales pour mettre effectivement la stabilité financière sur le même pied que la stabilité des prix dans la conduite de la politique monétaire.

Mais les négociations des accords de Bâle III ont laissé les flux financiers transfrontières en dehors de l'agenda. Or ils sont hautement procycliques et amplifient énormément les cycles d'affaires dans les économies dites émergentes (par l'illusion que les prix des actifs et les taux de change peuvent être régulés par des forces de rappel vers des valeurs d'équilibre qui à leur tour provoqueraient des ajustements endogènes des balances courantes [Rey, 2013]). C'est pourquoi les contrôles de capitaux, qui découplent les marchés financiers domestiques des marchés internationaux, sont des compléments indispensables de la régulation macroprudentielle. Ils peuvent être pratiqués par les quantités ou par les prix. Les premiers sont des prohibitions ou des plafonds aux flux de capitaux volatils, des limites ou des interdictions d'exposition nette des banques domestiques en devises étrangères, des restrictions imposées aux investisseurs étrangers à détenir des titres financiers nationaux. Les seconds sont des instruments adjacents de la politique monétaire. Ce sont des rémunérations nulles ou négatives des réserves obligatoires sur les entrées de capitaux, ou bien des variations des coefficients de réserve eux-mêmes en tant qu'instruments de la politique macroprudentielle. La gestion pratique des contrôles implique que les pays investissent dans des capacités administratives pour se doter d'une expertise capable de gérer des contrôles flexibles en fonction des conditions financières externes affectant les pays.

Enfin, le troisième compromis est de bâtir une gouvernance monétaire internationale pour un système pluridevises. En ce domaine, le

G20 peut être un forum prometteur s'il contribue à renforcer les instances monétaires internationales légitimes. Il a commencé à jouer un rôle positif en décidant d'augmenter substantiellement les ressources du FMI et d'élargir ses missions. En transformant le forum de stabilité financière de Bâle en conseil de stabilité financière et en élargissant la participation, il ouvre la voie à une coopération plus étroite des banques centrales pour promouvoir la régulation macro-prudentielle selon des principes communs. Mais il faut aller au-delà. Pour contrôler le crédit agrégé dans l'économie mondiale, détecter les germes du risque systémique dans les interdépendances financières internationales, analyser et superviser les canaux de transmission de la fragilité financière, le Fonds monétaire international est l'institution qui dispose de la légitimité et de l'expertise requises. Il doit retrouver le rôle central dans la gouvernance monétaire internationale qui était l'esprit de Bretton Woods.

#### *Vers un SMI à ajustements plus symétriques*

Les transformations progressives décrites ci-dessus font partie des réponses indispensables à la crise financière globale. Elles changeront les attitudes politiques à l'égard des interdépendances et feront l'apprentissage de la coopération internationale dans les domaines macroéconomique et financier. Dans le même temps, les devises potentiellement concurrentes du dollar, comme l'euro et le yuan, pourront élargir leur champ d'attraction si les problèmes structurels rencontrés par la Chine et la zone euro sont correctement surmontés. Aux environs de 2020, la domination politique et monétaire des États-Unis, qui a empêché de construire un système capable de traiter les problèmes d'ajustement des balances des paiements et de doter le monde d'une liquidité pleinement internationale à Bretton Woods, se sera probablement atténuée. Il deviendra alors possible d'envisager une réforme substantielle de la gouvernance monétaire internationale.

Du côté de l'ajustement des balances des paiements, il s'agit d'éviter les répercussions par propagation de chocs, issues de politiques économiques unilatérales, comme la politique monétaire de la Fed. Après les accords de la Jamaïque, les cycles de longue durée des taux de change ont amplifié les répercussions au lieu de les amortir, parce qu'ils ont facilité la poursuite des politiques de crédit déséquilibrantes des États-Unis. Deux options sont possibles pour établir des règles multilatérales.

L'une est la cogestion des taux de change flottants à partir de taux de change de référence proposés par John Williamson dès les années

1980 [Williamson et Miller, 1987]. C'est une méthode souple appropriée à détecter l'existence de distorsions de longue durée des taux de change réels. Elle est compatible avec la mission de surveillance multilatérale que le G20 a assignée au FMI. Ce ne sont pas des taux de change cibles avec des marges de fluctuation qui seraient des corridors contraignants de change. Ce sont des repères pour la surveillance multilatérale du FMI et pour des forums périodiques de concertation dans le cadre du Fonds qui seraient tenus par les pays membres à des niveaux élevés de responsabilité politique.

Ces taux de change de référence et les mécanismes de stabilisation associés doivent avant tout faciliter la croissance des pays convergents et permettre l'entrée dans ce groupe de nouveaux pays précédemment précaires. La parité de pouvoir d'achat (PPA) est un très mauvais repère pour estimer les taux de change réels. Les pays convergents, dont la croissance est tirée par l'augmentation rapide de la productivité dans l'industrie manufacturière, doivent avoir des taux de change sous-évalués par rapport à la PPA. Le taux de change réel de référence est une fonction croissante du ratio entre le PIB par tête du pays et celui du pays leader. Il s'apprécie régulièrement au fur et à mesure que l'écart de PIB par tête se ferme. C'est la trajectoire suivie par la Chine depuis 2005.

L'autre méthode pour guider les ajustements est de recourir à des balances courantes de référence. La méthode consiste à estimer les besoins d'investissement nécessaires pour soutenir la croissance du capital compatible avec la trajectoire de long terme de la croissance potentielle des pays. Elle doit aussi analyser les différences structurelles de taux d'épargne entre les pays selon une méthode homogène. Seul le FMI peut se livrer à cette investigation, ce qu'il fait sur une base bisannuelle, mais sans que cela embraye sur une concertation des pays membres. Les balances courantes découlant de l'équilibre épargne-investissement structurel seraient ensuite ajustées des variations conjoncturelles dans les taux d'utilisation des capacités de production et des déviations de l'inflation par rapport aux cibles suivies dans les pays, pour parvenir à des balances courantes de référence insérées dans les indicateurs de la surveillance multilatérale.

### *Le DTS comme actif de réserve internationale*

Le rétablissement d'ajustements symétriques n'est possible qu'avec la création d'une liquidité ultime dans laquelle toutes les devises importantes seraient convertibles et qui soit en même temps une monnaie fiduciaire à offre flexible. Cette monnaie existe déjà en puissance : ce sont les droits de tirage spéciaux (DTS). Le DTS est une

allocation au sein d'un département spécifique du FMI. Ce n'est l'engagement d'aucune institution financière, au même titre que l'or monnayé. Ce n'est donc pas une dette, mais un actif purement fiduciaire. Le DTS ouvre un droit de créance sur n'importe quelle devise pleinement utilisable d'un membre du Fonds. La vente de DTS par un membre du Fonds pour acquérir une devise crée une créance en DTS de la contrepartie acheteuse de la transaction. Cette créance est compensée par une dette miroir inscrite au département DTS du Fonds. À la suite de leurs transactions réciproques, les pays membres du Fonds ont des créances ou des dettes nettes sur le département DTS, suivant que leurs détentions de DTS sont supérieures ou inférieures à leurs allocations. Ces créances et dettes nettes rapportent des taux d'intérêt de marché.

Il y a trois raisons de développer le DTS. La première est de corriger les inconvénients du semi-étalon-dollar en réduisant les incitations des banques centrales, dont les monnaies sont faiblement convertibles, à acquérir des dollars pour autoassurance. La seconde est d'allouer les montants de DTS suffisants selon une règle d'émission agréée collectivement pour éviter les fluctuations entre le trop et le trop peu de dollars qui se répercutent sur les taux de change, et donc résoudre le dilemme Triffin. Une règle d'émission contracyclique ferait du FMI l'embryon d'un prêteur en dernier ressort international. La troisième est de créer un compte de substitution au sein du FMI pour permettre aux pays surchargés de réserves en dollars de les diversifier de manière ordonnée sans passer par les marchés de change, donc sans risquer de provoquer des fluctuations de change propices aux crises monétaires [Polak, 1979].

Actuellement, le rôle du DTS est resté très modeste parce qu'il a été artificiellement contraint par ses conditions d'usage, le gouvernement américain et le Congrès voulant éviter qu'il puisse porter ombrage au dollar. En outre, les allocations se font selon des quotas datant de 1944. En conséquence, les pays qui en ont le plus besoin sont ceux qui en reçoivent le moins. Seulement 3 % du total alloué est affecté aux pays à bas revenus ! Il y a eu seulement trois allocations depuis que le DTS a été créé en 1968. La première en 1971-1972 de 9 milliards, la seconde en 1979-1981 de 12 milliards, enfin la troisième en plein cœur de la crise financière en 2009 de 182 milliards. C'est un tout autre mécanisme qui est nécessaire pour faire du DTS l'actif ultime de réserve mondiale. Il faudrait des allocations de 150 à 250 milliards par an, soit constantes, soit contracycliques. Le transfert de DTS devrait devenir le seul mécanisme de financement du Fonds. Les quotas devraient être significativement modifiés pour représenter de manière équitable les pays en développement.

Contrairement à ce qui est souvent avancé, il n'est pas requis que les DTS soient détenus et négociés entre des mains privées pour jouer pleinement leur rôle de moyens de réserve ultime entre les banques centrales. Si toutefois on pense que ce serait un avantage, il faut faire droit à la suggestion du gouverneur de la Banque populaire de Chine, Zhu Xiaochuan, qui a proposé qu'une partie des futures allocations soient émises par le FMI sous forme de titres obligataires échangeables sur les marchés financiers internationaux en lieu et place des droits de créance bilatéraux. Ces titres rapporteraient un taux d'intérêt qui serait la moyenne pondérée des taux des monnaies constituantes (dollar, euro, livre sterling et yen actuellement). Par la suite, des banques publiques de développement pourraient aussi émettre ces titres.

Que font les banques centrales des DTS alloués à leurs pays ? Pour certaines, c'est une réserve passive pouvant devenir un moyen de financement en période de crise. D'autres les utilisent pour rembourser la dette du pays à l'égard du FMI. D'autres encore sont des intermédiaires, des sortes de *market makers* qui achètent et vendent les DTS pour accommoder les besoins de leurs consœurs, d'autres enfin en font un actif de diversification.

C'est ce dernier comportement qui pourrait être grandement développé par un compte de substitution. L'établissement d'un tel compte fut discuté à la fin des années 1970 après les accords de la Jamaïque. Mais le projet, défendu par le Fonds, ne fut finalement pas adopté en 1980 à cause de l'hostilité américaine, trouvant un allié en Allemagne sous prétexte qu'il pourrait être inflationniste. Un argument plus sérieux était la couverture du risque de change. Si le dollar se dépréciait continuellement, qui pouvait prendre le risque de change pour permettre aux banques centrales qui allaient réduire leur stock de dollars par ce moyen de diminuer le leur ? Une méthode serait que les administrateurs du compte qui reçoivent les dollars à l'actif en contrepartie des DTS émis au passif reconstituent le panier de devises dans les bonnes proportions par échanges hors marché avec les banques centrales concernées. Le risque de change est pris par le Fonds lui-même, donc indirectement réparti entre ses membres. Une autre technique serait une couverture dynamique dans le marché. En effet, le graphique 10 montre que le dollar ne se déprécie pas continuellement depuis les années 1980 et qu'il y a d'énormes fluctuations des taux de change réels effectifs entre les grandes devises avec des niveaux constants à très long terme. De plus, les taux d'inflation sont très voisins entre les pays avancés dans l'économie globalisée. Si, par exemple, le compte de substitution avait été créé en 1980, cela aurait été l'année après laquelle le dollar s'est énormément apprécié

pendant cinq ans. Le compte aurait fait un profit de 28 % sur ses actifs en dollars par rapport à ses engagements en DTS. Les administrateurs auraient ainsi pu investir ces profits dans une grande variété d'actifs, constituant une réserve permettant de couvrir des pertes de change éventuelles pendant une longue période. Enfin, le Fonds pourrait vendre son stock d'or résiduel et investir le produit de la vente dans des actifs rémunérateurs dans la composition du panier du DTS pour immuniser ses engagements [Kenen, 2010].

Il n'y a donc aucun obstacle technique à faire du DTS l'actif de réserve d'un SMI pluridevises symétrique. Il faut et il suffit que les gouvernements prennent conscience de leur responsabilité politique s'ils veulent poursuivre l'aventure de la mondialisation économique. Mais il y a une autre fonction à assumer : le financement d'urgence des balances des paiements lorsque les répercussions de déséquilibres non endigués activent le risque systémique. C'est donc une fonction de prêteur en dernier ressort international. Après la succession de crises des pays émergents entre 1994 et 2001, le FMI a créé un certain nombre de lignes de crédit d'urgence mais sans aucun succès. Aucun pays ne s'est proposé pour en bénéficier. C'est la Fed qui a joué ce rôle avec des *swaps* bilatéraux utilisés pendant les crises par le Mexique, la Corée, Singapour et le Brésil.

Le FMI a refait sans succès deux tentatives pour assouplir ses modes de financement : en mars 2009 en introduisant la *Flexible Credit Line* et en août 2010 avec la *Precautionary Credit Line*. Il n'est pas difficile de voir pourquoi cela ne fonctionne pas. Ces facilités de crédit sont assorties de conditionnalité structurelle (fondamentaux solides, intrusion dans les politiques intérieures des pays). C'est la négation même du prêt en dernier ressort qui est une injection de liquidité acceptée par tous pour éviter qu'une crise systémique ne fasse imploser le système financier des pays attaqués, voire, comme on l'a vu à l'automne 2008, menace tout le système financier international d'effondrement. En outre, le financement des lignes de crédit demande du temps car il nécessite des prêts des banques centrales en devises convertibles qui doivent être acceptés par les gouvernements, tandis que la couverture du besoin de liquidité en dernier ressort doit être instantanée. Cela n'a rien d'inflationniste puisque la création de monnaie en dernier ressort est là pour contrer la déflation causée par la pénurie de liquidités et parce que les nouveaux DTS qui seraient créés seraient annulés lorsque les prêts sont remboursés.

Seul un mécanisme de financement en dernier ressort multilatéral et autofinancé par le FMI grâce à une création *ex nihilo* de DTS peut être efficace. Il mettrait le FMI en tant que prêteur en dernier ressort international dans la même logique que les banques centrales en tant

que prêteurs en dernier ressort nationaux. C'est la seule manière d'éviter la généralisation de l'autoassurance, comportement qui nourrit les déséquilibres persistants des balances des paiements. De plus, les DTS issus des allocations par quotas et non utilisés par les pays pourraient utilement l'être pour prêter aux pays qui ont des besoins de liquidités non satisfaits, en tant qu'instrument de financement contracyclique.

### *La gouvernance du FMI*

Cette réforme signifie tout simplement le retour aux idées théoriques du plan Keynes, appliquées aux conditions de la globalisation. Le système pluridevises deviendrait cohérent grâce à un actif de réserve et de règlement pleinement international. Tous les pays membres pourraient utiliser inconditionnellement une facilité de tirage jusqu'à une limite. Le FMI deviendrait source d'une assurance collective, ce qui résoudrait le dilemme Triffin et serait un grand pas vers l'élimination des iniquités qui entravent délibérément la convergence de nombreux pays pour préserver les privilèges des pays occidentaux.

Si la réforme du SMI parvient à ce stade, la séparation historique entre le département des ressources générales et le département des droits de tirage spéciaux au sein du Fonds n'aurait plus de raison d'être. Cette séparation n'existe que pour empêcher le DTS de devenir une vraie monnaie internationale. Pour que le FMI redevienne un acteur monétaire, la fusion des deux départements est indispensable. Quant aux quotas, ils ne doivent plus être des critères rigides de distribution, mais devenir de simples indicateurs de limites d'endettement.

Cette transformation du SMI se fera dans la longue durée, comme le mode de régulation monétaire compatible avec la transformation de l'économie mondiale sous l'effet des forces qui redéployent les richesses et les pouvoirs entre les pays. Le Fonds ne peut devenir l'institution centrale de la gouvernance monétaire internationale s'il n'est pas mis un terme à la confiscation des pouvoirs en son sein par les pays occidentaux. Une conséquence récente et spectaculaire de cette anomalie est le refus du Congrès américain de ratifier l'augmentation de capital du Fonds décidée par son assemblée générale il y a quatre ans, dont l'enjeu était de doubler les quotas pour donner une plus grande place aux pays émergents dans la gouvernance internationale. C'est un camouflet d'une extrême gravité pour le G20 et pour le gouvernement des États-Unis lui-même. Il est difficile de voir meilleur exemple d'avancée de la coopération

internationale bafouée par le pays supposé être le leader dans les relations internationales.

Pour assumer la double mission d'empêcher les discordances dans les politiques macroéconomiques et de surveiller les facteurs communs d'instabilité financière, le FMI doit élargir sa base politique. Cela entraîne un changement profond dans la distribution des pouvoirs et des responsabilités des pays membres. Il faut accroître sensiblement le poids politique des pays non occidentaux et renforcer le soutien politique au directeur exécutif.

Pour que le Fonds devienne l'institution assurant la régulation monétaire du système financier international, des révisions substantielles des quotes-parts sont indispensables, bien au-delà des changements homéopathiques consentis jusqu'ici. Les critères adoptés pour définir les quotas et les droits de vote associés doivent abandonner définitivement et totalement l'héritage des pouvoirs de négociation et des alliances de 1944. Ils doivent être remplacés par une formule objective qui s'appuie exclusivement sur des facteurs économiques et financiers.

Puisque le système pluridevises se structure par régions, la représentation individuelle des pays de la zone euro doit s'effacer devant celle de la zone euro en tant qu'entité unique. Cette réforme mettra un terme à une anomalie grotesque. Actuellement, un ensemble de pays qui n'ont plus de monnaies nationales siègent séparément à l'assemblée générale du FMI, alors que la seconde monnaie internationale n'a pas de représentant pour parler en son nom. Il s'ensuit que les Européens n'ont pas de capacité d'initiative officielle dans le débat sur l'évolution souhaitable du SMI. Il doit donc y avoir une fusion des quotes-parts et des droits de vote associés ; ce qui aura un double avantage. En premier lieu, la fusion donnera un poids agrégé considérable à la zone euro. En second lieu, cette fusion ne signifie pas nécessairement une sommation. Elle libérera une proportion substantielle de quotes-parts qui pourront être réattribués dans le reste du monde et faciliteront ainsi le redéploiement visé.

Un autre changement important est celui du seuil de minorité de blocage définissant la majorité qualifiée comme nécessaire pour adopter des décisions qui modifient les statuts du Fonds en ratifiant de nouveaux amendements. Cette majorité qualifiée est actuellement de 87,5 %. Elle a été calculée à Bretton Woods pour permettre aux États-Unis de s'arroger seuls une minorité de blocage.

Enfin, pour pouvoir jouer le rôle monétaire central défini ci-dessus, le Fonds devra prendre des décisions d'urgence. Son directeur exécutif doit donc disposer d'un soutien politique efficace de la part d'une instance rapide à convoquer et d'un niveau politique suffisamment

élevé pour engager les pays membres. Cela implique de rehausser le comité exécutif au rang de conseil politique, rassemblant des officiels de haut niveau et mandatés par leurs gouvernements respectifs. Ce conseil devrait se réunir mensuellement et à n'importe quel moment dans les situations d'urgence. Le directeur exécutif lui-même doit cesser d'être la chasse gardée des Européens. Il est plus que temps de définir une procédure ouverte de sélection fondée exclusivement sur des critères de compétence.

En dépit des orientations de réforme adoptées lors de l'assemblée générale du Fonds à Séoul en novembre 2010, la gouvernance internationale n'a fait aucun progrès. La raison immédiate se trouve dans l'obstruction du Congrès des États-Unis qui a obstinément refusé de ratifier la réforme des droits de vote au FMI et le mode de nomination des directeurs du FMI et de la Banque mondiale (BM). Il s'ensuit que les BRICS (les cinq plus grandes puissances émergentes) totalisent 10,3 % des droits de vote alors qu'ils pèsent 24,5 % du PIB mondial. La distorsion la plus absurde concerne la Chine : 3,8 % des droits de vote pour 16,1 % du PIB mondial.

En juillet 2014, les dirigeants politiques des BRICS ont décidé de contourner les institutions de Bretton Woods, faute de pouvoir les transformer de l'intérieur. Lors du sommet de Fortaleza, le 16 juillet, ils ont décidé de créer une Nouvelle Banque de développement, capitalisée pour 100 milliards de dollars à parts égales entre les cinq pays fondateurs, dont le siège sera à Shanghai et dont le premier président sera indien. C'est la première initiative significative de déplacement du pouvoir politico-financier depuis Bretton Woods.

La Nouvelle Banque de développement aura pour mission de financer la croissance des pays émergents. Elle sera complétée par un Fonds de stabilisation de 100 milliards de dollars pour amortir les effets néfastes des désordres financiers internationaux sur les devises des pays émergents. Elle brisera le monopole du financement hautement conditionnel de la BM et renforcera les interdépendances entre les pays émergents. Cette avancée dans l'affirmation de centres rivaux de pouvoirs monétaires et financiers va accentuer le besoin d'une gouvernance globale, et peut-être relancer la réforme du SMI d'ici 2020.

## Conclusion

**L**e dollar est solide, sa valeur internationale stable depuis la crise financière et sa domination dans les réserves de change l'attestent. Mais que veut dire être solide dans un monde qui ne l'est pas ? Quelles relations l'appétence pour le dollar entretient-elle avec une globalisation financière en recul et des doutes sur les avantages que la financiarisation apporte aux économies ?

C'est un équilibre de la peur. Les dégâts provoqués par la crise sont loin d'être effacés, et le monde d'après ne se dessine pas encore. Tout le monde cherche la sécurité. Mais la distinction entre les actifs sûrs et ceux qui ne le sont pas est devenue bien difficile, car toutes les économies subissent des déséquilibres macroéconomiques ou des distorsions structurelles. Aussi tous les acteurs cherchent-ils la liquidité. Dans ce domaine, les marchés financiers américains, bénéficiant de la liquidité sans limites créée par la Réserve fédérale, sont imbattables. C'est pourquoi le dollar a été renforcé par une crise survenue aux États-Unis, qui s'est propagée dans le monde entier par la grâce de la globalisation financière. Cela a provoqué d'énormes flux de capitaux dans les pays émergents. Pour éviter des appréciations dommageables de leurs monnaies, ces pays ont absorbé les dollars dans les réserves de change.

Le paradoxe est que le dollar a été renforcé non pas parce que son offre a été restreinte, mais parce qu'elle a été surabondante. Au contraire, l'amorce timide de normalisation de la politique monétaire américaine sème la panique dans les marchés émergents, provoquée par le retrait massif des liquidités qui y avaient été placées en quête de rendement immédiat. On assiste à l'instabilité des mouvements de capitaux, phénomène qui s'est produit à plusieurs reprises au cours des quarante dernières années, depuis l'abrogation de toute règle monétaire internationale. Cette logique monétaire, où le dollar règne par défaut, a fait le lit de la globalisation financière sans fournir les

moyens de la réguler. La question que nous avons posée dans ce livre est la suivante : dans le monde qui vient, où les besoins de régulation de la finance se font pressants et où des tendances lourdes réduisent le poids relatif des États-Unis, comment le système monétaire international peut-il évoluer ?

Nous avons caractérisé le système hybride avec une devise clé, mais une multiplicité de régimes de change, comme un semi-étalon-dollar qui s'est déployé avec la globalisation financière. Ce système est incapable de fournir le bien public global qu'est la stabilité macroéconomique parce qu'il ne remplit pas les fonctions qui en sont les attributs. Ces fonctions sont les suivantes : d'une part, régler l'offre de liquidités en fonction des besoins des économies réelles du monde entier ; d'autre part, promouvoir un régime de changes induisant des ajustements symétriques de balances des paiements, de sorte que des déséquilibres cumulatifs ne puissent pas se développer. L'histoire des cinquante dernières années a montré que ces conditions ne peuvent être remplies dans le modèle de la devise clé si le pays émetteur n'intériorise pas le bien public qu'est la régulation de la liquidité mondiale.

Pour que cette intériorisation puisse se faire, il faut que le pays émetteur prenne en compte cet objectif dans sa politique monétaire. Cela peut se faire par la contrainte d'avoir à respecter la convertibilité en un actif de réserve ultime dont il ne puisse manipuler l'offre ; tel fut le cas de la livre sterling dans le cadre du système de l'étalon-or. L'autre possibilité est un régime de coopération monétaire institutionnalisée. Si l'on considère que le développement des sociétés a définitivement dépassé la croyance à la vertu unificatrice d'une « relique barbare », c'est la philosophie du plan Keynes qu'il faut remettre sur le chantier. Mais l'état des rapports monétaires et politiques internationaux rend actuellement la gouvernance internationale hors d'atteinte. L'échec du G20 à transformer en un régime permanent la réussite de la coopération dans le feu de la crise l'atteste malheureusement. La question est donc la suivante : quelles sont les forces endogènes qui peuvent amener les émetteurs des grandes devises convertibles, au premier chef les États-Unis, à adopter une attitude coopérative conduisant à instaurer une gouvernance mutuellement acceptée ?

Notre réponse se trouve dans le développement du polycentrisme monétaire en rapport avec le rattrapage maintenant irréversible de nouvelles grandes puissances mondiales, la constitution d'espaces d'intégration régionale et le recul de la globalisation financière menée par le réseau des banques occidentales. Parce que la liquidité a une dimension irréductible de bien public et tend donc vers

l'offre d'un actif ultime dans un espace monétaire donné, la concurrence des devises pour cette fonction spécifique ne peut être stable. La création par les BRICS de la Nouvelle Banque de développement et du Fonds d'assistance monétaire mutuelle va contribuer à renforcer la concurrence des devises dans les prochaines années, avec l'accélération de la convertibilité des devises émergentes. La conséquence sera que, pour la première fois, les discordances de politique monétaire feront retour sur les États-Unis. Autrement dit, leurs taux d'intérêt seront influencés par le *feedback* des effets sur le reste du monde de leur politique unilatérale. Lorsque cela se produira et seulement à partir de cette période, les États-Unis seront prêts à envisager une régulation monétaire internationale.

Nous avons évoqué les objectifs d'un tel système et énoncé les conditions essentielles. Le pivot institutionnel en sera certainement le Fonds monétaire international, qui deviendra enfin l'institution envisagée à Bretton Woods : un embryon de banque centrale des banques centrales, muni de la fonction de prêteur en dernier ressort international. Bien entendu, l'équilibre des pouvoirs des pays membres au sein du Fonds doit profondément changer pour refléter l'état du monde de 2020 et au-delà, et non celui de 1945. Alors, et alors seulement, les droits de tirage spéciaux pourront acquérir le statut de réserve ultime du monde. La vision extraordinairement audacieuse de Keynes pourra commencer à devenir réalité, celle d'un monde en voie d'unification pour maîtriser un avenir commun.

## Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. (1986), *La Fin des devises clés*, La Découverte, Paris.
- AGLIETTA M. et BRAND T. (2013), *Un New Deal pour l'Europe*, Odile Jacob, Paris.
- AGLIETTA M. et DEUSY-FOURNIER P. (1995), « Internationalisation des monnaies et organisation des systèmes monétaires », in AGLIETTA M. (dir), *Cinquante Ans après Bretton Woods*, coll. « CEPII », Economica, Paris.
- AGLIETTA M. et MOATTI S. (2000), *Le FMI. De l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Economica, Paris.
- AGLIETTA M. et ORLÉAN A. (1984), *La Violence de la monnaie*, PUF, Paris (2<sup>e</sup> édition).
- BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE) (2013), *The International Role of the Euro*.
- BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX (2013), *Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange and Derivatives Market Activity*.
- BOILEAU J.J. et DEMBINSKI S. (2013), *Chindiafrique*, Odile Jacob, Paris.
- BORDO M. et EICHENGREEN B. (dir.) (1993), *A Retrospective on the Bretton Woods System*, NBER, University of Chicago Press, Chicago.
- CALVO G. et REINHART C. (2002), « Fear of floating », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 117(2), mai.
- CHANDLER L. (1958), *Benjamin Strong, Central Banker*, Brookings Institution, Washington.
- CLINE W. R. et WILLIAMSON J. (2009), « Estimates of fundamental equilibrium exchange rates », *Policy Brief*, 09-10, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- COMITÉ POUR L'HISTOIRE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE DE LA FRANCE (1993), *Le Plan Marshall et le relèvement économique de l'Europe*, colloque tenu à Bercy les 21, 22 et 23 mars 1991, Paris.
- COUDERT V. (2010), « Mythes et réalités de la zone dollar », *Revue d'économie financière*, n° 94.
- COUDERT V. et COUHARDE C. (2009), « Currency misalignments and exchange rate regimes in emerging and developing countries », *Review of International Economics*, vol. 17-1.
- COUDERT V., COUHARDE C. et MIGNON V. (2011a), « Does euro or dollar pegging impact the real exchange rate? The case of oil and commodity currencies », *The World Economy*, vol. 34(9).
- (2011b), « Exchange rate volatility across financial crises », *Journal of Banking and Finance*, vol. 35(11), p. 3010-3018, novembre.
- (2013), « Pegging emerging currencies in the face of dollar swings », *Applied Economics*, vol. 45(36).
- COUDERT V., GUILLAUMIN C. et RAYMOND H. (2014), « Looking at the

- other side of carry trade. Are there any safe haven currencies ? », *Working Papers*, 2014-03, CEPII Research Center.
- COUDERT V. et MIGNON V. (2013), « The "forward premium puzzle" and the sovereign default risk », *Journal of International Money and Finance*, vol. 32(C).
- CRABBE L. (1989), « The international gold standard and US monetary policy from World War I to the New Deal », *Federal Reserve Bulletin*, juin.
- DEHEM R. (1972), *De l'étalon-sterling à l'étalon-dollar*, Calmann-Lévy, Paris.
- DRUMMOND J. M. (1979), « London, Washington and the management of the franc, 1936-1939 », *Princeton Studies in International Finance*, n° 45.
- EICHENGREEN B. (2011), *Exorbitant Privilege*, Oxford University Press, Oxford.
- FEIS H. (1966), *The Diplomacy of the Dollar 1919-1932*, Norton and Co, New York.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL (FMI) (2007), *World Economic Outlook*, Washington, avril.
- FORBES K. (2008), « Why do foreigners invest in the United States ? », *NBER Working Paper*, n° 13908-5.
- FUKUYAMA F. (1989), « The end of history ? », *The National Interest*.
- GARCÍA-ESCRIBANO M. et SOSA S. (2011), « What is driving financial de-dollarization in Latin America ? », *IMF Working Papers*, 11/10, FMI.
- GARDNER R. (1969), *Sterling-Dollar Diplomacy in Current Perspective*, Mac Graw-Hill, New York.
- GOLDBERG L. (2010), « Is the international role of the dollar changing ? », *Current Issues*, vol. 16, n° 1, Federal Reserve Bank of New York.
- GOURINCHAS P. O. et JEANNE O. (2006), « The elusive gains from international financial integration », *Review of Economic Studies*, n° 73.
- GOURINCHAS P. O. et REY H. (2007), « From world banker to world venture capitalist : U.S. external adjustment : the exorbitant privilege », in CLARIDA R. (dir.), *G7 Current Account Imbalances. Sustainability and Adjustment*, The University of Chicago Press, Chicago, p. 11-55.
- HAUSMANN R. et PANIZZA U. (2003), « On the determinants of original sin. An empirical investigation », *Journal of International Money and Finance*, vol. 22, n° 7.
- JEANNE O. (2007), « International reserves in emerging market countries. Too much of a good thing ? », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1.
- KAMINSKY G., REINHART C. et VEGH C. (2004), « When it rains, it pours. Procyclical capital flows and macroeconomic policies », *NBER Macroeconomics Annual 2004*, vol. 19.
- KAREKEN J. et WALLACE N. (1981), « On the indeterminacy of equilibrium exchange rates », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 96, n° 2.
- KENEN P. (2010), « Reforming the global reserve regime : the role of the substitution account », *International Finance*, vol. 13.
- KEOHANE R. (1984), *After Hegemony*, Princeton University Press, Princeton.
- KEYNES J. M. (1920), *The Economic Consequences of the Peace*, Harcourt Brace, New York.
- KEYNES J. M. (1942-1943), « The Keynes plan », in HORSEFIELD J. K. (dir.) (1969), *The International Monetary Fund, 1945-1965. Twenty Years of International Monetary Cooperation*, vol. 3, Documents, Fonds monétaire international.
- KINDLEBERGER C. P. (1973), *The World in Depression. 1929-39*, Penguin Press, Londres.
- (1981), *International Money. A Collection of Essays*, Allen and Unwin, Sydney.

- KRASNER S. (1983), *International Regimes*, Cornell University, New York.
- LE MAUX L. (2001), « Le prêt en dernier ressort : les chambres de compensation aux États-Unis durant le XIX<sup>e</sup> siècle », *Annales, Histoire et Sciences sociales*, 56<sup>e</sup> année, n° 6.
- (2012), « The banking school and the law of reflux in general », *History of Political Economy*, vol. 44, n° 4.
- LIM E.-G. (2006), « The euro's challenge to the dollar. Different views from economists and evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and other data ? » *IMF Working Paper*, 06/153.
- LINDERT P. H. (1969), « Key currencies and gold », *Princeton Studies in International Finance*, n° 24.
- MCKINNON R. I. (1982), « Currency substitution and instability in the world dollar standard », *American Economic Review*, vol. 72.
- MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (2009), « An exorbitant privilege ? Implications of reserve currencies for competitiveness », *McKinsey Discussion Paper*, décembre.
- MOEN, J. J. R. et TALLMAN E. W. (2000), « Clearinghouse membership and deposit contraction during the panic of 1907 », *Journal of Economic History*, vol. 60, n° 1, p. 145-163.
- MUNDELL R. (1961), « A theory of optimal currency areas », *The American Economic Review*, novembre.
- (1968), *International Economics*, Macmillan, New York.
- NEWMAN E. (1990), *The Early Paper Money of America*, Krause Publications, Iola.
- OBSTFELD M., SHAMBAUGH J. et TAYLOR A. (2008), « Financial stability, the trilemma and international reserves », *American Economic Journal : Macroeconomics*, American Economic Association, vol. 2, n° 2, avril, p. 57-94.
- OCAMPO J. A. (dir.) (2006), *Regional Financial Cooperation*, Brookings Institution Press and ECLAC, Washington.
- POLAK J. (1979), « Thoughts on an IMF based fully on SDR », *Pamphlet Series*, n° 28, Fonds monétaire international.
- REY H. (2013), « Dilemma not trilemma : the global financial cycle and monetary policy independence », Jackson Hall Symposium, août.
- RODRIG R. (2011), *The Globalization Paradox*, Norton & Company, New York.
- ROTHBARD M. (2007), *The Mystery of Banking*, Mises Institute, Auburn.
- SCHLOESING O. et JAOUËL M. (1954), « L'Union européenne des paiements », *Revue économique*, vol. 5, n° 2, p. 263-277.
- SOLOMON R. (1979), *Le Système monétaire international*, Economica, Paris.
- TRIFFIN R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press, New Haven.
- WICKER E. (2005), *The Great Debate of Banking Reform. Nelson Aldrich and the Origins of the Fed*, Ohio State University Press, Columbus.
- WILLAMSON J. (1977), *The Failure of World Monetary Reform*, Thomas Nelson and Sons, Sunbury on Thames.
- WILLIAMSON J. et MILLER M. (1987), « Targets and indicators. A blueprint for the international coordination of economic policy », *Policy Analysis*, n° 82, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- WRIGHT R. (2008), *One Nation under Debt. Hamilton, Jefferson and the History of What we Owe*, Mac Graw-Hill, New York.

## Table des matières

<b>Introduction</b>	3
<b>I L'histoire tortueuse du dollar : des origines à la suprématie dans le système de Bretton Woods et sa destruction</b>	
La naissance et l'affirmation du dollar	7
De l'époque coloniale à l'indépendance, 7	
Les débats après la guerre d'indépendance : fédéralistes vs tenants de l'autonomie des États, 9	
L'époque de la banque libre ( <i>free banking</i> ) : 1838-1863, 10	
L'inélasticité de l'offre de billets sous le <i>National Bank Act</i> : 1863-1913, 12	
La création de la Réserve fédérale en 1913, 15	
La diplomatie du dollar : de Gênes (1922) à Bretton Woods (1944)	17
De la diplomatie ambiguë des années 1920 à l'isolationnisme des années 1930, 19	
La Seconde Guerre mondiale : préparation de la conférence de Bretton Woods (1944), 24	
Deux conceptions rivales de l'ordre monétaire : le plan Keynes et le plan White, 25	
La recherche du compromis et les accords de Bretton Woods, 27	
La domination du dollar, ses contradictions dans le système de Bretton Woods et sa disparition (1947-1976)	28
La période de préconvertibilité (1947-1958), 29	
Le dilemme de Triffin, 31	
L'échec de l'ajustement et l'agonie du système de Bretton Woods, 33	
La création des droits de tirage spéciaux (DTS) et l'échec de la réforme monétaire, 35	

## II Le dollar comme monnaie internationale

---

L'ancrage des monnaies	39
La peur du flottement, 40	
Des changes flottants pour les pays avancés, fixes pour les autres, 42	
□ Encadré : <i>Les différentes formes d'ancrage       du taux de change, 43</i>	
Quelle rationalité pour un ancrage au dollar ? 46	
La monnaie internationale	47
Les conditions pour qu'une monnaie soit internationale, 48	
Les fonctions de la monnaie internationale, 49	
La dominance du dollar, 50	
Comparaison avec l'euro et le yen, 52	
Dollarisation et dédollarisation, 54	
Les conséquences pour l'économie mondiale	56
Le mésalignement des monnaies, 57	
La montée des réserves de change, 58	
Le financement de la dette américaine par les réserves de change des autres pays, 59	
Les gains de seigneurage et le privilège exorbitant, 62	

## III Les fluctuations des cours du dollar : origines et conséquences

---

□ Encadré : <i>La valeur externe du dollar mesurée     par le taux de change effectif, 67</i>	
La politique monétaire américaine au cœur du cycle économique	68
Les objectifs de la Fed et la gestion par les taux d'intérêt, 68	
La douce insouciance des pouvoirs publics vis-à-vis de la valeur du dollar, 69	
Une politique contracyclique, 71	
La politique monétaire dans la crise économique de 2008, 72	
Mouvements des taux d'intérêt et valeur externe du dollar	73
Les fluctuations du dollar dépendent de la politique monétaire anticipée, 74	
Les effets de la politique monétaire à taux zéro sur les pays émergents, 74	
□ Encadré : <i>La parité non couverte des taux d'intérêt       et les carry trades, 75</i>	
Le dollar et le déficit extérieur américain	79
Le déficit commercial corrélé au cours du dollar, 79	
Du déficit commercial au déficit courant, 82	

<b>IV Le dollar et les transformations du système monétaire international</b>	
Les changements structurels de l'économie mondiale et les défis que les pays leaders doivent surmonter	86
Court terme et long terme : des effets contraires, 87	
Les faiblesses du dollar, 90	
Les conditions pour l'internationalisation de l'euro et du yuan, 94	
Problèmes d'un système pluridevises au regard des fonctions de la monnaie internationale	96
Le théorème d'impossibilité de Mundell, 97	
Les formes possibles du système monétaire international en évolution, 99	
Perspectives pour l'évolution du système monétaire international	103
Les compromis d'une coopération internationale pour un régime monétaire viable, 105	
Vers un SMI à ajustements plus symétriques, 107	
Le DTS comme actif de réserve internationale, 108	
La gouvernance du FMI, 112	
<b>Conclusion</b>	115
<b>Repères bibliographiques</b>	119