

BCEAO  
COFEB

L'EVOLUTION DU SYSTEME MONETAIRE  
INTERNATIONAL

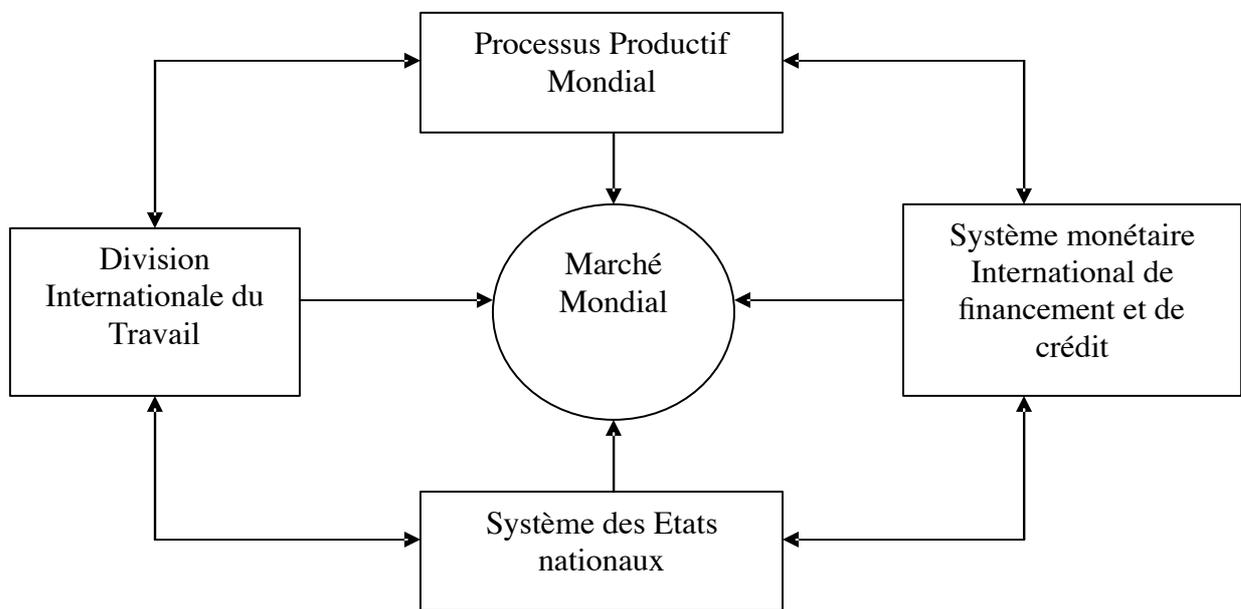
Par  
Professeur Moustapha KASSE

# PREMIER MODULE

## Le Système Monétaire de Breton Woods et la fin de l'étalon or.

### INTRODUCTION GENERALE

L'organisation du système mondial



- 1°/ Les éléments du processus productif
1. La Division Internationale du Travail
  2. Le Système Monétaire International
  3. Marché mondial et échanges des produits
  4. Le Système des Etats nationaux
- 2°/ Pourquoi un système monétaire et de crédit ?  
Quelles sont ses fonctions ?

## I- La nécessité d'un SMI : De l'étalon or aux accords de Bretton Woods

L'échange de produits et de capitaux, et du coup la croissance économique conditionnée par ces échanges, requièrent un système monétaire international (SMI). On dissocie arbitrairement les trois fonctions qu'il doit assurer : *la fourniture de liquidités internationales* pour la réalisation des transactions ; *l'organisation d'une structure d'interparités* monétaires suffisamment stables pour limiter les mouvements spéculatifs et l'insécurité des échanges ; *un mécanisme d'ajustement* plus ou moins automatique des balances en cas de déséquilibre. La reconnaissance de ces fonctions s'est faite historiquement par théorisation à posteriori de pratiques monétaires de fait, d'où l'on peut caractériser les régimes monétaires à partir de deux critères : a) soit la nature de l'étalon international, ou équivalent général de référence, ce qui permet d'analyser les effets de domination monétaires et financiers dont bénéficient les monnaies clefs aussi bien au niveau des règlements que des investissements internationaux. C'est la nature de l'étalon qui répartit le pouvoir monétaire et fonde le « seigneurage » ; b) soit le mécanisme d'interconnexion des monnaies nationales, ce qui répond à la distinction entre taux de change fixes ou flexibles, et caractérise donc les modalités théorique de l'ajustement entre les flux externes des différentes économies nationales.

Le recours à ces deux critères permet de comparer le fonctionnement effectif à un fonctionnement dit théorique. Les relations monétaires internationales ont connu une alternance de périodes où ont prévalu, tour à tour, un principe d'organisation hiérarchisée des devises constitutives d'un SMI et les antagonismes nationaux liés à des relations économiques instables. Cette alternance a résulté de la difficulté à concilier la convertibilité à taux fixe, la mobilité des capitaux vecteurs d'intégration économique et financière, et l'indispensable priorité aux choix nationaux pour la définition des politiques monétaires.

### A) Le régime de libre convertibilité fondé sur un étalon-or

L'étalon-or a correspondu à une « tentative mondialiste d'organisation des échanges », et du même coup des productions, pendant la période de la domination économique de la Grande-Bretagne. Ils se prête à plusieurs niveaux d'analyse : comme mythe généralement admis, c'est un système d'auto-ajustement ; comme forme idéalisée, c'est un système d'étalon-sterling régenté par la Banque d'Angleterre ; comme réalité, c'est une phase dans l'histoire du capitalisme (1879-1914) où le SMI est organisé autour d'une économie dominante.

Il est aisé en même temps de définir les notions de parité et les dispositions qui caractérisent un véritable régime d'étalon-or.

- 1) chaque monnaie est légalement définie par un poids d'or, c'est le pair déclaré, et circule librement ;
- 2) toutes les espèces circulantes, fiduciaires ou scripturales, sont convertibles en or auprès de l'institut d'émission national ;
- 3) la frappe de la monnaie d'or est libre,
- 4) le rapport des pairs de deux monnaies détermine la parité qui existent entre elle, même si le cours du change d'une monnaie par rapport à une autre ne correspondait pas toujours avec la parité résultant du rapport entre les définitions-or respectives. On avait ainsi en 1994 le taux de change bilatéral au pair du franc contre la livre :  
poids d'or de la livre / poids d'or du franc

$$\text{soit } 7,322 \text{ g} \quad / \quad 0,2903 \text{ g} \quad = \quad 25,22 \text{ F}$$

La référence à l'or comme commun dénominateur établissait par elle-même, sans nécessité d'accords internationaux, un système cohérent entre les monnaies internationales : la référence à l'or assurait en principe la fixité des parités indirectes (cross-rates), ou parités croisées, définies comme les valeurs de deux devises entre elles exprimée à travers une troisième monnaie.

Comme tout régime comportant la libre convertibilité (en or ou en devises) l'étalon-or était un système d'interventions non concertées de banques centrales sur un compartiment du marché, celui de l'or. Etalon de mesure de toutes les monnaies, l'or était ainsi stabilisé par les interventions des principaux instituts d'émission. L'essentiel était les parités fixes, c'est-à-dire le refus de laisser fluctuer les monnaies. A l'intérieur l'obligation de la couverture-or limitait l'expansion de la masse monétaire. ; à l'extérieur elle exerçait une régulation contraignante des flux d'échange.

## **B) L'étalon-dollar : L'institutionnalisation détournée de l'étalon-mixte**

Avant même la fin de la deuxième guerre mondiale les Etats-Unis font prévaloir une volonté d'organisation des relations monétaires internationales, mais pour le Congrès il s'agit de créer les conditions d'un retour à l'ordre monétaire ancien. Les règles qui ont pour la première fois organisé un SMI, destiné à fonctionner sans modifications essentielles jusqu'en 1972, ont été élaborées dans le cadre de la conférence internationale de Bretton-Woods (1-22 juillet 1944).

Les débats préparatoires à Bretton-Woods ont pris rétrospectivement une forte actualité. Ils opposèrent en effet les plans de Keynes<sup>1</sup>, représentant de la Grande-Bretagne, et de White, représentant des Etats-Unis. Plus original, Keynes préconisait la création d'une institution supranationale de compensation des règlements internationaux, ainsi que d'une monnaie internationale de nature fiduciaire, qualifiée de bancor pour indiquer qu'elle devait allier la flexibilité d'une monnaie de banque et la fiabilité de l'or. Pour Keynes il s'agissait « de soumettre le commerce mondial à l'expansion au lieu de la déflation ». il partait du constat évident que selon la situation de ses règlements externes cumulés, la banque centrale d'un pays devait être soit créditrice de la Banque internationale (UIC), ce qui se traduirait par un dépôt en bancors au crédit de son compte, soit débitrice ce qui se traduirait par un débit : le dépôt de l'un crée donc le pouvoir d'achat qui peut être avancé à l'autre comme crédit. Au niveau global la somme des déficits étant forcément égale à la somme des excédents, l'UIC ne pouvait avoir de difficulté de paiements. L'idée était fondamentalement simple et l'évolution contemporaine en a fait apparaître la pertinence : techniquement une monnaie scripturale internationale aurait permis la définition de taux de change absolus se substituant aux changes relatifs résultant des échanges des monnaies entre elles ; la création de liquidités internationales pouvait intervenir en fonction des besoins, la suppression des devises nationales éliminait la concurrence entre devises nationales pour le statut de monnaie ultime.

Depuis quarante cinq ans, le défaut fondamental du SMI issu de Bretton-Woods a toujours été de n'avoir défini aucun dispositif rationnel de création de liquidités internationales. Plus que cela il a suscité une situation où le reste du monde devait entretenir la dynamique d'internationalisation du dollar, mais il convient de bien distinguer les conditions dans lesquelles ceci s'est réalisé avant et après 1968-1970.

## II- Les règles de jeu mises en place par les accords de Bretton-Woods

Les accords de Bretton-Woods définissent quelques règles de jeu essentielles pour la coopération monétaire internationale. Certaines, et non des moindres, seront remises en cause en 1971-1973, d'autres sont encore aujourd'hui en application.

- a. Les accords instaurent un système de changes fixes mais ajustables.
- b. Chaque pays doit définir la valeur externe de sa monnaie selon ses convenances soit par référence directe à l'or, soit par référence au dollar américain lui-même rattaché à l'or. Cette clause caractérise le régime d'étalon de change-or et instaure un contexte où le dollar est considéré comme un substitut quasi parfait à l'or (« as good as gold »).
- c. Les fluctuations autorisées autour des parités déclarées auprès du Fonds monétaire international sont limitées à  $\pm 1\%$ . Pour respecter ces marges, les banques centrales doivent utiliser les instruments à leur disposition : les taux d'intérêt, les interventions sur le marché des changes, etc.
- d. L'ajustement des parités, par des opérations de dévaluation ou de réévaluation, est organisé afin d'éviter les retours aux dévaluations compétitives. Il est en particulier prévu dans l'hypothèse d'un déséquilibre « fondamental » de la balance des paiements 'sans que la signification exacte de ce qualificatif ait été précisé). Le degré d'intervention du FMI dépend de l'ampleur du changement de parité.
- e. Les statuts du FMI organisent le retour progressif à des règlements internationaux multilatéraux et à la convertibilité des devises des pays membres.
- f. Le FMI et la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement 'aujourd'hui appelée Banque mondiale) sont chargés, dans leur domaine respectif, de veiller à l'application des règles de jeu. Le FMI se préoccupe de déséquilibres financiers à court terme, il fournit des financements pour faire face à des déséquilibres temporaires de la balance des paiements. Ses concours donnent lieu à la mise en œuvre d'une conditionnalité, c'est-à-dire d'un ensemble de mesures de politique économique à appliquer par le pays bénéficiaire. Au départ, la Banque mondiale avait une fonction très différente du FMI, se préoccupant du financement de projets sectoriels (agricoles, industriels, etc.) indispensables au décollage des pays en développement et ayant pour sa conditionnalité un horizon à moyen terme. Avec le temps, les clivages demeurent mais ils se sont peu à peu estompés. Depuis les années 70, la Banque mondiale se préoccupe non seulement de financer des projets mais aussi de soutenir des programmes d'ajustement structurel ; elle s'intéresse non seulement à l'économie réelle mais aussi aux aspects financiers dans la mesure où ils conditionnent l'investissement, la croissance, l'emploi, etc. En sens inverse, le FMI a tendu à allonger un peu l'horizon de son conditionnalité.

### III-Les tribulations du système de Bretton-Woods

Le système de Bretton-Woods a été remis en cause à partir de 1971, avec la décision unilatérale du président Nixon de supprimer la convertibilité du dollar en or (août 1971), puis le passage aux changes flottants (mars 1973) ratifié ultérieurement par les accords de la Jamaïque (1976).

#### A) Les différentes phases à considérer sur la période 1945-1973

La période 1945-1973 se prête à un découpage assez net en trois sous-périodes :

- 1945-1958, ou le lent démarrage des accords de Bretton-Woods. Compte tenu de la dislocation de l'économie mondiale, de la tentation de bilatéralisme, il a fallu plus de temps que prévu au départ pour appliquer pleinement les statuts du FMI. La convertibilité externe (c'est-à-dire pour les non-résidents) des grandes devises occidentales n'a été établie qu'en 1958-1959. Entre temps, il a fallu mettre en place des mécanismes de compensation des soldes et de multilatéralisation des règlements. Pour le Vieux Continent, l'Union européenne des paiements, créée en liaison avec le plan Marshall et active jusqu'en 1955, a préparé efficacement le passage à la convertibilité externe des monnaies européennes. La compensation des soldes mise en place dans le cadre de l'UEP était d'autant plus indispensables que les pays européens connaissaient une forte pénurie de dollars. Pendant cette sous-période, les contrôles des changes sont restés rigoureux, et certains pays (dont la France) se sont mis à différents moments en contradiction avec certaines règles du FMI.
- 1958-1967, ou le calme avant la tempête. A partir de la fin des années 50, les accords de Bretton-Woods sont pleinement appliqués, dans un contexte où les restrictions à la mobilité internationale du capital sont levées. La grille des taux de change est restée relativement stable sur cette sous-période, mais il faut cependant noter la dévaluation française de la fin de 1958 et une légère réévaluation du deutschemark (et du florin néerlandais) en 1961.
- 1967-1973, ou les années terribles pour le système de Bretton-Woods. La dévaluation tardive et en définitive peu efficace de la livre sterling en novembre 1967 amorce un mouvement qui gagne d'autres devises européennes (dévaluation du franc français en 1969, à la suite de événements de mai 1968 et réévaluation du deutschemark et du florin également en 1969, ...) avant de toucher l'ancre du système, à savoir le dollar. L'inconvertibilité du dollar en or à partir d'août 1971 précède l'essai de sauvetage du système lors des accords de Smithsonian Institute à Washington (décembre 1971). Un sauvetage très temporaire puisque les attaques spéculatives se multiplient et que les changes fixes (mais ajustables) cèdent la place aux changes flottants (mars 1973). Face à l'instabilité du dollar, les pays membres de la CEE ont essayé dès 1972 de s'organiser en créant entre eux un système de changes à marges étroites de fluctuations (le « serpent ») qui préfigurait le système monétaire européen (SME) mis en place en 1979.

## B) La crise du SMI issu de Bretton-Woods

Les circonstances ont certainement joué un rôle important. En particulier, le rebond de l'inflation aux Etats-Unis avec le financement de la guerre du Viêt-Nam, a fragilisé la monnaie de réserve internationale (le dollar américain). Par delà les circonstances et les facteurs tenant à des évolutions cycliques, des causes plus structurelles ont rapidement miné le système mis en place à Bretton-Woods. Ces causes sont au nombre de deux causes principales :

- **La difficulté de concilier la liquidité et la confiance**

L'économiste belge Robert Triffin a, de sa chaire à Yale, envoyé un message clair dès 1957 : il existe une contradiction de fonds dans le fonctionnement même de l'étalon de change-or. En effet, l'approvisionnement de l'économie mondiale en dollars, indispensable pour financer la croissance du commerce mondial, nécessite des déficits structurels de la balance des paiements des Etats-Unis (s'acquittant de leurs dettes en réglant dans leur propre monnaie : c'est l'image du « déficit sans pleurs » chère à Jacques Rueff). Mais au fur et à mesure que les non-résidents engrangent des dollars, ils risquent de perdre confiance dans la stabilité de la devise américaine. Donc, il est très difficile d'assurer à la fois une liquidité suffisante dans l'économie internationale et le maintien de la confiance dans la monnaie de réserve. Le paradoxe de Triffin a commencé à s'imposer au début des années 60, dès que les créances en dollars des non-résidents ont commencé à dépasser la valeur du stock d'or américain.

- **Le « triangle d'incompatibilité »**

Il est impossible d'avoir à la fois :

- i. des taux de changes stables,
- ii. une parfaite mobilité internationale du capital,
- iii. des politiques monétaires nationales autonomes.

Pour illustrer ce principe, il suffit, par exemple, d'envisager le cas d'un pays désireux de mettre en œuvre une politique monétaire beaucoup plus expansive que celle de ses partenaires afin de lutter contre le chômage. L'inflation qui va, au bout du compte, en résulter dans ce pays provoquera une spéculation contre la monnaie nationale ; elle risque de remettre en cause la stabilité du taux de change.

Le « triangle d'incompatibilité » éclaire l'effondrement du système de Bretton-Woods. En effet, à partir du moment où la mobilité internationale du capital s'était, dans les années 60, développée, le maintien des taux de change stables n'aurait pu être obtenu qu'en remettant en cause le principe d'autonomie des politiques monétaires nationales, c'est-à-dire grâce à une coordination internationale des politiques économiques (en particulier, des politiques monétaires). Or à l'époque, la coordination internationale était peu développée ; ses mécanismes institutionnels faisaient défaut (le G7 n'existait pas encore...). C'est ainsi que le tournant de la politique économique américaine dû à la guerre du Viêt-nam a été opéré par les Américains sans concertation avec leurs principaux partenaires. Or, comme l'indique le « triangle d'incompatibilité », une coordination étendue est la manière de concilier changes stables et parfaite mobilité du capital.

## C) La faillite du système de Bretton Woods et la crise du SME

Le mécanisme de changes à marges étroites (en principe  $\pm 2,25\%$ ), instauré dans le SME dès 1979, a été abandonné le 2 août 1993 et remplacé par un mécanisme à bandes larges

(± 15%). Cette transformation est l'issue logique des turbulences dans le SME en septembre 1992 et en juillet-août 1993.

Même s'il ne faut pas pousser loin l'assimilation, il existe des ressemblances entre la fin du système de Bretton-Woods et la remise en cause du mécanisme de changes à bandes étroites dans le SME.

Dans les années 60, les réaménagements de parités ont été suffisants ou tardifs (cas de la livre sterling) dans le cadre du SMI. De même, dans le SME, il n'y a pas eu d'ajustement des taux de change entre février 1987 et septembre 1992 (à l'exception d'un réaligement « technique » de la lire italienne) alors que les différentiels d'inflation s'étaient accumulés. Le problème plus général posé ici est clair : dans un régime de changes fixes mais ajustables, où mettre l'équilibre entre la stabilité et l'ajustement des taux de changes ? Des réaligements trop fréquents mine la crédibilité du système de changes « fixes »

#### IV- La mise en place d'un « non-système » monétaire international

Avec l'abandon des changes fixes au plan mondial accompagné de la création d'une zone de stabilité monétaire dans une partie de l'Europe, l'économie monétaire internationale a connu, dès le début des années 70, une mutation radicale. Et-on véritablement passé d'un système – celui mis en place à Bretton Woods – à un « non système » ? L'idée d'un « non-système » évoque l'abandon de certaines règles du jeu appliquées entre 1945 et 1973 (dont les changes fixes), et la difficulté de les remplacer par d'autres règles du jeu collectivement acceptées. Ceci dit, tout n'a pas été remis en cause. Les organismes de Bretton-Woods (FMI, Banque mondiale) non seulement ont continué de remplir les tâches qui leur avaient été assignées dès 1944-1945, mais ont leur rôle renforcé par la crise de la dette à partir de 1982. d'autre part, quelques grandes interrogations continuent d'être au centre de l'économie monétaire internationale depuis vingt ans : faut-il accepter des changes vraiment flottants ou faire prévaloir des zones-cibles (« target zones ») pour les taux de change directs ? quelles ambitions et quels moyens assigner aux exercices de coordination internationale ? Comment interpréter l'essor de la triade monétaire constituée par les Etats-Unis, le Japon et l'Europe ? Assez rapidement après mars 1973, les Banques centrales (ou du moins certaines d'entre elles) ont voulu limiter l'ampleur des fluctuations sur le marché des changes. Une grande volatilité des taux de change en général, du dollar en particulier, était- et est encore – considérée comme susceptible, par l'incertitude qu'elle secrète, de freiner la progression du commerce international. Il faut cependant reconnaître que les études empiriques en la matière ne sont pas toujours convaincantes.

Dès le milieu des années 70, le flottement « pur » a cédé la place, à certains moments, à du flottement « géré ». Certaines banques centrales, agissant à titre individuel ou bien de concert, ont recouru à différents procédés pour limiter la volatilité des changes : maniement des taux d'intérêt à court terme, interventions directes à l'achat ou à la vente sur le marché des changes...

Le thème général de l'efficacité ou de l'inefficacité des interventions des Banques centrales est récurrent, et il est aujourd'hui plus que jamais à l'ordre du jour. Des résultats empiriques convergents montrent que les interventions des Banques centrales sur le marché des changes ne sont pas efficaces à moyen-long terme, même lorsqu'elles sont coordonnées (c'est-à-dire décidées et effectuées d'un commun accord. Au mieux, ces interventions sont

susceptibles d'influencer les taux de changes à court terme, principalement par la voie « d'effets d'annonce ».

Dans la gestion du flottement des changes, une différence de degré est apparue à l'occasion des accords du Plaza (septembre 1985) et du Louvre (février 1987). Ces accords ont été négociés dans le cadre du groupe des sept pays les plus industrialisés, le G7. au Plaza, il s'agissait d'ordonner quelque peu la décrue du dollar, en baisse depuis 1985. au Louvre, il fallait essayer de stabiliser le dollar aux niveaux atteints, grâce à la fixation de « zones-cibles » pour les taux de change entre le dollar, le yen et le deutschemark. Ces « zones-cibles » n'ont pas été affichées en février 1987 par les autorités monétaires, mais les marchés ont voulu très vite les découvrir. Elles étaient d'ailleurs définies de façon relativement large autour du taux de change « d'équilibre ». on voit ainsi qu'un régime de zones-cibles soulève de nombreuses interrogations : comment définir et calculer les taux de change de référence ou d'équilibre (en liaison avec la parité des pouvoirs d'achat, ou d'autres repères) ? Quel doit être l'intervalle de fluctuations autorisées autour des taux de change de référence ? Faut-il afficher ou non les « zones-cibles » ? Comment les faire respecter ?

Les accords du Louvre ont été appliqués pendant environ une année, avant que la pression des marchés ne les remette en cause. L'expérience de l'année 1987 suggère d'ailleurs des phénomènes de report de volatilité du marché des changes vers les marchés des taux d'intérêt. En effet, la stabilisation du dollar a nécessité une remontée des taux d'intérêt américains. Face à des chocs, internes ou externes, d'offre ou de demande, certaines variables doivent supporter le poids de l'ajustement. Même si la stabilité des changes est en soi préférable, la question est de savoir à quelles conditions elle est obtenue (la volatilité inéliminable est-elle transférée vers les taux d'intérêts ?) et de comparer des régimes d'ajustement.

Malgré l'expérience mitigée des accords du Louvre, le thème de « zones-cibles » reste à l'ordre du jour. Ainsi, la commission présidée par Paul Volker, ancien président de la Réserve Fédérale, et portant sur la réforme du SMI a, en juillet 1994, suggéré un schéma qui s'apparente d'assez près à celui mis en place au Louvre.

## V- LA COORDINATION INTERNATIONALE A DEFAUT D'UN VERITABLE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONALE

La coordination internationale des politiques économiques permet, si elle est suffisante, de concilier stabilité des changes et parfaite mobilité internationale du capital, comme l'indique le « triangle d'incompatibilité ». Amorcée avec les sommets annuels des pays les plus industrialisés réunis depuis 1975 et renforcée par les accords du Plaza et du Louvre, elle se déroule principalement dans le cadre du G7 et des institutions internationales (FMI, Banque mondiale...). Près de dix ans après la réunion du Plaza, on peut tirer quelques conclusions de l'expérience de coordination internationale.

- 1) Le besoin de coordination est renforcé par l'interdépendance croissante des économies tant dans le domaine financier qu'en matière commerciale.
- 2) La coordination internationale peut être plus ou moins ambitieuse. Elle va du simple échange d'information –étape importante mais pas nécessairement compromettante- jusqu'à la mise en commun d'objectifs et/ou d'instruments.
- 3) Si la coordination à posteriori, en fait simple constat des évolutions passées, n'a pas eu de difficultés à s'imposer, la coordination à priori, la seule digne de ce nom, est plus délicate à mettre en œuvre. Elle implique de mettre à plat les problèmes, de disposer d'une batterie d'indicateur (soldes budgétaires, croissance des agrégats monétaires, soldes extérieurs, taux de change nominaux et taux de change réels, etc.) harmonisés et acceptés par tous. Rien que cet exercice statistique soulève déjà de redoutables problèmes.

- 4) La coordination passe par e qu'il est convenu d'appeler la surveillance multilatérale. Celle-ci signifie qu'après avoir analysé la situation, les experts et les politiques débouchent sur des recommandations (exemples : le Japon est incité à stimuler sa demande intérieure pour relancer son économie et réduire son excédent extérieur, l'Allemagne à accélérer la baisse de ses taux d'intérêts à court terme...). Pour que les recommandations en question soient crédibles et considérées comme telles par les marchés, encore faut-il se donner les moyens de les faire respecter. La discipline et d'éventuelles sanctions doivent faire partie des règles du jeu d'une coordination internationale véritable. Et c'est justement là que jusqu'à présent que le bât blesse. La coordination internationale tentée depuis dix ans s'est à de nombreuses reprises heurtée aux poids ces comportements purement nationaux, à une logique de concurrence entre Etats –illustrée, entres autres, par le phénomène de déréglementation compétitive par lequel chaque pays cherche à attirer au détriment des autres le maximum d'activités, de capitaux...) qui l'emporte souvent sur une logique plus coopérative.
- 5) Dans le contexte de l'Union européenne, la coordination des politiques économiques (politiques monétaires, budgétaires et fiscales, etc.) est plus poussée que dans le cadre du G7. Mais elle bute aussi sur des difficultés et des résistances. Dans l'avenir, il sera essentiel de mieux articuler les niveaux régionaux et mondial de coordination des politiques.

## VI- L'essor de la triade monétaire et l'organisation monétaire de l'Europe

Le SMI a connu de lourds phénomènes de hiérarchie et d'asymétrie entre monnaies. Il suffit de se référer au rôle de la livre sterling avant 1945, à celui de dollar américain, après. Comme si l'asymétrie entre les monnaies de réserve internationales par excellence et les autres devises était un principe de régularisation indispensable au fonctionnement de tout système monétaire internationale ! Un principe de régularisation sans doute, mais qui débouche aussi sur sa propre contradiction comme le suggère le paradoxe de Triffin évoqué plus haut. Le rapprochement entre le SMI et le SME est sous cet angle fécond : le deutschemark dans le SME exerce la même domination et remplit la même fonction d'ancre monétaire que le dollar après la guerre dans le SMI.

Non seulement le passage du système au « non-système » à partir de 1973 n'a pas réduit cette asymétrie en faveur de la devise américaine, mais par certains côtés il aurait eu tendance à l'accentuer. Car il rendait officielle la transition de l'étalon de change-or à l'étalon dollar. Dans le même temps, par d'autres aspects, le dollar s'est trouvé progressivement concurrencé par la montée d'autres monnaies de réserve, le yen et le deutschemark. Et cela même si le Japon et l'Allemagne, conscients que l'émission d'une monnaie de réserve confère sans doute des privilèges mais fait naître également des droits, ont été pendant longtemps réticents à assumer leur rôle monétaire.

Depuis vingt ans, le dollar est graduellement contesté, sans être vraiment remplacé. Cet état de fait n'est sans doute pas pour rien dans l'essor de l'instabilité financière mondiale. Que l'on considère les réserves de change des banques centrales ou la facturation et le règlement des échanges internationaux, les parts de marché de la devise américaine ont tendance à se réduire même si elles restent encore dominante et impressionnante.

L'accroissement progressif des parts de marché du deutschemark et du yen illustre bien la création d'une triade monétaire (ou d'un système monétaire « polycentrique »). L'économie mondiale connaît une certaine « régionalisation » monétaire, puisqu'elle s'organise autour de trois monnaies, le dollar, le yen et le deutschemark, chacune ayant sa

zone d'influence privilégiée et la devise américaine demeure la monnaie de réserve internationale par excellence. Même si l'économie monétaire internationale connaît un processus de rééquilibrage, il ne faut pas se tromper sur sa nature : l'asymétrie en fonction du dollar demeure, et elle va sans aucun doute subsister pendant longtemps.

Dans le contexte de la triade monétaire, quelle sera la monnaie de l'Europe ? Pour l'instant, la réponse est claire puisque le deutschemark est la monnaie de référence et l'ancre de qui subsiste du SME. Pour l'avenir, tout dépendra de la volonté et de la capacité des pays membres de l'Union européenne d'appliquer le traité de Maastricht et de passer à la phase 3 de l'Union économique et monétaire (UEM) – celle de la Banque centrale européenne et de la monnaie unique- au plus tard en 1999 (d'après le calendrier prévu). Cette monnaie unique devrait être un nouvel Ecu, s'inscrivant à la fois dans la continuité de l'Ecu actuel et en même temps très différents dans sa définition et dans ses fonctions.. en effet, ce nouvel Ecu serait défini directement comme tout numéraire, et non plus, comme c'est le cas aujourd'hui, à partir de la valeur des monnaies composant l'Ecu-panier. De plus, à la différence de l'Ecu actuel qui demeure une monnaie très partielle, le nouvel Ecu a vocation à être une monnaie complète, exerçant toutes les fonctions d'une monnaie.

### **Quelques grands problèmes transversaux**

L'économie monétaire internationale est traversé depuis longtemps par quelques grands thèmes qui restent incontournables dans tout départ sur la réforme du SMI (ou du « non-système ») : quel doit être l'ancre monétaire ? Que penser de l'asymétrie éventuelle des ajustements ? Comment aborder la question des liquidités internationales ? Doit-on considérer la libéralisation à l'œuvre depuis dix-quinze ans comme irréversible ? comment articuler les exercices menés dans le cadre du G7 et l'intervention des organismes internationaux ?

#### **I- Sur le SMI de Bretton-Woods**

Les relations monétaires internationales sont organisées dans le cadre du système monétaire international (SMI) selon un ensemble de règles (stabilité des taux de change, convertibilité des monnaies, etc.). D'infrastructures (marché des changes, réseaux de communication, etc.) et d'institutions (Fonds monétaire international –FMI- Banque centrale, etc.).

##### **A- Les fonctions du SMI**

Un SMI a trois fonctions principales.

assurer l'échange et la circulation des monnaies : il s'agit de régler deux types de problème. C'est tout d'abord la question de la convertibilité des monnaies nationales, c'est-à-dire la possibilité d'échanger une monnaie contre une autre devise. La convertibilité peut être totale, comme c'est la situation de la plupart des monnaies ; une monnaie peut être inconvertible, ce qui fut le cas du rouble soviétique. Le deuxième problème est celui du régime de change, c'est à dire les principes qui régissent les relations entre les monnaies. Le SMI peut se caractériser par l'existence – ou l'absence – de règles quant à la stabilité des taux de change. Il existe deux solutions extrêmes : les changes flottants (la Banque centrale n'a pas l'objectif de changer et laisser fluctuer le cours de sa monnaie au gré de l'offre et de la demande sur le marché des changes), et les changes fixes (la Banque centrale s'engage à maintenir la parité de sa monnaie à un niveau stable selon des règles préalablement définies) ;

permettre l'ajustement des balances de paiements : le déséquilibre entre les recettes et dépenses enregistré en balance des paiements pose des problèmes d'ajustement qui sont résolus de manière différente selon les règles de fonction du SMI. L'ajustement automatique correspond à la situation où on laisse jouer les mécanismes économiques supposés rétablir spontanément l'équilibre des comptes extérieurs. Le plus souvent, il y a un ajustement dirigé au sens où le retour à l'équilibre est obtenu à l'aide de mesures de politiques économiques (modification des taux de changes, contrôle des importations ou des capitaux, etc.). les pays peuvent également être contraints par le FMI par exemple, de pratiquer des politiques d'ajustement pour réduire leur déficit et leur endettement extérieur ;

assurer l'alimentation en liquidités internationales : il s'agit des mécanismes et des règles qui permettent de fournir à l'économie mondiale la monnaie nécessaire aux échanges internationaux de biens, de services et de capitaux. Les liquidités internationales sont, en premier lieu, les réserves officielles des Etats. Celles-ci se composent de l'or et des devises détenues par les banques centrales, et des droits de tirages spéciaux (DTS) qui sont des lignes de crédit auprès du FMI. Les réserves sont utilisées par les Banques centrales pour agir sur les taux de change et pour financer le solde de la balance des paiements. En second lieu, les liquidités internationales sont constituées par les monnaies utilisées par les agents privées dans leurs transactions internationales. A ce sujet, deux types d'organismes du SMI peuvent être distingués : un SMI organisé autour d'une monnaie unique comme ce fut le cas où le régime de l'étalon-or (1850-1914), comme on l'a vu, la deuxième possibilité est que des monnaies nationales fassent office de liquidités monétaires internationales, ce qui correspond à la situation actuelle dans laquelle le rôle est joué par plusieurs monnaies, essentiellement le dollar, l'euro et le yen.

La manière dont le SMI remplit ses trois grandes fonctions a considérablement évolué sous l'effet de la libération et de la globalisation financière. Celles-ci ont entraîné le passage d'un SMI dans lequel les politiques publiques jouaient un rôle important à un SMI largement régulé par les mécanismes de marché, avec des taux de change qui flottent et des capitaux circulant librement, comme le montre le tableau 14.

**TABLEAU 14 – LES MARCHES SUPPLANTENT LA REGULATION PUBLIQUE DANS LE SMI ACTUEL.**

Système de Bretton Woods (1944-1971)	Système post-Bretton Woods
<b>Alimentation e liquidités internationales</b>	
Liquidité dépendant de l'offre du pays à devise clé	Offre privée de liquidités parfaitement élastiques : euro-devises
Création d'une liquidité internationale publique : le DTS	Création d'un marché mondial des liquidités : globalisation
<b>Echange et circulation des monnaies nationales</b>	
Régime de changes fixes Contrôle des changes	Changes flottants Libération financière
<b>Ajustement des balances de paiements</b>	

<p>Contrainte d'équilibre de la balance courante</p> <p>Politique d'ajustement par le change et le contrôle de la demande interne</p> <p>Faiblesse et stabilité des capitaux</p>	<p>Recours à l'endettement international</p> <p>L'ajustement passe davantage par les marchés : flexibilité des changes, entrées de capitaux</p> <p>Autonomie et instabilité des capitaux</p>
--	--

Les transformations du SMI apparaissent particulièrement importantes dans deux domaines : les régimes de change et les liquidités monétaires internationales.

### **Les régimes de change :**

Au cours des dernières décennies, le SMI a fonctionné avec plusieurs types de régimes de change. Trois critères permettent de classer ces régimes de change : le degré de rigueur de la règle de change (des changes flottants purs aux changes rigoureusement fixés) ; le degré de mobilité des capitaux (de la mobilité nulle à la mobilité parfaite) ; le degré de sensibilité des objectifs de la politique monétaire aux contraintes extérieures (des politiques autonomes aux politiques communes). Ces trois conditions ne peuvent être satisfaites simultanément : c'est le théorème d'impossibilité selon lequel il est impossible de combiner des changes fixes, la mobilité parfaite des capitaux et des politiques monétaires indépendantes.

Les régimes de change diffèrent selon la manière dont ces trois critères sont combinés. Cette combinaison peut être représentée par un triangle équilatéral, appelé triangle de Mundell du nom de l'économiste américain, prix Nobel d'économie en 1999, qui a formalisé le premier cette analyse. Le graphique 3, fondé sur le triangle de Mundell, donne une représentation des différents régimes de change et de leur évolution depuis la Seconde Guerre mondiale. On constate une grande dispersion des régimes de change à l'intérieur du triangle depuis la fin de la seconde Guerre mondiale.

Le système de Bretton Woods (1944-1971) se situe au sommet du triangle car ce SMI est fondé sur un régime de changes fixes, avec une obligation des pays de corriger leurs déséquilibres de balances des transactions courantes (forte contrainte extérieure). Pour la décennie suivante (1971-1980), le centre de gravité du SMI post-Bretton Woods se déplace vers le sommet sud-est, correspondant au flottement des monnaies et à une mobilité plus forte des capitaux, ce qui est supposé donner une plus grande autonomie aux politiques monétaires.

Ensuite, les années quatre-vingt se caractérisent par la recherche d'une stabilisation des changes et par une coopération monétaire internationale plus grande (accords du Plaza de 1985 et du Louvre de 1987). Le système monétaire européen (1979-1993) met en place un régime de changes fixes, ce qui contraint fortement les politiques monétaires des pays.

### **B) Vers un SMI tripolaire**

Une monnaie peut être considérée comme une monnaie internationale si elle remplit les trois fonctions essentielles :

- Réserve de valeur pour les Banques Centrales
- Moyen de paiement

Dans le SMI organisé par les accords de Bretton Woods, le dollar joue seul le rôle de monnaie internationale, la force du billet vert découlant de la domination incontestée de l'économie américaine (Lelart, 2000). Et la stabilité des monnaies provient de leur « ancrage » sur le dollar qui remplit le rôle de devise clé. C'est ce que l'économiste américain Kindleberger a appelé le principe de la stabilité hégémonique. La croissance durable et régulière des pays industrialisés enregistrée pendant les trente glorieuses ne fut pas sans relation avec la stabilité monétaire internationale de cette période.

Toutefois, dès les années soixante, le système de Bretton Woods a fini par atteindre ses limites face aux besoins croissants de l'économie mondiale en liquidités internationales. Le dollar ne parvient plus à jouer son rôle de monnaie internationale, car il doit satisfaire deux exigences contradictoires ; c'est le paradoxe de Triffin, du nom de cet économiste belge qui explicita le premier ce problème : d'un côté le rôle de « devise clé » du dollar exige que celui-ci demeure stable et que sa création soit strictement contrôlée par les autorités monétaires américaines ; mais, d'un autre côté, il y a alors une véritable « soif de dollars » dans le monde qui nécessite l'émission d'une masse considérable de dollars. Il en est résulté un développement rapide et incontrôlé du marché des euro-dollars, c'est-à-dire des dollars circulant hors des Etats-Unis . Prenant appui sur ces liquidités, des attaques spéculatives se multiplient contre la monnaie américaine. Le dollar ne peut plus jouer son rôle d'étalon : il est détaché de l'or en 1971. Les changes fixes sont abandonnés, le flottement des monnaies se généralise en 1973. C'est la fin du SMI de Bretton Woods. Fondé sur l'hégémonie du dollar et la stabilité des changes.

La montée du Japon et de l'Allemagne, comme puissances commerciales et financières, au cours du dernier quart du XX<sup>e</sup> siècle, a fait du yen et du mark deux monnaies concurrentes du dollar pour les trois fonctions internationales mentionnées )plus haut. Au milieu des années quatre-vingt-dix, l'usage international de la monnaie américaine reste prépondérant, que ce soit dans les réserves des banques centrales, la facturation du commerce international ou le libellé de la dette des PVD, opérations pour lesquelles le poids du dollar se situe autour de 50%, comme le montre le tableau 15. Mais la création de l'euro, émis par un ensemble de pays dont le poids économique (en terme de PIB et de population) se rapproche de celui des Etats-Unis, risque de renforcer de caractère polycentrique du SMI. Cette configuration est un facteur d'instabilité. Car les agents sont incités à mettre en concurrence les principales monnaies pour leurs opérations de placement et de financement on constate ainsi que, dès 1999, les émissions d'obligations privées libellées en euro ont été plus importantes que celles libellées en dollar. Au total, l'euro apparaît dès sa création comme la deuxième monnaie la plus utilisée au niveau international, après le dollar et devant le yen (banque centrale européenne, 1999). On est donc en présence du SMI tripolaire, dans lequel continue de dominer mais a perdu son hégémonie.

### **C) La nouvelle « gouvernance » monétaire**

La globalisation financière marque le déclin de la régulation publique au profit du règne des marchés, c'est-à-dire des principaux acteurs privés : entreprises et banques multinationales, investisseurs institutionnels. Par suite de leur internationalisation, les principales monnaies sont de plus en plus utilisées par des non-résidents en dehors de leur territoire d'émission. Résultat : l'espace de la régulation des activités monétaires et financières, toujours national, devient inadéquat face à un marché de la finance mondialisé. Les espaces monétaires sont désormais modelés moins par la souveraineté politique des Etats nationaux que par la main invisible de la concurrence. Dans ce monde nouveau, le pouvoir

monétaire est redistribué, non seulement entre les Etats, mais entre les Etats et les acteurs du marché (Cohen, 1998). Les Etats nationaux sont les grands perdants de ce nouvel ordre monétaire international. En effet, ceux-ci ont perdu de facto une partie de leur souveraineté monétaire car ils demeurent dans une logique territoriale qui les rend impuissants face à la finance planétaire. Cette perte d'influence des Etats sur la scène internationale a entraîné l'émergence de nouvelles formes institutionnelles de gouvernance monétaire, mieux adaptées à la logique des marchés. C'est ainsi que l'on a assisté à la montée en puissance des banques centrales « indépendantes » du pouvoir politique (cf. p. 108) qui deviennent les principaux interlocuteurs publics des marchés. Face au poids croissant de la finance internationale, il est vital que les acteurs publics – gouvernements, banques centrales, institutions internationales – gardent un rôle important, même si celui-ci s'exerce dans des conditions plus difficiles ; ce rôle est, en particulier, de lutter contre l'instabilité intrinsèque des marchés.

## **DEUX CONCEPTIONS EN PRESENCE POUR L'ORGANISATION DU MAI**

Dès 1943 les Américains et les Anglais commencèrent à se concerter sur ce que devrait être la réorganisation économique du monde après la victoire. En particulier, ils ouvrirent très tôt des négociations entre eux sur le futur système monétaire international. Il est extrêmement intéressant de se reporter aujourd'hui aux discussions de l'époque parce que c'est là que furent fixés les traits du système de Bretton Woods qui a présidé pendant vingt-cinq ans au relèvement d'abord, puis à la prospérité du monde occidental. Les deux protagonistes d'alors étaient, du côté anglais, J.M. Keynes alors au faîte de sa gloire, et du côté américain, Harry White, moins connu, mais qui fut un défenseur habile des thèses américaines.

Sur le fond, les deux hommes étaient d'accord et l'organisation monétaire d'après-guerre a été marquée par leur opinion commune. Ce qu'ils voulaient créer, c'était un système de changes fixes comme celui qui avait fonctionné avec succès au XIX<sup>e</sup> siècle, mais un système de changes fixes qui ne reposât pas que le recours constat à la déflation chez les pays débiteurs. Pour éviter cette déflation, les deux hommes projetaient de créer une organisation internationale chargée d'autoriser les dévaluations chaque fois que cela paraîtrait justifié économiquement, chargée aussi d'accorder des prêts dans le cas de difficulté de balance des paiements temporaire. Voilà ce qui est commun aux délégations américaine et anglaise, et voilà le grand principe qui présidera à la rédaction du traité de Bretton Woods.

Mais les deux délégations étaient également en désaccord sur des points qui ne sont pas moins intéressants. Nous connaissons avec beaucoup de précisions le détail des discussions grâce à la belle biographie de Keynes, écrite par sir Roy Harrod. Le point de désaccord essentiel était la nature chargée de présider au nouveau système de changes fixes.

Keynes avait conçu un système que tout le monde décrit toujours comme ambitieux mais qui probablement était aussi réaliste que la solution finalement adoptée, à savoir le Fonds monétaire international. Le « Clearing Union » de Keynes aurait eu le mérite essentiel d'éviter l'étalon-dollar. Il aurait probablement permis, s'il avait été adopté, une survie beaucoup plus longue du régime de changes fixes. Le « Clearing Union » était d'abord, comme son nom l'indique, une vaste chambre de compensation internationale entre Banques centrales. Solution révolutionnaire, le « Clearing Union » aurait permis à la limite de se passer des marchés de changes et de faire toutes les transactions internationales à taux fixe comme se font les compensations bancaires à l'intérieur d'un pays. Les Banques centrales, après compensation, auraient viré leur crédit ou leur débit au « Clearing Union ». Elles auraient pu

échanger, au moyen d'un marché monétaire mondial contrôlé par le « Clearing Union », les crédits et les débits. Pour le solde, le « Clearing Union » aurait pu accorder des crédits à court terme. Si un tel système avait été adopté, le déficit des Etats-Unis serait apparu au passif du « Clearing Union » et il n'aurait jamais atteint la taille qu'il a atteinte : une dévaluation du dollar aurait été conseillée, bien avant 1971, au gouvernement de Washington. La monnaie internationale n'aurait pas été le dollar, mais la monnaie émise par le « Clearing Union », monnaie à laquelle Keynes avait donné le nom peu euphonique de « bancor ». Keynes, souvent critiqué sur le choix bizarre du nom de son unité monétaire, répondait qu'il avait voulu simplement associer l'idée d'or et l'idée de banque. Le monde avait besoin, pensait-il, d'un substitut de l'or, ayant comme l'or dans l'étalon-or des rapports fixes avec toutes les monnaies, mais ayant aussi l'élasticité d'une monnaie émise par une banque.

## **L'ORGANISME DE SURVEILLANCE : LE F.M.I.**

Le F.M.I. continue de faire figure d'institution centrale du système monétaire international, mais dans la mesure où ce dernier a perdu en cours de route sa structure et ses règles strictes, il a, lui aussi, vu beaucoup diminuer son rôle effectif. Cependant, le Fonds est investi du pouvoir assez vague de « surveillance » des politiques de change.

Chaque pays doit verser le quart de sa contribution en devises étrangères 'en fait en dollars ou en D.T.S) et non pas en or, comme cela était le cas avec les accords de Bretton Woods : les trois autres quarts sont versés en sa propre monnaie. Il est périodiquement procédé à la révision des quotes-parts, afin d'augmenter les ressources globales du F.M.I., étant (sous-)entendu que les seules monnaies utilisables par lui sont les monnaies convertibles (moins de la moitié du total actuellement égal à 39 milliards de D.T.S, soit 49 milliards de dollars environ). La principale tâche du F.M.I. consiste à accorder aux pays membres des crédits sous forme de droits de tirage. Le tirage sur la première tranche, dite tranche de réserve (ex-tranche-or) est inconditionnel ; au contraire, les tirages sur les quatre tranches de crédit successives (chacune d'elle étant égale à 25% de la quote-part) sont assortis de conditions imposées par le Fonds auquel le pays bénéficiaire adresse une « lettre d'intention ». Techniquement, le tirage s'effectue sous forme d'un « achat » de devises désignées par le F.M.I. (ce qui explique que le Fonds possède de grosses quantités de monnaies des pays débiteurs, qui ont beaucoup acheté de monnaies étrangères en cédant la leur, et au contraire, est souvent à court de monnaies « tirées » ou vendues). Dans un délai de trois à cinq ans, le pays emprunteur devra rembourser, c'est-à-dire racheter sa propre monnaie. En dehors de ces tirages ordinaires, et indépendamment des droits de tirage spéciaux, dont il sera question plus loin, le F.M.I. ouvre à ses membres un certain nombre de facilités spéciales (tel, par exemple, le « système de financement compensatoire » destiné aux pays pauvres dont les recettes d'exportation ont baissé pour des raisons fortuites) ou encore diverses facilités dites « pétrolières », parce qu'elles sont liées au financement de déficit attribué à la hausse du prix du pétrole). Le jeu de ces facilités peut permettre de porter à 300% (et même davantage) du quota les facultés de tirage sur le F.M.I.

Le F.M.I. compte actuellement cent quarante membres (dont un très petit nombre de pays communistes : Yougoslavie, Roumanie, Kampuchéa (ex-Cambodge), Vietnam ; il tient une assemblée générale annuelle où chaque pays est représenté par un Gouverneur (son

ministre des Finances). Le droit de vote de chaque pays est proportionnel à son quota. Celui des Etats-Unis est de 20% environ supérieur à la minorité de blocage (15%).

A la tête du F.M.I. est placé un directeur général (M. Jacques de Larosière), assisté d'un conseil d'administration de vingt et un membres dont cinq ne représentent que leur propre pays (Etat-Unis, Royaume-Uni, Allemagne, France, Japon, auxquels s'ajoute l'Arabie Saoudite en tant que principal créancier), les autres votant chacun pour un certain nombre de pays membres en général regroupés par région (2).