

Chapitre 5 : Le système monétaire international et l'internationalisation financière depuis le 19^{ème} siècle

© Joël Hermet – Avril 2012

I – L'étalon-or au 19^{ème} siècle : mythes et réalités

- A – Les origines de l'étalon-or
- B – Les principes de l'étalon-or
- C – Le fonctionnement réel de l'étalon-or

II - L'échec du polycentrisme monétaire pendant l'entre-deux-guerres

- A – La Conférence de Gênes de 1922
- B – Le difficile retour à l'or dans les années 1920
- C – La crise des années 1930 et l'effondrement du SMI

III – Le système de Bretton-Woods de 1944 à 1973

- A – Les accords de Bretton Woods et leur mise en place
- B – Le temps des inquiétudes : 1960-1971
- C – L'effondrement du système : 1971-1973
- D – Les fragilités inhérentes de Bretton Woods

IV – Le difficile choix entre changes fixes et changes flottants depuis 1973

- A – L'entrée dans l'ère du flottement : 1973-1985
- B – La concertation monétaire internationale à la fin des années 1980
- C – La question des régimes de change dans les pays émergents
- D – Les débats actuels concernant le SMI

V – L'internationalisation financière

- A – Les caractéristiques et enjeux de l'internationalisation financière depuis le 19^{ème} siècle
- B – le financement extérieur des pays en développement
- C – La crise de la dette dans la décennie 1980
- D – Les crises financières des pays émergents dans la décennie 1990

Chronologie :

1944 : Conférence de Bretton Woods et création du FMI
1945 : création de la BIRD
1947 : plan Marshall
1949 : dévaluation de la livre de 30% et du franc de 22%
1950 : création de l'Union Européenne des Paiements
1958 : dévaluation du franc de 15%
1961 : réévaluation du deutschemark et du florin de 5%
1964 : Sortie officielle de la France du Gold Exchange Standard
1967 : dévaluation de la livre de 14,5%
1968 : abandon de la couverture or du dollar ; suppression du pool de l'or
1969 : dévaluation du franc
1971 : flottement du DM (mars) ; suppression de la convertibilité du dollar en or (août)
1972 : création du serpent monétaire européen
1973 : flottement du yen et de la lire, réévaluation du Deutschemark
1976 : conférence de la Jamaïque
1982 : moratoire unilatéral sur la dette du Mexique
1988 : sommet du G7 à Toronto pour l'allègement de la dette des pays pauvres
1989 : plan Brady de réduction de la dette des PED
1990 : naissance de la BERD
1995 : plan de sauvetage du Mexique par le FMI et le Trésor américain
1997 : effondrement du cours des monnaies et des bourses d'Asie du Sud-est
1998 : crise russe

Citations :

Le système idéal consisterait sûrement dans la fondation d'une banque supranationale qui aurait avec les banques centrales nationales des relations semblables à celles qui existent entre chaque banque centrale et ses banques subordonnées.

J. M. Keynes, Traité sur la monnaie, 1930.

"La France préconise que le système soit changé (...). Etant donné la secousse universelle qu'une crise survenant dans ce domaine entraînerait probablement, nous avons en effet toutes raisons de souhaiter que soient pris, à temps, les moyens de l'éviter. Nous tenons donc pour nécessaire que les échanges internationaux s'établissent, comme c'était le cas avant les grands malheurs du monde, sur une base monétaire indiscutable et qui ne porte la marque d'aucun pays en particulier."

Quelle base ? En vérité, on ne voit pas qu'à cet égard il puisse y avoir de critère, d'étalon, autres que le l'or. Eh ! oui, l'or qui ne change pas de nature, qui se met, indifféremment, en barres, en lingots ou en pièces, qui n'a pas de nationalité, qui est tenu, éternellement et universellement, comme la valeur inaltérable et fiduciaire par excellence."

De Gaulle, 1965.

Le dollar, c'est notre monnaie, c'est votre problème.

John Connally, secrétaire américain au Trésor. (1971)

On doit choisir soit de faire confiance à la stabilité naturelle de l'or, soit faire confiance à la stabilité naturelle de l'honnêteté et de l'intelligence des membres du gouvernement. Avec tout le respect que je dois à ces dignes personnages, je vous conseille de voter pour l'or.

Bernard Shaw

V. Giscard d'Estaing déclarait en 1972 : « *L'ère du flottement est terminée* »

L'affaire de la taxe Tobin est une absurdité. Nous, nous taxerons et aucun autre pays ne le fera. Si nous le faisons en France, on va encore le payer de dizaines de milliers de chômeurs supplémentaires.

Nicolas Sarkozy, débat télévisé avec Robert Hue, 1999.

"Le problème du [principe du] 'trop gros pour couler', c'est qu'il a fait de la société — et plus précisément du contribuable — l'otage de la survie des institutions financières individuelles... Les milliards [d'euros] des contribuables engagés pour secourir des institutions supposées systémiques ont porté un grave coup à la confiance dans le système du libre-échange... ce qui s'est à son tour transformé en menace pour les sociétés libres". Otmar Issing, membre du conseil exécutif de la Banque centrale européenne de 1998 à 2006, cité par Bill Bonner, Chronique Agora, 25/01/2012.

CHAPITRE 5 : LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL ET

L'INTERNATIONALISATION FINANCIERE DEPUIS LE XIXème siècle

Un système monétaire international (SMI) est l'ensemble des mécanismes qui régissent les échanges de monnaies entre les pays. On trouve une définition plus exhaustive chez R. Solomon (1979) pour qui le SMI est un « *ensemble d'accords, de règles, de pratiques et d'institutions dans le cadre desquels s'effectuent les paiements correspondant à des transactions franchissant les frontières. Le « système » international ne s'occupe pas seulement de l'offre de monnaie internationale, mais aussi des relations existant entre les diverses monnaies comme de l'évolution des balances des paiements et de la manière dont celles-ci sont établies et ajustées*¹ ».

Les échanges internationaux impliquent **trois questions** que le SMI devra résoudre.

- 1- Comment les agents économiques vont-ils opérer la conversion des prix exprimés dans une monnaie étrangère dans leur monnaie nationale ? C'est le problème du taux de change.
- 2- Comment obtenir la monnaie étrangère contre sa propre monnaie et réciproquement ? C'est le problème de la convertibilité.
- 3- Quels sont les moyens de paiements acceptés par les pays créanciers des pays débiteurs ? C'est le problème des liquidités internationales.

On retrouve au niveau international, les trois fonctions traditionnelles de la monnaie : **unité de compte, moyen de paiements et instrument de réserve**. La fonction d'unité de compte est première. Si au niveau national, elle est définie une fois pour toute par l'Etat, il n'en va pas de même au niveau international puisque la communauté internationale n'est pas érigée en Etat.

On peut synthétiser en donnant les principales fonctions d'un SMI :

- il assure l'échange et la circulation des monnaies en fonction du régime de change et des règles de convertibilité des monnaies
- il permet le financement des déséquilibres extérieurs
- il détermine la nature des réserves internationales.

Le but d'un SMI est de fournir la monnaie nécessaire pour permettre les échanges commerciaux et financiers internationaux.

Un SMI peut être codifié lorsqu'il résulte d'une négociation internationale (Bretton-woods) ou résulter de décisions unilatérales des Etats ou des agents économiques. Plusieurs SMI se sont succédé depuis 1800 : l'étalon-or, l'étalon de change or, le système de Bretton-Woods.

I) L'ETALON-OR AU XIXème SIECLE

A) Les origines de l'étalon-or : le choix de l'or et de la rigueur monétaire

1°) L'étalon or interne et l'étalon or en tant que SMI :

Un pays connaît un système d'étalon-or interne quand l'émission de monnaie est soumise à la contrainte métallique ce qui suppose le pays choisit le monométallisme or et que les moyens de paiement (billets) sont convertibles contre un poids d'or garanti. Dans ce système, posséder les billets ou l'or est donc équivalent et les réserves de la Banque centrale sont constituées uniquement d'or. Avant 1914, cette convertibilité était intégrale et ouverte à tous, y compris aux particuliers qui peuvent apporter de l'or au guichet, ou changer des billets contre des pièces d'or, on parle de « Gold Species Standard ». Après la Première Guerre mondiale, faute d'une quantité d'or suffisante, la

¹ Robert Solomon, Le système monétaire international, Economica, 179, p.5.

convertibilité a été restreinte d'abord aux possesseurs de fortes sommes (Gold Bullion Standard) et ensuite de 1944 à 1971 aux seules Banques centrales.

Pour que le système d'étalon-or constitue un SMI, il faut que de nombreux pays instaurent l'étalon-or interne, qu'ils assurent la libre circulation de l'or et la liberté des changes. Pour passer d'une devise à l'autre, il suffit de connaître leurs poids d'or respectifs. L'étalon-or en tant que SMI survient uniquement dans la décennie 1870 car le bimétallisme a été longtemps la règle : le RU l'adopte en 1816-1821, le Portugal en 1854, l'Allemagne en 1873, les Etats Scandinaves en 1873-1875, les pays de l'Union latine (France, Italie, Suisse, Belgique) en 1874, l'Autriche-Hongrie en 1892, la Russie et le Japon en 1897, les EU en 1900. L'étalon-or en tant que SMI a donc fonctionné environ 40 ans, des années 1870 à 1914.

Dès lors que les monnaies sont définies par leur poids d'or, on peut considérer l'or comme la monnaie unique des échanges extérieurs, chaque devise n'étant qu'un de ses représentants. Cela offre l'avantage de la simplicité car toute somme exprimée en devises peut se ramener à sa valeur en or et l'avantage de la sécurité car les devises sont convertibles à un taux garanti. Par exemple, sachant que $1\text{£}=7.332\text{ g d'or}$ et $1\text{F}=0.29$, $1\text{£}=7.322/0.29=25.22\text{F}$; le taux de change est défini par le rapport des poids d'or. Si le taux de change pratiqué sur le marché est à ce niveau, on dit que le change est *au pair*. La stabilité permet d'accorder des facilités de paiement, de placer ses avoirs en titres étrangers ou d'emprunter en devises, sans craindre un risque de change.

La parité des pouvoirs d'achat implique que les prix varient exactement de la même manière quelle que soit la monnaie utilisée. Chaque monnaie peut être considérée comme un simple compartiment d'une seule et même masse monétaire mondiale.

L'originalité du système est qu'il apparaît de manière progressive, il n'a été décidé par aucune organisation internationale et il résulte du simple jeu des rapports économiques. Hume a énoncé les règles de l'étalon or en 1752.

Le RU est pionnier à deux points de vue : il est le premier pays à choisir le monométallisme or et la rigueur monétaire préconisée par les quantitativistes.

2°) L'abandon du bimétallisme :

Au RU, dès 1717 l'or est la seule monnaie officielle, les banques émettent des billets gagés sur ces pièces et la Banque d'Angleterre créée en 1694 impose sa suprématie. En 1797, à cause des guerres napoléoniennes, la Couronne suspend la convertibilité qui ne sera rétablie qu'en 1821.

En France, la stabilité politique permise par le Consulat (1799-1804) et l'Empire (1804-1814) permet l'ancrage monétaire. Le franc naît en 1803, il vaut 5 grammes d'argent et 0,29 grammes d'or. Le rapport entre l'or et l'argent est donc fixé à 15,5. La frappe est libre : tout particulier peut déposer le métal et obtenir les pièces correspondantes. L'essentiel de la circulation est métallique : 67% en 1815 contre moins de 30% en Angleterre.

Mais de 1815 à 1914, la quantité d'or double, celle d'argent est multipliée par 6. Les pièces d'or, très recherchées, sont gardées en réserve et on utilise l'argent pour payer. L'argent se déprécie par rapport à l'or. Ici s'applique la « loi de Gresham » (1515-1579) selon laquelle « la mauvaise monnaie chasse la bonne ». Le bimétallisme fonctionne mal à partir de 1850 : l'or quittait les pays bimétallistes car il était plus économique de régler les dettes en or. De plus, comme la Banque de France garantit un taux de change fixe pour l'argent, ce qui n'est pas le cas de la Banque d'Angleterre, un fructueux trafic se développe. L'argent acheté à Londres à un cours déprécié est transporté à Paris pour y être frappé puis échangé contre de l'or au taux officiel de 1 pour 15,5 ; l'or est ensuite transporté à Londres et changé en argent. D'où une hausse des réserves en argent et une baisse des réserves en or. Les pays de l'Union latine abandonnent la frappe libre de l'argent en 1874.

3°) La victoire du currency principle

Suite au « french wars », une loi de 1797 suspend la convertibilité des billets de la Banque d'Angleterre et prévoit de la rétablir 6 mois après la fin de la guerre. Mais la valeur des billets inconvertibles diminue à cause de l'inflation. En 1810, la Chambre des communes demande un

rapport sur la cause du prix élevé des lingots. Le « Bullion Committee » remet un rapport rédigé par H. Thornton qui préconise le retour à la convertibilité. Mais il est repoussé en 1811, ce qui déclenche la controverse bullionniste.

Les **anti-bullionnistes**, T. Tooke et J. Fullarton, considèrent que l'inflation a des causes réelles comme le manque de grains ou la hausse des taux d'intérêt, et non le seul excès de l'émission. Au-delà, ils développent une théorie appelée « **Banking School** » selon laquelle la monnaie n'est pas un simple équivalent de l'or, elle repose sur le crédit. Les billets créés à l'occasion de l'octroi d'un crédit à un entrepreneur sont une avance sur la production et contribuent à augmenter la richesse. Les variations de l'encours de crédit ont leur origine dans les mouvements de l'activité et des prix et non l'inverse. La monnaie joue un rôle actif, il faut la gérer de façon souple en fournissant aux banques les billets dont elles ont besoin ce qui permet d'éviter les reculs violents de l'activité. Cette thèse aura un grand succès au XIX^{ème} avec les idées keynésiennes.

Les **bullionnistes** sont représentés par D. Ricardo, qui n'avait pas participé aux travaux du comité. Il défend une thèse strictement quantitativiste dans un livre de 1810 : l'inflation provient de l'émission trop importante de billets par rapport à l'or ; pour la stopper, il faut revenir à la convertibilité. Selon les défenseurs de la « **Currency School** » ou école de la parité, la monnaie doit être neutre, c'est un simple moyen d'échange. Pour cela elle doit rester stable ce qui exige de garantir son identité avec l'or et limiter strictement son émission. Ricardo craint l'abus du pouvoir monétaire et affirme que « *l'expérience montre que toutes les fois qu'un gouvernement ou une banque a eu la faculté d'émettre du papier-monnaie, il en a toujours abusé* ». La banqueroute de John Law en 1720 avec ses billets portant intérêt et l'expérience malheureuse des assignats révolutionnaires en 1796 donnaient des arguments sérieux aux quantitativistes. Dans les 2 cas, l'émission avait été trop importante et la perte de confiance entraîna une décote importante (1/330^{ème} pour les assignats).

Le rapport de 1810 consacre la victoire de la « Currency School » qui se manifeste par 2 décisions de politique économique :

- le retour à la convertibilité-or : en 1816, une nouvelle parité-or est adoptée (1£=7,322 g d'or fin) ; en 1819, une loi (Peel's Act) organise le retour progressif à la convertibilité en or des billets, effective en 1821.
- La rigueur dans l'émission monétaire : en 1844, le « Bank Charter Act » définit les statuts de la Banque d'Angleterre et prend 2 décisions inspirées de l'école de Ricardo :
 - 1) au-delà d'un volant de 14 millions de livres, toute émission supplémentaire doit être couverte en or à 100%
 - 2) la banque est scindée en 2 divisions étanches : la 1^{ère} émet les billets (« Issue Department »), la 2nde réalise les opérations commerciales et notamment le crédit (« Banking Department ») pour éviter la tentation d'émettre des billets gagés sur le crédit plutôt que l'or.

Ces décisions vont permettre d'établir l'indispensable confiance car la valeur d'une monnaie repose sur la confiance dans la banque émettrice. Elles vont aussi servir de modèle pour la constitution des systèmes monétaires des autres pays. Seuls les EU se tiennent à l'écart de la centralisation, on y émet à la fin du XIX^{ème} encore 7 000 billets différents. Le Federal Reserve Board n'est créé qu'en 1913.

B) Les principes de l'étalon-or :

1°) La fixité des taux de change par le mécanisme des points d'or :

Jusqu'en 1914, le taux de change résultant de la libre rencontre de l'offre et de la demande varie entre des limites étroites appelées *les points d'or*. Pour expliquer ce phénomène, il faut revenir au règlement des paiements internationaux.

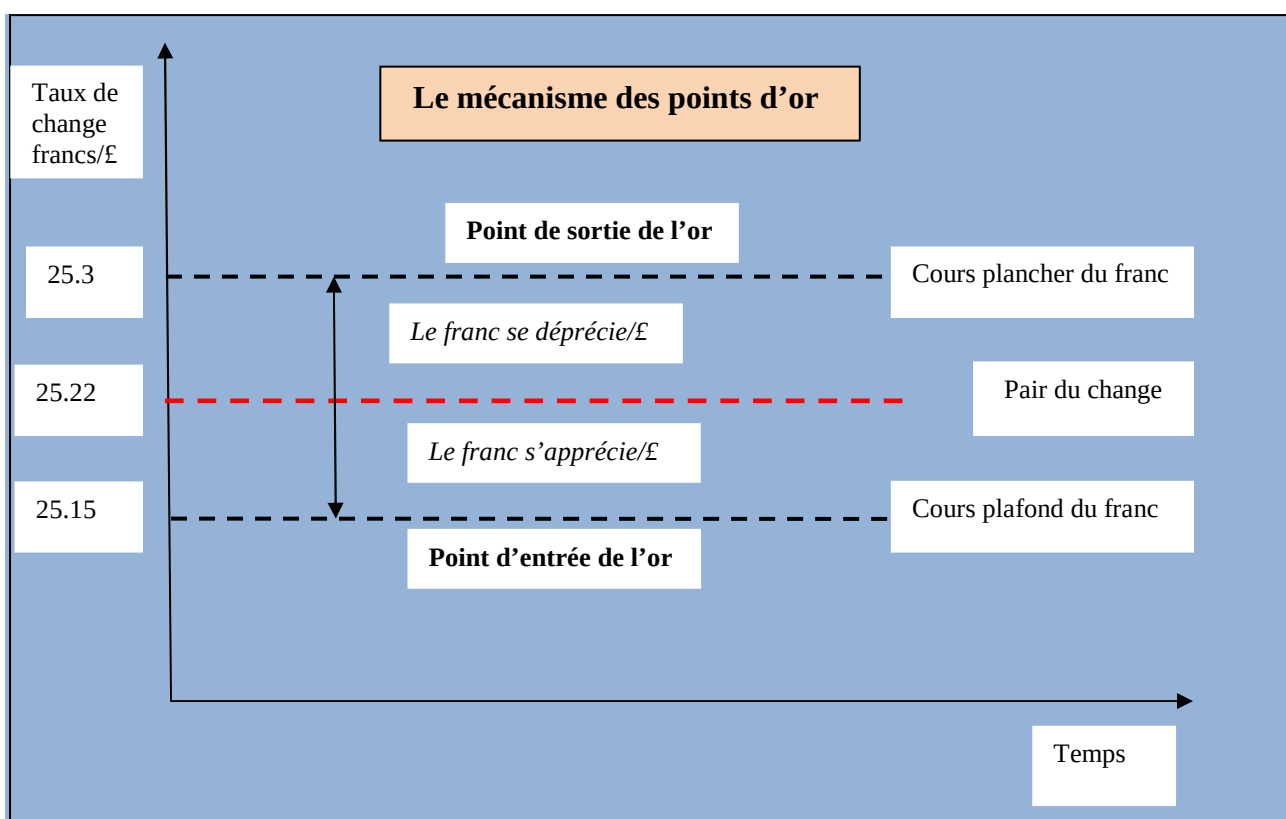
Les débiteurs peuvent payer leur dette soit en or, soit en devises. Ils préfèrent souvent régler leurs dettes en devises, c'est-à-dire par lettre de change ou par virement scriptural de compte à compte plutôt que de supporter le coût du transport de l'or. Les banques étaient donc amenées à

acheter des devises pour leurs clients importateurs ou à vendre celles déposées par leurs clients exportateurs. Un marché des changes existait déjà sur lequel un cours libre se formait parallèlement au cours officiel.

Supposons qu'à un moment donné le franc soit moins demandé. Son prix aura tendance à baisser sur le marché des changes par rapport aux autres monnaies, la £ par exemple. La £ devenant plus chère, le débiteur français d'une dette en £ pourra avoir intérêt à acheter de l'or à prix fixe auprès de la Banque de France, à l'expédier en Angleterre et à le vendre à prix fixe contre des livres à la Banque d'Angleterre. Cependant, le coût du transport et les frais d'assurance de l'or impliquent que cette opération n'est rentable que lorsque la monnaie nationale s'est suffisamment dépréciée, c'est à dire que le taux de change a atteint le **point de sortie de l'or**.

Sur le marché des changes, la demande de livres contre francs disparaît, ce qui fait baisser le prix de la livre.

On définit de manière symétrique le point d'entrée de l'or. Ainsi, le taux de change d'une monnaie peut varier, en régime d'étalon or, entre les limites que forment les points d'or autour de la parité.



Les points d'or sont les taux de change au-delà (en deçà) duquel il est plus avantageux de payer (d'être payé) en or. Ils représentent le coût du transport de l'assurance. Au XIXème, le coût du transfert entre Paris et Londres était de 0,2% à 0,3% de la somme exportée, soit 0,07F par livre.

- Le point de sortie de l'or est égal au pair augmenté des frais de transport : $1£ = 25,22 + 0,07 = 25,3F$. Au-delà de 25,3F, le franc se déprécie et l'or sort de France. Au lieu d'acheter des livres sterling à sa banque, l'opérateur a intérêt à payer en or.
- Le point d'entrée de l'or : $1£ = 25,22 - 0,07 = 25,15F$. En deçà de 25,15F, le franc s'apprécie et l'or sort de France.

Ainsi les variations du taux de change restent étroitement limitées à +/-0,2% autour du pair. En effet, la parité or des monnaies est restée inchangée du milieu du XIXème siècle jusque en 1914. Ce résultat est obtenu de façon spontanée, ce sont les arbitrages des agents à la recherche de la situation la plus avantageuse pour eux qui conduit à cette stabilité des changes.

2°) La contrainte métallique :

Le principe de l'étalon or est d'adapter la masse monétaire mondiale au stock d'or possédé par les banques centrales.

Soit une banque centrale pratiquant une politique monétaire expansionniste. La base monétaire augmente rapidement, provoquant une hausse rapide de la masse monétaire par le biais du multiplicateur monétaire. Si la politique monétaire est trop expansionniste par rapport à la croissance des prix mondiaux et des transactions nationales, les agents connaîtront *un excès d'encaisses monétaires nationales*. Ils vont essayer de s'en débarrasser, c'est à dire qu'ils vont offrir de la monnaie et demander des produits et des titres étrangers. Il y aura tendance à la dépréciation de la monnaie nationale sur le marché des changes, celle-ci devenant moins rare. Lorsque le point de sortie de l'or est atteint, la banque centrale est obligée de vendre de l'or et de racheter sa monnaie. Ainsi, la banque centrale *détruit la monnaie* qu'elle avait créée en excès, à cause de la règle du jeu de l'étalon or et du fonctionnement du marché des changes.

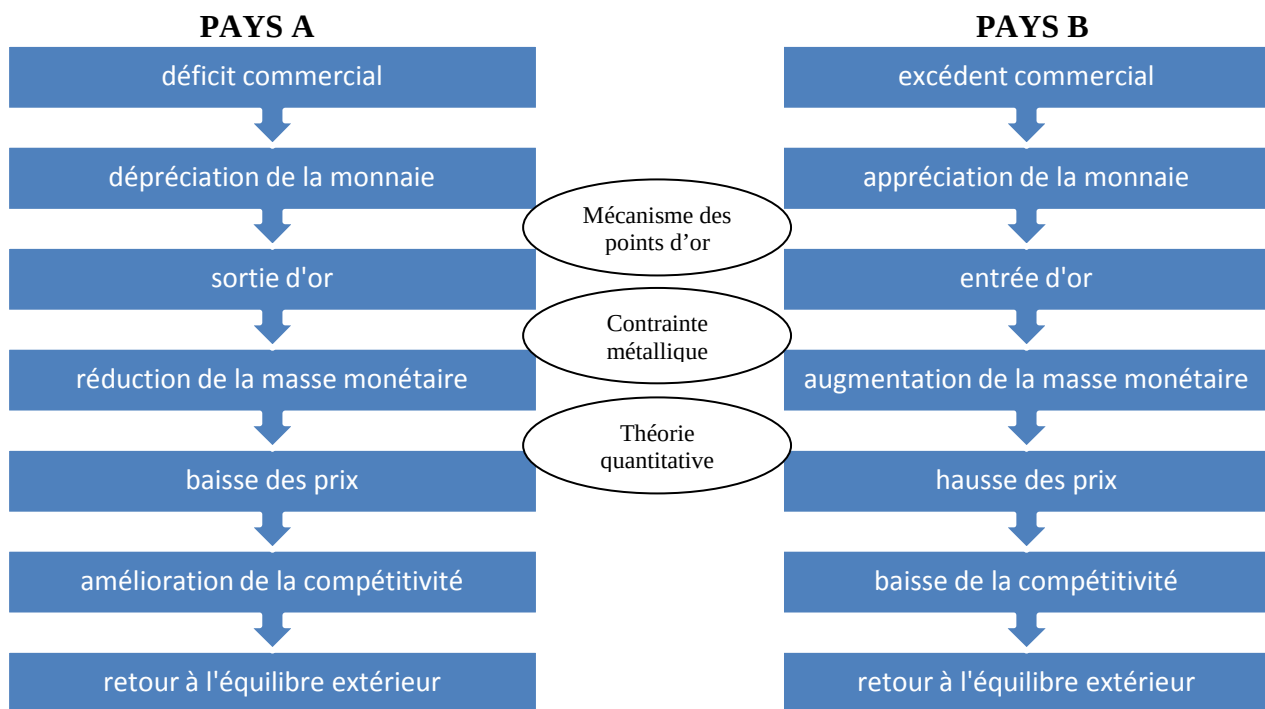
De la même manière, une banque centrale qui n'aurait pas créé assez de monnaie nationale par rapport au reste du monde se verrait obligée d'en *créer* par suite des entrées d'or.

La banque centrale a une politique de réserves extérieures purement **passive** : elle achète et vend de l'or contre sa propre monnaie lorsqu'on s'adresse à elle, mais elle ne peut décider de présenter sur le marché telle ou telle quantité de monnaie nationale ou d'or, ce qui provoquerait une variation du prix de l'or en monnaie nationale, contraire au principe même de l'étalon or.

Si le stock d'or disponible dans le monde pour les banques centrales, une fois satisfaits les besoins de l'industrie, de la bijouterie et de la thésaurisation, augmente plus vite que la production mondiale, il y a inflation mondiale. Dans le cas inverse, il y a déflation mondiale. On a constaté au 19^{ème} siècle des vagues successives d'inflation mondiale et de déflation mondiale, liées en particulier aux découvertes de mines d'or.

3°) L'équilibrage automatique des balances commerciales :

La discipline de l'or agit comme un stabilisateur automatique des balances commerciales. En cas de déficit commercial de la France par rapport au RU, la £ sera plus demandée que le franc pour payer ces importations nettes, ce qui pousse la £ vers le haut et le franc vers le bas. Il y a donc dépréciation du franc et sortie d'or. La diminution du stock d'or impose de réduire l'émission fiduciaire qui lui est proportionnée. Selon la théorie quantitative, la baisse des prix en découle. Cela décourage les importations et encourage les exportations (courbe en J). Ce mécanisme, déjà été exposé par D. Hume, sera repris par Ricardo. Il ne repose pas sur une politique discrétionnaire mais sur le jeu du marché.



Cependant, l'étalon or a un connu une existence légèrement différente de celle décrite ci-dessus comme nous allons le voir maintenant.

C) Le fonctionnement réel de l'étalon or :

1) La stabilité monétaire et ses effets économiques :

L'étalon-or présente un avantage évident : la stabilité. De 1821 à 1913, la valeur de la £ en or ne varie pas, les prix et les taux d'intérêt sont stables à long terme. L'investisseur et l'épargnant peuvent tabler sur la pérennité des grandeurs ; rendements et coûts sont calculables et relativement prévisibles. Les anticipations en matière de tarification, commande, investissement, crédit, change se forment dans un climat de confiance. La monnaie joue son rôle de bien collectif, c'est un facteur de prospérité. L'étalon or permet de financer le commerce international et d'assurer les mouvements internationaux de capitaux (IDE, investissements de portefeuille, prêts). Malgré la récession et le repli protectionniste des années 1873-1896, la croissance est considérable et le commerce international passe de 58 à 210 milliards de £ entre 1875 et 1913.

La préférence pour la stabilité est un choix en faveur de l'épargne. Cela correspond à une société où l'on vise l'accumulation en vue de la transmission patrimoniale plutôt que la consommation immédiate.

Cependant, l'étalon-or présente un coût. Chaque dépréciation du change impose une sévère déflation. La rigidité de l'offre de monnaie se heurte à une demande excédentaire. Le coût du crédit devient prohibitif et entraîne un recul de l'investissement, de l'activité et des prix. L'étalon or a un rôle régulateur : la baisse des prix vient purger le système de ses excès spéculatifs et de ses entreprises marginales. Si les prix sont stables à long terme, la variabilité des prix est forte à court terme. La contrainte métallique joue grâce à la flexibilité des prix, des salaires, à la hausse du chômage et à la baisse de la production. D'où des crises périodiques.

L'économiste britannique **Ralph Hawtrey** (1928) a d'ailleurs proposé une explication monétaire des **cycles** basée sur les mécanismes de l'étalon or. L'expansion résulte d'une augmentation de la masse monétaire volume dans un contexte de baisse du taux d'escompte. Il en résulte un processus cumulatif alimenté par l'expansion du crédit et de hausse des prix lorsque les limites des capacités de production sont atteintes, ce qui crée une incitation supplémentaire pour

emprunter. La banque centrale s'inquiète des sorties d'or, elle augmente le taux d'escompte, entraînant une limitation du crédit, une baisse des prix et de la production.

En outre, les découvertes de métal précieux et la spéculation entraînée par les tensions entre l'abondance relative de l'or et de l'argent dans les pays bimétallistes provoque d'amples mouvements de prix. La découverte de l'or californien en 1848 décuple la production d'or entre 1850 et 1860 et accroît de 50% la circulation monétaire au RU. La découverte de l'or du Transvaal en Afrique du Sud en 1886 aura le même effet.

2) L'asymétrie des flux de capitaux à l'échelle internationale :

Le RU est au XIX^{ème} une plaque tournante économique, commerciale et financière. On y trouve les Bourses de commerce de matières premières, la principale Bourse des valeurs (« London Stock Exchange »), les grandes banques et compagnies d'assurance. Toute affaire internationale implique des opérations se traitant à Londres : affrètement, assurance, emprunt, escompte, achat de matières premières, placements. L'Empire colonial englobe 1/5 de la surface du Monde et ¼ de la population mondiale : « *le soleil ne se couche jamais sur l'Empire* » affirme le dicton. La £ circule dans tout l'Empire. Une telle omniprésence conduit les opérateurs à apprécier la £ pour l'universalité de son usage.

A partir de 1830, les banques britanniques s'implantent à l'étranger et dès 1870 les banques étrangères ouvrent une agence à Londres (135 en 1913). La monnaie scripturale se développe rapidement. Des établissements financiers escomptent les lettres de change et garantissent les traites en £ émises à l'étranger. La compensation devient l'outil privilégié du commerce international.

Ainsi la place de Londres s'impose progressivement et l'usage de la £ se généralise, même en dehors des sphères où elle a cours. La £ devient une monnaie mondiale et remplace l'or dans un nombre croissant d'opérations. En effet, tant que la convertibilité en or est maintenue, il est équivalent de posséder et de payer en or ou en devises. Comme il est plus simple de payer en devises, le système conduit plutôt à utiliser les devises et notamment la £, si bien qu'on a parlé d'étalon sterling pour décrire le 19^{ème} siècle.

Du fait que les banques étrangères conservent des £, la balance britannique est peu soumise à la contrainte de l'or. Issues du déficit commercial et du déficit des capitaux à long terme du RU, les livres gagnées par les non résidents (balances sterling) sont soit gardées par les banques commerciales qui en ont l'usage, soit entrent dans les réserves des Banques centrales. Les devises représentent 6,3% des réserves d'or des Banques centrales en 1880, 19,7% en 1913. Les sterling ne sont donc pas systématiquement échangés en or et la contrainte métallique s'estompe. En 1914, l'encaisse or de la Banque de France est quatre fois plus grande que celle de la Banque d'Angleterre.

Cela éloigne du modèle car les monnaies sont gagées en partie sur la £ et non sur l'or seul. La £ devient une monnaie de réserve et la contrainte métallique est plus faible pour l'Angleterre.

3) Le maniement du taux d'escompte :

La Banque d'Angleterre apprend à utiliser efficacement le taux de réescompte, notamment pour ramener le cours du change au voisinage du pair. En cas de dépréciation de la £, elle relève son taux d'escompte, attire des capitaux à Londres et provoque une appréciation de la £. La confiance dans cette monnaie assure l'efficacité de cette politique.

Le RU a connu une balance commerciale structurellement déficitaire au XIX^{ème} siècle². Cela est en soi contraire au principe de l'étalon or. Aucun mécanisme autorégulateur n'est venu compenser cet état de fait. Par contre, la hausse du taux de réescompte permet de ralentir l'activité, de baisser les prix et réduire le déficit externe sans sortie d'or. Le taux de réescompte de la Banque d'Angleterre sera modifié plus de 800 fois au XIX^{ème} siècle, 70 fois entre 1860 et 1865 (ses extrêmes étant de 2 et 9%). Il s'agit d'un instrument discrétionnaire manipulé dans le seul souci des

² Au XIX^{ème} siècle, l'Angleterre a connu une balance commerciale déficitaire, une balance des services excédentaire, une balance des capitaux à court terme excédentaire, une balance des capitaux à long terme déficitaire, une balance globale déficitaire.

intérêts britanniques et non d'un régulateur automatique et neutre. Sa hausse permet d'avoir un excédent de la balance globale.

4) La neutralisation des mouvements d'or :

Les mouvements d'or devaient en théorie avoir des effets sur la quantité de monnaie intérieure. Les pays à excédent commercial enregistraient une entrée d'or qui devait accroître la circulation monétaire, hausser les prix et équilibrer la balance commerciale. Or les Banques centrales de ces pays ont mené une politique de stérilisation des entrées d'or, notamment par l'émission d'emprunts d'Etat permettant de stocker l'or.

5) Le respect partiel de la couverture-or :

A l'inverse, les pays en déficit commercial auraient dû connaître des sorties d'or et une baisse de la quantité de monnaie et des prix. Or la Banque d'Angleterre assouplit la contrainte de la convertibilité or. D'une part, elle emprunte de l'or à la Banque de France, d'autre part, la Banque d'Angleterre a demandé en 1847, 1857, 1866 au gouvernement britannique de suspendre momentanément l'application de la loi de 1844. Le gouvernement demandait au Parlement un « bill » de pardon. La couverture en or à 100% a été transgressée plusieurs fois pour limiter les crises de liquidité, notamment en 1866 après le krach de la banque Overend & Gurnay. Dans ce cas, le rééquilibrage des balances n'était pas automatique.

Bloomfield a montré que de 1880 à 1914 les Banques centrales ont eu une politique consistant fréquemment à contrebalancer, par la politique du crédit, l'effet des mouvements d'or.

Ce non respect des règles de l'étalon or va entraîner un déclin de la part de l'or au profit de la monnaie fiduciaire et scripturale, comme le montre le tableau suivant.

Evolution de la structure de la masse monétaire des USA, de la France et du Royaume-Uni :

	1815		1913	
	Milliards de \$	%	Milliards de \$	%
Or	329	33	2 002	10
Argent	349	34	638	3
Billets	267	26	3 818	15
Dépôts à vue	65	6	13 345	68
Total	1 010	100	19 801	100

Le bilan de l'étalon or :

L'écart entre le modèle et la réalité peut s'expliquer de plusieurs manières. Pour ses partisans comme Pascal Salin, il s'explique par le laxisme monétaire, c'est-à-dire le non respect des règles de l'étalon or par le comportement discrétionnaire des Banques centrales et des gouvernements. Au lieu de reconnaître qu'elles avaient créé trop de monnaie par rapport aux réserves en or et au lieu de détruire ces excédents, les banques centrales ont préféré prétendre que les réserves d'or étaient insuffisantes. Ainsi est né le leitmotiv de « l'insuffisance de liquidités internationales » que le monde occidental traînera derrière lui tout au long du 20^{ème} siècle.

De même, pour Jacques Rueff, l'étalon-or est vu comme un âge d'or, une composante de la « Belle époque » avant 1914. Lui aurait succédé l'âge de l'inflation. L'intervention de l'Etat par des politiques conjoncturelles a causé son abandon.

Pour ses adversaires comme Michel Aglietta, il s'explique par la place asymétrique et dominante du RU. Pour Robert Triffin, une croissance élevée n'aurait pas été possible sans une croissance rapide de la masse monétaire. La volonté de ne plus subordonner le rythme de l'activité à cette « relique barbare » (Keynes) a entraîné son abandon progressif.

En 1914, la convertibilité en or est suspendue par les belligérants. Le système ne pourra être durablement remis en place après 1918 à cause du financement inflationniste de la guerre, mais aussi la montée de l'intervention de l'Etat et la croissance de la monnaie scripturale.

II) L'ECHEC DU POLYCENTRISME MONETAIRE PENDANT L'ENTRE-DEUX-GUERRES :

➤ La mise en place difficile de l'étalon de change or dans les années 1920 :

1. La Première Guerre mondiale et ses effets en Europe : inflation, dettes et dépréciation

La Première Guerre mondiale entraîna une suspension de l'étalon-or au RU, en France et en Allemagne dès 1914. Les Etats-Unis l'ont suspendu en 1917, date de leur entrée en guerre. Les Etats décident le cours forcé des monnaies dès 1914, c'est-à-dire l'inconvertibilité en or. Les réserves d'or fondent pour régler les achats de matériel et de denrées, notamment en provenance des EU. Les dépenses de guerre sont énormes : entre 1913 et 1919 le montant global des dépenses publiques en France et au RU est multiplié par 6. Les impôts ne couvrent que 28% des dépenses en France malgré la création de l'impôt sur le revenu en 1914.

L'économiste Antal Fekete estime que si l'étalon or avait été maintenu, la guerre de 1914 aurait duré environ trois mois, faute de moyens pour les Etats de la financer.

Les autorités ont préféré une autre solution : la planche à billets. En France, la masse monétaire est multipliée par 4,3 entre 1914 et 1919, au RU par 7,6 et en Allemagne par 16. Ils ont aussi massivement eu recours à l'endettement public : la France émet 4 emprunts de la défense nationale et entre 1914 et 1918 sa dette publique passe de 33 à 220 milliards de francs or (de 17 à 200 pour le RU et de 6 à 170 pour l'Allemagne). Les dettes extérieures ont également augmenté, surtout vis-à-vis des EU. En outre la France a perdu 25 milliards de francs correspondant aux emprunts russes que le nouveau gouvernement soviétique refuse d'honorer.

L'épuisement des réserves d'or rend le retour à la convertibilité difficile, d'autant que le financement inflationniste de la guerre va produire son effet une fois la paix revenue et que l'inflation se poursuit après guerre. Pendant la guerre, le mark perd les 9/10^e de sa valeur, la £ et le franc sont artificiellement protégés par des accords de soutien des EU. Après mars 1919, les parités de la £ et du franc flottent et la dépréciation atteint 53% pour le franc et 20% pour la £.

En revanche, la guerre a renforcé la position des Etats-Unis. Ils sont devenus la première puissance économique et les premiers créanciers du monde. En 1920 ils détiennent environ 30% du stock d'or mondial (44% en 1924) et rétablissent la convertibilité dès 1919. Face à l'entrée d'or, le FED privilégie la lutte contre l'inflation. Et ils pratiquent une politique de stérilisation par des taux d'intérêt élevés ce qui attire les capitaux.

2. La conférence de Gênes (1922) et la naissance de l'étalon de change or :

Le nouveau système a pour fonction non pas de supprimer l'or mais d'en réduire l'usage. Il s'agit d'établir un lien moins strict avec l'or afin de prendre en compte la forte émission monétaire pendant la guerre, éviter les effets d'une production irrégulière d'or et trouver une solution à la rareté de l'or.

Dans l'étalon de change or : les monnaies nationales sont définies par rapport à une monnaie clé convertible en or et qui figure dans les réserves des banques centrales au même titre que l'or.

Principes :

- Il y a 2 types de monnaies :
 - les **monnaies clés**, convertibles en or et monnaies de réserve
 - les **monnaies périphériques**, convertibles en monnaies périphériques
- Le pays à monnaie périphérique stabilise le prix de sa monnaie en termes de la monnaie clé tandis que le pays à monnaie clé stabilise le prix de sa monnaie en termes d'or

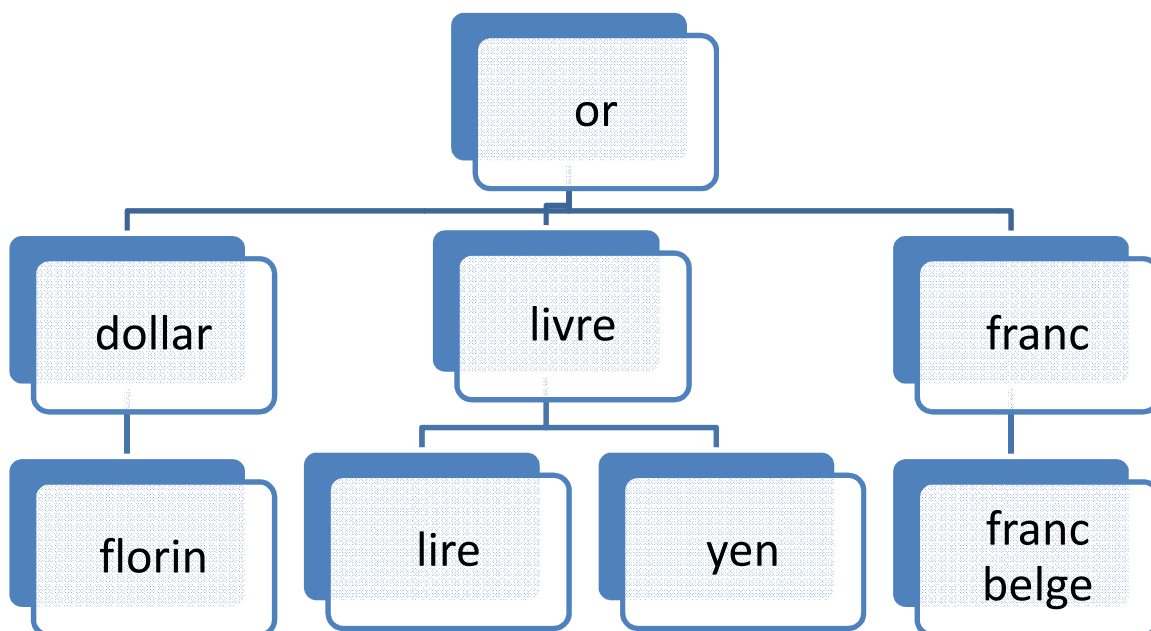
- Les réserves des Banques centrales sont constituées d'or mais aussi de devises clés : pour la première fois les devises sont officiellement reconnues comme moyens de réserve pour les banques centrales
- Les pays qui le souhaitent peuvent devenir des **centres or**, ce qui implique la convertibilité de leur monnaie en or, c'est à dire un libre marché de l'or. Leur monnaie est une devise clé.
- La convertibilité est limitée aux lingots : c'est le « *gold bullion standard* »
- Les pays peuvent choisir entre plusieurs solutions :
 - Couverture or (12 pays dont la France en 1928) ou couverture mixte, or et \$ puis £ (25 Etats adoptent cette solution)
 - Chacun peut établir sa parité en revenant soit à celle de 1914, ce qui implique une réévaluation, soit en adoptant une parité plus faible

Ce premier Gold Exchange Standard présentait un caractère doublement inédit. Pour la première fois, les règles du SMI résultaient d'un accord négocié dans un cadre multilatéral et la monnaie papier bénéficiait du statut de réserve au même titre que l'or.

Après 1918 il y a beaucoup d'inflation. Pour éviter que cette inflation n'engendre de profonds déficits courants, de nombreux Etats laissent leur monnaie flotter. Ce qui se traduit parfois par des dépréciations considérables (Allemagne en 1923). Ensuite les pays reviendront à des parités fixes.

La mise en place est lente, partielle et provisoire. En 1922, seul le \$ est convertible en or. Les devises clés sont le dollar de 1919 à 1934, la livre de 1925 à 1931, le franc de 1928 à 1936. Ce système économise l'or mais favorise la concurrence entre les places financières. Pour attirer les capitaux flottants, la hausse du taux d'escompte est souvent utilisée. On est passé du monocentrisme londonien au polycentrisme. L'Angleterre a perdu son monopole financier.

L'étalon de change or à partir de 1928



➤ Le laborieux retour à l'or :

Pour Alfred Sauvy, ce retour à l'or fut une question de prestige, de dogme, presque de religion.

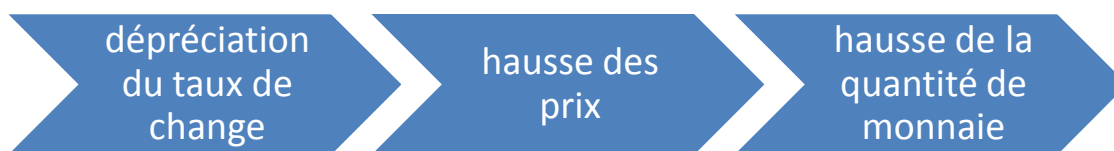
1. L'Allemagne adopte l'étalon de change or en 1924 après l'épisode d'hyperinflation :

L'Allemagne a été touchée par l'hyperinflation en 1922-1923. Le financement inflationniste de la guerre, plus important que dans les autres pays, a joué un rôle. Mais il existe d'autres facteurs. Tout d'abord les réparations imposées par les Alliés. La Commission des réparations fixa leur montant en 1921 à 132 milliards de marks or payables par annuités de 2 milliards et un impôt de 26% sur les exportations pendant 42 ans. 52% devait revenir à la France, 22% au R. La somme est gigantesque et Keynes parle « d'un des actes les plus graves de folle politique ». Il est en effet suicidaire de rendre les vaincus insolvable car cela touchera tout le monde en réduisant leur pouvoir d'achat. En 1922-1923, les annuités sont supérieures aux recettes budgétaires, d'où un financement des dépenses publique par l'inflation. De janvier 1920 à janvier 1922, le \$ passe de 14 à 200 marks.

De plus, la Reichsbank a maintenu un taux d'escompte bas (=5%) jusqu'en juillet 1922 ce qui aggrava la spéculation.

Ensuite l'occupation de la Ruhr en janvier 1923 par les troupes belges et françaises. La production est évacuée vers la Belgique et la France. La pénurie fait monter les prix et l'occupation met en cause l'Etat lui-même.

Enfin, la dépréciation du mark est un facteur puissant d'inflation à travers la hausse du prix des importations et un processus d'indexation généralisée. On a la causalité mise en évidence par Aftalion :



Le docteur Schacht mit fin à l'hyperinflation avec la création d'une nouvelle monnaie, le reichsmark en 1924 défini par le même poids d'or que celui de 1875³. Les anciens marks sont échangés contre les nouveaux au taux de 1 000 000 000 000 pour 1. Le reichsmark est convertible en lingots d'or à 358 mg d'or fin ; l'émission monétaire doit être couverte à 40% au moins par de l'or, le reste en livres sterling. L'Allemagne adopte l'étalon de change or. En 1925, le retour des conservateurs et la suppression de la journée de 8 heures ramènent la confiance.

2. Le Royaume-Uni restaure l'étalon or en 1925 au prix d'une surévaluation de la livre :

En 1919, le rapport Cunliffe fit l'éloge de l'étalon-or. La question n'était pas de savoir s'il fallait revenir à l'étalon or mais quand et à quelle parité. Pourtant l'inflation dépasse 60% de 1919 à 1920 et la livre perd de sa valeur sur le marché des changes. L'énorme volume des balances sterling acquises pendant la guerre représente désormais une menace en cas de vente. Faute d'une domination commerciale, il faut proposer un rendement supérieur à celui des actifs en dollars. De privilège, le statut de monnaie mondiale se transforme en fardeau.

Pour retrouver l'étalon or, l'Angleterre pratiqua une politique de déflation caractérisée par la hausse du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre pour ramener les capitaux, une baisse des salaires (de 28% de 1921 à 1924) pour retrouver la compétitivité et une activité freinée pour réduire les importations. La livre se redressa dès 1922, notamment grâce à l'aide du FED qui baisse ses taux pour favoriser le retour de la Grande-Bretagne dans l'étalon or.

En **1925**, la convertibilité de la £ en or est rétablie sur la base de la parité de 1816 (1£=7,988 g d'or) mais en lingots seulement. La £ étant manifestement surévaluée, le prix à payer fut une baisse du dynamisme industriel, un fort chômage (10% de la population active de 1925 à 1929), un allongement de la journée de travail de 7 à 8 heures et des grèves dans les chemins de fer et les

³ Le rentenmark fut une monnaie de transition utilisée en Allemagne à la fin de l'année 1923.

mines. Les exportations sont pénalisées. On a ici l'exemple d'un des inconvénients des changes fixes administrés par les autorités, à savoir la fixation d'un faux prix avec tous ses effets négatifs.

Keynes s'y oppose au retour à l'étalon-or, système où l'on voit, disait-il, « *l'homme creuser la terre pour y extraire l'or qu'il va aussitôt enfouir dans les caves des instituts d'émission* ». Il évoque la « *relique barbare* ». Kindleberger estime que ce fut une grave erreur de politique économique. Dans tous les cas, les dirigeants du RU poursuivaient la chimère d'un retour à sa grandeur passée. Cette mesure fut au moins favorable à la City car la £ retrouve vite son rôle de monnaie internationale d'échange et de réserve.

3. La stabilisation du franc par R. Poincaré en 1926-1928 :

Après la guerre, les dépenses publiques sont financées en partie par les emprunts et l'émission de billets. Les réparations allemandes devaient permettre d'éteindre la dette publique et de financer la reconstruction. Cette illusion contribua à l'adoption d'une politique financière peu rigoureuse.

Cette politique économique conduit à une plus forte inflation et à la perte de valeur du franc de 1919 à 1926. 1£ vaut 63 francs en 1922, 82 en 1923, 117 en 1924. Des taux d'intérêt réels presque nuls et la crainte d'une dépréciation des créances conduisent à des sorties de capitaux et à des ventes de francs.

Cependant il existe d'autres facteurs car la dépréciation du franc a été plus importante que le différentiel d'inflation avec les EU ou le RU, alors que la balance des transactions courantes était excédentaire et que la croissance de la production était plus importante qu'ailleurs. J.M. Jeanneney l'explique par la spéculation et donc par le manque de confiance envers le franc. Le « cartel des gauches » en 1924 effraie les épargnants par ses projets de taxation du capital et précipite la chute du franc. E. Herriot, radical-socialiste, accusera le 10 octobre 1926 le *mur d'argent* de s'être dressé devant lui. En juillet 1926, 1£ vaut 243 francs. La baisse du franc est moteur d'inflation car elle entraîne le renchérissement des importations ce qui contribue à déprécier le franc.

La nomination de R. Poincaré en juillet 1926 comme président du Conseil et ministre des Finances a suffi à amorcer une reprise du franc avant même que les premières mesures soient prises. Le \$ valait 5,45F en janvier 1919, 40F en juillet 1926 et 25,5F en décembre 1926. Poincaré forma un gouvernement restreint et pris des mesures d'assainissement financier comme la hausse des impôts et du taux d'escompte et l'affectation des recettes de l'exploitation des tabacs et allumettes à l'amortissement de la dette. Les capitaux rentrent. A partir d'août 1926, pour éviter l'appréciation du franc qui aurait été dommageable pour le commerce extérieur et l'emploi, la Banque de France procéda à une stabilisation *de facto*. Elle achetait toutes les devises qui se présentaient à un cours correspondant à 124F pour 1£ et commence à engranger des devises en vendant des francs.

La stabilisation *de jure* est réalisée en 1928. La loi de juin 1928 fixe la nouvelle valeur du franc à 65,5 mg d'or soit 1£=125,1F et 1\$=25,53F. C'est une dévaluation de 80%. La convertibilité n'est rétablie que pour le lingot, soit 215 000F. Elle prévoit aussi que les réserves en or doivent représenter au minimum 35% de la masse monétaire. La valeur en francs des réserves d'or de la Banque de France fut multipliée par 5 : la plus-value dégagée fut consacrée au paiement de la dette de l'Etat à son égard. Seule la conversion en lingots était possible.

Cette stabilisation représentait une dévaluation par rapport à la précédente définition officielle du franc. Elle représentait aussi une sous-évaluation du franc par rapport à la PPA, de 35% selon Sauvy, ce qui lui assurait une marge de sécurité contrairement à la £ et rend plus compétitifs les produits français. Par rapport au RU, c'est une solution moins prestigieuse pour la monnaie mais plus facile à supporter pour les Français. Mais cela a pu contribuer à miner le SMI car personne n'anticipe une dévaluation du franc qui devient une valeur refuge, provoquant le reflux des capitaux vers Paris jusqu'au début des années 1930.

➤ La crise internationale des années 1930 et l'effondrement du SMI issu de la Conférence de Gênes :

1. Les fragilités inhérentes à l'étalon de change or :

Dans les années 1920, la croissance est assez forte et le CI progresse. Cependant le SMI montre déjà des signes de faiblesse. Hors d'un lien rigide avec l'or, on ne peut se passer d'une puissance dominante. Or les Etats-Unis ne possèdent ni l'Empire, ni la flotte, ni le réseau bancaire qui rendraient universel l'usage du dollar. Leur économie reste beaucoup plus fermée que l'économie britannique au XIXème siècle.

Les comptes de la guerre ne sont pas réglés : problème des réparations allemandes, problème des dettes alliées finalement annulées en 1932. Ils alimentent les querelles entre Etats. L'Allemagne paya une faible partie des réparations prévues (la France recevra 12% de ce qui était prévu) qui furent renégociées sous l'égide des EU par le plan Dawes en 1924 et le plan Young en 1929. L'exigence des réparations a envenimé les relations internationales.

L'absence d'une devise clé unique dotée de la confiance des opérateurs et l'absence d'institution monétaire internationale donnèrent à ce système une grande fragilité. Les taux de change sont très instables : la France aggrave le désordre par la sous-évaluation du franc. Au XIXème siècle, la marge de fluctuation £/franc n'avait pas dépassé 0,4% ; elle monte à 580% entre 1918 et 1938.

Dans les années 1920, la compétition entre les devises clés domine. D'une part, on assiste à une concurrence financière entre Londres et New York. Le RU et les EU se font concurrence pour les prêts extérieurs à court terme et adoptent des règles bancaires d'acceptation moins contraignantes. Ce duopole favorise le gonflement des prêts en Europe et en Amérique latine car si un pays refuse de financer, l'autre accepte. Le plan Dawes de 1924 prévoit le lancement d'un emprunt de 800 milliards de marks et entraîne un boom des prêts US à l'Allemagne. De 1925 à 1929, la hausse de la bourse de New York y attire les capitaux. Pour compenser, Londres élève le taux d'escompte mais restreint les crédits.

D'autre part, sévit une concurrence monétaire entre Londres et Paris. Les réserves en devises de la Banque de France sont surtout constituées de £. Or à partir de 1928, elle va demander la conversion de ces £ en or à la Banque d'Angleterre. En 1930, la France détient 25% du stock d'or mondial et le franc est une valeur refuge au détriment de la £.

La convertibilité limitée, les politiques compensatoires des banques centrales par rapport aux mouvements d'or firent perdre au système défini à Gênes tout caractère autorégulateur. Les dysfonctionnements du SMI ont joué un grand rôle dans la propagation de la crise.

2. Les liens entre crise économique et crise du SMI :

a) la réduction du crédit est à l'origine de la crise :

Un des origines de la crise se trouve dans la réduction du crédit. Aux EU (août 1929) et en Europe, on élève le taux d'escompte. Les banques US rapatrient leurs fonds placés en Europe. Les placements à court terme, nombreux en Allemagne et en Autriche, ont été surtout investis à long terme. Ce départ provoque la faillite de la *Kredit Anstalt* de Vienne en mai 1931 et l'effondrement du système bancaire autrichien car elle représentait 70% du total du bilan de toutes les banques autrichiennes. De nombreuses banques allemandes font aussi faillite. La situation s'aggrave aux EU : 2 300 faillites bancaires en 1931 contre 1 300 en 1930.

b) le comportement des autorités monétaires américaines est inadapté :

La Réserve fédérale n'a pas augmenté les taux d'intérêt pour diminuer la spéculation boursière qui était alimentée par le crédit bancaire, alors que Hoover y était favorable. Au contraire, le FED baisse son taux d'escompte en 1927 pour soulager le RU et pour dissuader les entrées de capitaux dont elle ne sait que faire ; mais cela rend le crédit plus facile et encourage la spéculation.

Ensuite, face à la vague de faillites bancaires, la FED maintient des taux élevés pour retenir les capitaux mais cela aggrave la crise de liquidité. Les clients des banques en faillite perdent leurs avoirs d'où une baisse de la consommation, de la production, et une hausse du chômage : c'est la spirale déflationniste.

Selon Friedman et Schwarz, cela tient à la mort de Benjamin Strong – membre influent du Fed qui connaissait le mieux l'état de santé des banques commerciales – en 1928, à la lutte d'influence qui s'en suivit et aux erreurs de Roy Archibald Young, président de la FED en 1929.

c) L'absence de coopération entre les principaux Etats est facteur de crise :

En demandant la conversion en or de ses avoirs en £, la Banque de France a contribué au manque de confiance qui devait aboutir à la dévaluation. Si la Banque de France avait autant de £, c'est en raison de la sous-évaluation du franc. Le taux de dévaluation du franc n'avait pas fait l'objet d'une concertation internationale. A partir de 1929, la guerre des monnaies est endémique : ainsi la Banque de France joue contre la £ et le mark en achetant de l'or et des \$. Son stock d'or s'accroît.

En outre, la France refusa d'aider la banque autrichienne *Credit Anstalt* car l'Autriche avait formé une union douanière avec l'Allemagne. La faillite de cette banque en mai 1931 joua un rôle important dans la dévaluation de la £. La France, suivie d'autres Etats, décide de ne plus acquitter ses dettes après la Conférence de Lausanne en 1932. Le moratoire Hoover en 1931 suspend le paiement des réparations allemandes et en 1932 la conférence de Lausanne décide la fin du paiement. Le montant des réparations allemandes est ramené de 121 à 3 milliards de reichmarks.

d) Les politiques déflationnistes visant à maintenir l'étalon or aggravent la crise :

En Allemagne à partir de 1930, au RU jusqu'en 1931, en France en 1935 avec le plan Laval et en Allemagne, les politiques déflationnistes entraîneront des baisses de salaires nominaux, des conflits sociaux et une montée du chômage. En décembre 1931 le gouvernement allemand décide une baisse des salaires, des allocations de chômage, des prix, et une hausse des impôts... alors que le taux de chômage est de 15%.

3. Les dévaluations concurrentes : un moyen efficace de sortie de crise ?

a) Les dévaluateurs précoces : RU, Japon, EU

La défiance envers la £ fut causée par la sous-évaluation du franc, par la politique de la Banque de France qui exigea la conversion de ses £ en or et aussi par la publication du rapport Mac Millan (1931) faisant apparaître les faibles réserves de la banque d'Angleterre et accélérant les demandes de remboursement en or. La £ est dévaluée en septembre 1931. La £ flotte et la dépréciation atteint 30%. En 1932, un fonds de stabilisation est créé pour surveiller le flottement. Keynes : « *Nous sentons que nous avons enfin les mains libres pour faire ce qui est raisonnable* ». Dilemme de la période : déflation ou dévaluation, stabilité des changes ou stabilité des prix.

Le Japon abandonne l'étalon or en décembre 1931 ; le yen flotte et baisse de 40%. Les produits japonais sont tellement compétitifs qu'en 1934 une quarantaine d'Etat prennent des mesures protectionnistes à l'encontre du Japon.

Aux EU, en avril 1933, F.D. Roosevelt abandonne la convertibilité du \$ en or et laisse flotter le dollar. Un fonds d'égaleisation des changes surveille le flottement. En janvier 1934, l'étalon or est rétabli au taux de 35 \$ l'once⁴, soit une dévaluation de 40%. Il n'agit pas sous la pression d'une crise mais par volonté délibérée de pratiquer la dévaluation compétitive et la reflation après 3 ans de déflation ; en effet cela permet d'augmenter la masse monétaire de 3 milliards donc de faire remonter les prix. En outre, Roosevelt ne se préoccupe plus du rôle international du \$. Il déclare : « *La santé économique interne d'une nation est un plus grand bien être que la valeur de sa monnaie* ».

⁴ Une once d'or = 31,103 grammes d'or fin.

en termes de change vis à vis d'autres nations ». Par ailleurs, le gouvernement américain interdit en 1933 aux personnes privées de détenir de l'or.

La Conférence de Londres en 1933 est un échec car les positions des pays du Bloc de l'or⁵ (qui sont favorables au maintien de la convertibilité (et les pays qui ont renoncé au fonctionnement du SMI de Gênes (EU, RU) sont inconciliables. Au fur et à mesure des dépréciations, les monnaies des pays du bloc de l'or deviennent pénalisantes.

b) Les dévaluateurs tardifs : la France

En 1933, la Banque de France possède encore un stock d'or important. Mais après les dévaluations de la £ et du \$, la balance des paiements courants est en déficit ce qui entraîne des sorties d'or. La déflation Laval réduit la consommation et la production, les capitaux se reportent sur Londres ou New York. La surévaluation du franc provoque une chute des exportations de 40% de 1933 à 1934. On assiste à une hausse des taux d'intérêt, une baisse de la consommation et des prix agricoles. En 1935, la dévaluation du franc belge marque la fin du Bloc de l'or.

L'arrivée du Front Populaire accentue la perte de confiance. Le 1^{er} octobre 1936, la convertibilité en or est suspendue. Le franc est dévalué et un fonds de stabilisation des changes est créé pour éviter que la dépréciation dépasse 34%. La politique du Front Populaire accroît l'inflation et la 1^{ère} dévaluation se révèle insuffisante. En juin 1937, la limite plancher du franc est supprimée c'est la seconde dévaluation. En novembre 1938, a lieu la 3^{ème} dévaluation du franc et son rattachement à la £. Au total, le franc a subi une forte dépréciation, les exportations reprennent et la situation s'améliore, d'autant que la fin du Front Populaire rassure les porteurs de capitaux.

c) Le fractionnement de l'espace monétaire :

La dévaluation de la £ fut suivie par de nombreux pays ; un bloc sterling, au fonctionnement très souple et non institutionnalisé, se constitua parallèlement à la préférence impériale sur le plan commercial (Conférence d'Ottawa en 1932). Les monnaies des différents pays étaient rattachées à la £, parfois avec une parité fixe, parfois dans le cadre d'un flottement plus ou moins contrôlé. Il y a aussi la zone franc de l'empire français, la zone dollar des Amériques. Les dévaluations contribuent à fragiliser le commerce international en encourageant les mesures protectionnistes défensives.

En Allemagne, pour éviter de dévaluer, le contrôle des changes est mis en place en juillet 1931 et la convertibilité est interrompue. Les importations sont soumises à autorisation. Le troc se développe.

Néanmoins, un début de coopération internationale émerge peu à peu. En 1936, un accord tripartite est signé entre les EU, le RU et la France, prévoyant d'instaurer les changes fixes entre ces 3 monnaies.

Quelles leçons tirer de l'étalon de change or de l'entre-deux-guerres ?

- Un système fondé sur plusieurs devises clés suppose que les nations coopèrent et acceptent la domination de l'un des pays
- Un SMI a besoin d'un prêteur en dernier ressort capable d'injecter des liquidités pour éviter la propagation d'une crise. Ce point est cependant contesté en raison de l'aléa moral que cela peut impliquer

⁵ Le Bloc de l'or (1933-1936) était composé de la France, la Belgique, les Pays-Bas, la Suisse, l'Italie, la Pologne, le Luxembourg.

III) LE SYSTEME DE BRETTON-WOODS :

Les accords de Bretton Woods constituent, à ce jour, l'unique tentative d'imposer un ordre monétaire international reposant sur des règles institutionnelles écrites. Ils sont liés à la volonté d'éviter l'instabilité monétaire de l'entre-deux-guerres et les dévaluations concurrentes.

La conférence de Bretton Woods de 1944 qui réunit 44 délégations fut dominée par 2 délégations⁶ : celle du RU conduite par Keynes et celle des EU conduite par Harry Dexter White, assistant du secrétaire américain au Trésor (Morgenthau).

La philosophie des deux projets est proche : il s'agit dans les deux cas de relancer le commerce international, obtenir une coopération monétaire internationale, restaurer la stabilité des taux de change avec un régime de changes fixes, rétablir la convertibilité des monnaies et octroyer des financements aux pays en difficulté. Mais ils diffèrent sur les modalités de fonctionnement.

Le plan Keynes prévoit l'institution d'une banque centrale mondiale⁷ appelée « Chambre internationale de compensation », chargée d'effectuer une compensation multilatérale entre banques centrales et d'octroyer des crédits aux pays déficitaires, la création d'une nouvelle monnaie - le *bancor* - rattachée à l'or mais non convertible en or, obligeant ainsi les pays excédentaires à réduire leur surplus. Pour éviter une accumulation des avoirs en *bancor* inutilisables, un pays excédentaire aurait intérêt à accroître ses importations en provenance de pays déficitaires. L'effort d'ajustement porte sur les pays dont la situation extérieure est excédentaire, comme les Etats-Unis à l'époque, et épargne les pays déficitaires... comme la Grande-Bretagne à cette époque. Comme le RU n'a plus d'or, le plan Keynes tient à ce que le métal n'ait plus aucun rôle.

Le plan White est basé sur la création d'un Fonds pour stabiliser les taux de changes et chargé d'octroyer des crédits aux pays qui veulent défendre leur monnaie, la création d'un Banque pour la reconstruction et le développement, l'effort d'ajustement portant sur les pays déficitaires en les forçant à réduire leurs importations. C'est le plan White qui fut choisi.

A) Les accords de Bretton Woods et leur mise en place

1. Les principes du système :

a) Des parités fixes

Fixation d'une parité fixe de chaque monnaie déclarée en or ou en dollar.

La fixité des taux de change suppose l'intervention des banques centrales pour soutenir ou modérer le cours de leur monnaie. Les statuts du FMI prévoyaient qu'un pays est « censé remplir ses obligations » concernant la stabilisation de sa monnaie en termes d'or s'il intervient au moyen d'une autre monnaie dont le taux de change par rapport à l'or est lui-même stabilisé grâce à l'intervention en or de la Banque centrale qui l'émet.

Dans leur lettre, ces accords n'impliquaient pas que le \$ devienne la seule monnaie convertible en or. Mais au sortir de la 2^{ème} guerre mondiale, les USA détenaient 60% des réserves officielles mondiales d'or et étaient les seuls à pouvoir le faire. Les USA ont été les seuls à déclarer officiellement leur intention d'acheter et de vendre de l'or contre des \$ aux banques centrales qui en feraient la demande au prix fixe de 35\$ l'once, par une lettre adressée par J. Snyder, secrétaire au Trésor US, au FMI en 1947.

Rien n'obligeait les USA à se prévaloir de cette clause. S'ils ne l'avaient pas fait, l'or n'aurait joué qu'un rôle d'étalon de mesure comme aujourd'hui les DTS. Le \$ devient la monnaie pivot et la monnaie d'intervention des banques centrales. L'or n'était pas démonétisé, il demeurait un instrument de règlement entre banques centrales.

⁶ La délégation française était conduite par Mendès-France.

⁷ Dans son Traité sur la monnaie (1930), Keynes souhaitait déjà la mise en place d'une « banque supranationale qui aurait avec les banques centrales nationales des relations semblables à celles qui existent entre chaque banque centrale et ses banques subordonnées ».

b) Une marge de fluctuation de 1% autour de la parité

Dans l'étalon-or, la stabilité des changes était assurée par l'action des opérateurs privés. Sous Bretton Woods, elle est assurée par les banques centrales. Celles-ci doivent donc détenir des devises et intervenir sur le marché des changes pour respecter la parité avec le dollar. Illustration : si un écart de cours important intervient entre le DM et le \$, c'est la Bundesbank qui doit intervenir et non la FED.

Ceci est cohérent avec le **théorème du (n-1)** : dans un monde comportant n pays et n monnaies, si la monnaie clé est prise comme étalon, il existe (n-1) taux de change par rapport à la monnaie clé. Dès que (n-1) banques centrales interviennent sur le marché des changes, les taux de change sont parfaitement déterminés. Si la banque centrale du *énième* pays se mettait à intervenir, elle risquerait de provoquer des variations erratiques des taux de change, puisque les interventions des (n-1) banques centrales pourraient être contradictoires avec l'intervention de la *énième*. Ce faisant, la FED se dispensait d'intervenir sur le marché des changes, laissant aux autres banques centrales le soin de défendre les parités bilatérales.

c) L'ajustement des parités en cas de déséquilibre économique fondamental

L'ajustement des parités est prévu en cas de « déséquilibre fondamental » de la balance des paiements : si un Etat désire dévaluer de moins de 10% par rapport à la parité officielle en vigueur, il lui suffit de prévenir le FMI ; au delà, il est censé obtenir l'accord préalable du FMI. Bretton Woods est donc un régime de changes fixes mais ajustables.

d) La convertibilité des monnaies :

Après un délai de transition, les monnaies devaient redevenir convertibles entre elles. La liberté des changes ne concerne toutefois que les opérations de la balance des transactions courantes et avec une clause de sauvegarde pour les pays ayant des difficultés d'équilibre de la balance des paiements. Le retour à la convertibilité des principales monnaies ne sera réalisé qu'en 1958 ; ce n'est qu'à cette date que le système de Bretton Woods s'appliquera effectivement.

e) Des prêts aux pays en difficulté :

Des crédits peuvent être accordés aux pays pour faciliter l'adoption de politiques d'ouverture et aux pays confrontés à un déficit de la balance des paiements

Pour résumer, on a la construction suivante :

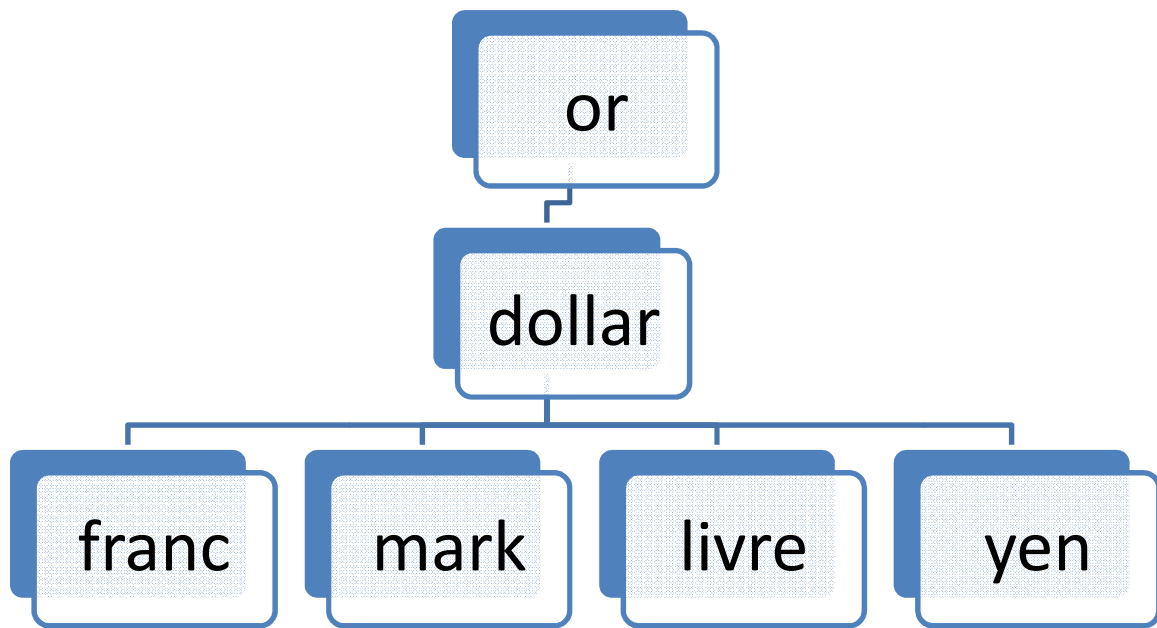
- les Etats-Unis maintiennent fixe la valeur du \$ par rapport à l'or en intervenant sur le marché de l'or en vendant ou en achetant de l'or contre des \$.
- Les autres pays maintiennent fixe la valeur de leur monnaie par rapport au \$ en vendant ou en achetant des \$ contre leur monnaie.

Indirectement, les autres pays peuvent maintenir la fixité de leur taux de change par rapport à l'or en maintenant la fixité avec le dollar.

Il s'agit d'une convertibilité à 2 paliers : le dollar convertible en or (entre banques centrales uniquement) devient une devise clef susceptible de constituer une monnaie de réserve au même titre que l'or. Les autres monnaies, devises périphériques, sont convertibles entre elles et avec le dollar. Le but étant d'étendre les liquidités internationales car les devises clef servent de base à l'émission de monnaie nationale. Les Etats veulent faire reculer la tutelle de l'or pour avoir plus de manœuvre macro-économique

Il s'agit de remettre en selle l'étalon de change or instauré lors de la Conférence de Gênes, mais cette fois-ci avec une seule monnaie clef, le dollar, comme le montre le graphique suivant.

L'étalon de change or sous Bretton Woods



C'est un système asymétrique à l'avantage des EU car ils n'ont pas à détenir de devises dont l'acquisition est coûteuse et représente une stérilisation de ressources et ils bénéficient du profit de création monétaire appelé « seigneurage », c'est-à-dire l'ensemble des rentes qui vont à l'émetteur de la monnaie. Les EU achètent des produits, des titres et des entreprises à l'étranger avec des \$ dont le coût de production est largement inférieur à la valeur des ressources qu'ils obtiennent en contrepartie. Il en est ainsi dès lors qu'une monnaie nationale est utilisée comme monnaie internationale. Très vite, ce système a donné la suprématie au dollar qui est devenu à la fois unité de compte, monnaie d'intervention et avoir de réserve.

L'article 1er des statuts du FMI donne les objectifs de Bretton Woods en 1945.

Les buts du FMI
Les buts du Fonds monétaire international sont les suivants :
i. Promouvoir la coopération monétaire internationale au moyen d'une institution permanente fournissant un mécanisme de consultation et de collaboration en ce qui concerne les problèmes monétaires internationaux.
ii. Faciliter l'expansion et l'accroissement harmonieux du commerce international et contribuer ainsi à l'instauration et au maintien de niveaux élevés d'emploi et de revenu réel et au développement des ressources productives de tous les États membres, objectifs premiers de la politique économique.
iii. Promouvoir la stabilité des changes, maintenir entre les États membres des régimes de change ordonnés et éviter les dépréciations concurrentielles des changes.
iv. Aider à établir un système multilatéral de règlement des transactions courantes entre les États membres et à éliminer les restrictions de change qui entravent le développement du commerce mondial.
v. Donner confiance aux États membres en mettant les ressources générales du Fonds temporairement à leur disposition moyennant des garanties adéquates, leur fournissant ainsi la possibilité de corriger les déséquilibres de leurs balances des paiements sans recourir à des mesures préjudiciables à la prospérité nationale ou internationale.
vi. Conformément à ce qui précède, abréger la durée et réduire l'ampleur des déséquilibres des balances des paiements des États membres.
Dans toutes ses politiques et décisions, le Fonds s'inspire des buts énoncés dans le présent article.
Source : Article 1er des Statuts du FMI.

Deux organisations internationales sont mises en place dans la foulée des accords de Bretton Woods : le Fonds Monétaire International (FMI) et la Banque mondiale.

2. Les institutions :

a) Le FMI

Les statuts du FMI entrent en vigueur en décembre 1945 après ratification par 29 Etats et le FMI commence ses activités en 1947.

Mission : rôle de surveillance du SMI et de gendarme des parités. Le FMI n'a jamais eu pour but de devenir la banque centrale des banques centrales. Son rôle est de faciliter la coopération monétaire et, le cas échéant, d'assister financièrement les pays en difficulté. Jean Denizet a comparé le rôle du FMI à celui d'une société de secours mutuel mise à la disposition des nations.

Ressources : chaque pays membre doit verser au FMI une certaine somme, sa souscription ou quote-part, constituée pour $\frac{1}{4}$ d'or et pour $\frac{3}{4}$ de sa propre monnaie. L'importance de sa quote-part dépend de la puissance économique du pays (PIB, valeur des importations, part des exportations dans le revenu national). La quote-part est révisable tous les 5 ans.

La quote-part de chaque pays, exprimée en DTS, détermine le nombre de droits de vote dont dispose ce pays et le montant maximum qu'il peut emprunter auprès du FMI. Les DTS sont l'actif de réserve international que le FMI a créé en 1969 pour compléter ses avoirs de réserve existants et qui lui servent d'unité de compte. Ils sont spéciaux puisqu'à la différence des droits de tirage ordinaires, ils ne résultent pas de la contribution des Etats au FMI. Les DTS sont exprimés en or (0.888g d'or fin), mais c'est de l'or-papier car ils ne sont gagés par rien d'autre que la volonté collective des membres du FMI et circulent entre eux par simple jeu d'écriture.

Quotes-parts et droits de vote au sein du FMI

	Quote-part	Droits de vote
Etats-Unis	17.70	16.75
Japon	6.57	6.23
Allemagne	6.12	5.81
France	4.51	4.29
Royaume-Uni	4.51	4.29
Chine	4.00	3.81
Italie	3.31	3.16
Arabie Saoudite	2.94	2.80
Canada	2.68	2.56
Russie	2.50	2.39

Les droits de vote diffèrent légèrement des quotes-parts car un minimum de droits de vote doit être attribué à tous les pays membres, même les plus petits.

Une majorité de 85% des votes est requise pour les décisions qui engagent l'avenir du FMI, telles que les changements des quotes-parts, les allocations de DTS, ou les ventes d'or. Cela confère de facto un droit de veto aux USA.

Modalité d'action : Il accorde des crédits à court terme aux pays subissant une crise de la balance des paiements. C'est avant tout un pool de devises. Les pays mettent à sa disposition des monnaies nationales, susceptibles d'être utilisées par des pays qui se trouveraient à cours de devises. La 1^{ère} tranche de crédit (25% de la quote-part) est accordée quasi automatiquement ; par contre le FMI soumet l'attribution des autres tranches à l'acceptation préalable d'un programme de rigueur économique. Il peut prêter jusqu'à 125% de la quote-part, voire 200% pour les PMA. Des crédits supplémentaires (stand-by arrangements) peuvent être également consentis.

Pour P. Lenain, vu ses moyens financiers réduits, notamment quand il commence ses opérations après 1945, la force principale du FMI est « *l'esprit de coopération internationale et la conviction que la stabilité financière est nécessaire*⁸ ».

⁸ Patrick Lenain, *Le FMI*, La découverte, p. 20.

Après l'abandon des parités fixes au début des années 1970, le FMI a vu son rôle modifié. Il accorde des prêts aux PED en cas de difficultés financières en contrepartie de réformes structurelles. Au cours de la décennie 2000, de moins en moins de pays ont eu recours à ses services, et le FMI n'avait que 6 accords de prêts en 2008 contre 21 en 1998. En 2012, 187 Etats sont membres du FMI et le total des quotes-parts atteint 383 milliards de \$.

b) La Banque mondiale

La BIRD, Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement, a mission de financer des projets d'investissement dans les régions les moins développées et celles en reconstruction. C'est une banque interétatique dont le capital, apporté par les souscriptions des Etats membres, sert de garantie aux emprunts émis. Elle prête lorsque l'emprunteur est incapable d'obtenir un prêt du secteur privé, à des conditions raisonnables au regard des conditions du marché financier. Dans les années 1960, son nom sera transformé en Banque mondiale.

Différences entre le FMI et la Banque mondiale :

	FMI	Banque mondiale
Fonction	Mise en commun de devises	Intermédiaire financier
Prêts	Court terme	Long terme
But	Redresser la balance des paiements	Projets de développement
Champ de compétences	Aspects macroéconomiques (budget, monnaie, change)	Aspects sectoriels (transport, énergie, commerce, agriculture)
Employés	2 500	2 500
Directeur	Un Européen Christine Lagarde depuis 2011	Un Américain Robert Zoellick depuis 2007

3. Les débuts de Bretton Woods de 1945 à 1959

a) La rareté du dollar

Après guerre, le dollar est très demandé. Il est nécessaire aux pays européens pour se procurer des produits américains indispensables à la reconstruction : matières premières, produits manufacturés, produits alimentaires. La seule monnaie internationale disponible était le \$ mais tous les pays en manquaient. De 1946 à 1947, les réserves officielles européennes en or et en \$ reculèrent d'un quart, contrepartie de l'excédent commercial américain. Monnaie très recherchée, le \$ devient rare.

Pour économiser le dollar, la plupart des pays d'Europe mirent en place un contrôle des changes et des restrictions aux échanges. En mars 1947, le FMI débuta ses activités en plein désordre monétaire international. Il jugea non conforme la pratique des taux de change multiples adoptée par plusieurs pays comme moyen de défense de leur balance des paiements et la France fut condamnée en 1948 pour cette pratique. Le RU essaya de restaurer la convertibilité de la livre en or en 1947 mais n'y parvint que pendant un mois devant l'importance des demandes de conversion des balances sterling. Pour favoriser les exportations européennes, le franc sera dévalué en 1948, la livre en 1949. Mais la principale solution à l'insuffisance de dollars viendra du plan Marshall.

Proposé en juin 1947, le plan Marshall accorde 15 milliards de \$ de dons (90%) et prêts (10%) distribués entre 1948 et 1952 à l'Europe et au Japon. Ce faisant, les USA fournissent au monde une partie des liquidités dont il a besoin et en contrepartie s'assurent des débouchés et, en pleine guerre froide, l'endiguement du communisme. De 1948 à 1951, les Etats-Unis accorderont avec le plan Marshall une aide de 12,5 milliards de dollars, soit une fois et demi le total de quotes-parts du FMI. Dans la première moitié des années 1950, les tirages sur le Fonds se limitent à une moyenne annuelle de 100 millions de dollars, un montant faible au regard du capital disponible et des besoins financiers des pays membres.

Malgré l'aide Marshall, les prêts du FMI et de la FED, les investissements US à l'étranger, le système est critiqué jusqu'à la fin des années 1950 pour son incapacité à créer assez de \$. Or le retour à la convertibilité des monnaies européennes exigeait que les banques centrales accroissent leurs réserves en \$ pour pouvoir défendre la parité.

Structure de la balance des paiements américaine de 1945 à 1950 (en milliards de dollars)

Sortie de dollars	Entrées de dollars
Dons et prêts à l'étranger 5.5	Excédent commercial 7.6
Dépenses militaires 0.6	Revenus des capitaux placés à l'étranger 0.9
Transferts divers 0.7	
Total 6.8	Total 8.5

Solde : 1.7 milliards de dollars.

b) Après 1950, la balance de base américaine devient déficitaire :

Ce déficit est dû à plusieurs facteurs:

- la réduction de l'excédent courant américain (l'Europe se reconstruit)
- la guerre de Corée qui provoque une hausse des dépenses militaires américaines.
- les transferts unilatéraux accordés par les USA (aide militaire)
- la croissance des IDE américains

Balance des paiements des Etats-Unis :

	Solde commercial	solde des capitaux	solde de la balance de base
1947-1949	+ 22.3	- 16.5	+ 5.8
1950-1957	+17.8	- 27.9	- 10.1

Par conséquent, à partir des années 1950, le dollar devient une monnaie de moins en moins rare. A l'époque, cette création de dollars ne remet pas en cause la convertibilité en or car elle est modérée et permet aux banques centrales européennes de reconstituer leurs réserves en \$. Seulement 10% des dollars sont convertis en or. En 1957, l'ensemble des dollars à l'étranger vaut 14,6 milliards de \$ contre un stock d'or de 23 milliards de \$, donc les demandes de conversion peuvent encore être satisfaites.

Cependant, en 1958-59, le système connaît sa première crise. Certains pays demandent la conversion massive de leurs avoirs en or. Le stock d'or de la FED baisse progressivement. Cette crise est plus liée à une prise de conscience de la fragilité du système qu'à une faiblesse de l'économie américaine.

En 1945, le \$ représentait 5,5% des liquidités internationales (officielles et privées), loin derrière l'or et le £. En 1960, il en représente 26%. La part de l'or passe elle de 64 à 53%.

Seul le \$ canadien reste flottant de 1950 à 1962. La guerre de Corée entraîne des entrées de capitaux et des pressions inflationnistes. Le Canada invoque la clause dérogatoire des statuts du FMI pour laisser flotter le dollar canadien. Critiques du FMI mais le Canada s'accommode de ce flottement. Il demeure assez stable, ne s'écartant pas de plus de 6% de sa parité. En 1962, retour aux changes fixes avec une nouvelle parité.

c) La situation en Europe :

• L'Union européenne des paiements :

Pour favoriser le commerce entre pays européens en économisant les \$, et contourner l'obstacle de la non-convertibilité des monnaies européennes, fut créée en 1950 l'Union Européenne des Paiements. Il s'agissait d'un organisme de compensation multilatérale des créances et des dettes de 17 Etats européens dont l'agent comptable est la BRI. Système imaginé par Triffin et s'inspirant du projet conçu par Keynes à Bretton Woods.

A la fin de chaque mois, les soldes bilatéraux évalués en \$ étaient présentés à l'UEP. Une grande partie de ces soldes donnaient lieu à une compensation immédiate : un excédent de la France sur l'Italie pouvait être transféré sur un autre pays et annuler un déficit avec la Belgique. Chaque pays disposait d'un crédit de +/- 20% par rapport à l'équilibre ; au-delà une partie du solde doit être payé en or ou en \$. Ce système équivalait, dans la pratique, à rendre convertible les monnaies nationales européennes entre elles, du moins pour les opérations commerciales.

- Le rétablissement de la convertibilité des monnaies européennes :

De 1952 à 1959, les réserves de change en devises et en or de l'Europe doublèrent. En 1958, 12 pays européens établirent la convertibilité externe de leur monnaie : elle est limitée aux non résidents et à la quantité de monnaie acquise lors d'échanges de biens et services. Seule l'Allemagne accepte la convertibilité pour les recettes relatives aux opérations en capital. En 1961, la convertibilité est étendue aux résidents.

La plupart des pays maintiennent un contrôle des changes. Si certains pays (Suisse, Allemagne) sont plus libéraux que d'autres (France, Italie), on devra attendre les années 1970 et 1980 pour que les pays acceptent une pleine convertibilité. Cette décision rend l'UEP sans objet. L'UEP est remplacée en 1958 par l'Accord Monétaire Européen qui limite à +/- 0,75% les fluctuations des monnaies européennes par rapport au \$.

« [A partir du début des années 1960] le système de Bretton Woods commence alors à fonctionner comme ses fondateurs l'avaient imaginé, c'est-à-dire en combinant libre convertibilité et stabilité des monnaies » écrit Patrick Lenain⁹. Signalons que Bretton Woods est un système adapté à un environnement de capitaux peu mobiles et à une inflation américaine modérée, ce qui était le cas à l'époque.

B) Le temps des inquiétudes : 1960 à 1970

1. La surabondance du dollar par rapport à l'or

L'ascension de nouvelles monnaies refuge et le déclin de monnaie jugées faibles impose des aménagements du SMI. Peu à peu, certaines monnaies seront réévaluées, comme le Deutsche Mark en 1961 et 1969. Symétriquement, d'autres monnaies commencent à constituer les maillons faibles du SMI, notamment la livre, le franc et le dollar.

Le Royaume-Uni devra faire appel aux crédits du FMI en 1961, en 1964 et en 1966 pour soutenir sa monnaie. De nouveau attaquée en 1967, la livre sera dévaluée en 1967. En 1969, c'est le franc qui sera dévalué. Ces dévaluations jettent le doute sur la stabilité de Bretton Woods. Seule monnaie contestée à ne pas avoir été dévaluée, le dollar se trouve soudain face à la spéculation. Les USA ne veulent pas dévaluer, ils préfèrent que les autres pays réévaluent leur monnaie, en vertu du théorème « n-1 ».

Dès la fin des années 1950, la pénurie de dollars se meut en surabondance et la quantité de \$ détenue par les banques centrales étrangères augmente. Pendant ce temps, les réserves d'or de la FED décroissent, passant de 16 milliards en 1962 à 12 milliards en 1967.

Dès 1960, le stock d'or officiel des EU devient inférieur au montant des avoirs (officiels et privés) étrangers en \$. Le prix de l'or sur le marché libre à Londres atteint 40\$ l'once. La Banque d'Angleterre va vendre, pour le compte du FED, de l'or pour ramener le prix du marché au niveau du prix officiel. En 1961 les achats d'or reprirent, preuve d'une défiance vis-à-vis du \$. Les EU s'engagent alors dans tout un train de mesures de défense en 1962 : la limitation des facultés d'achat à l'étranger des résidents, la stimulation du tourisme aux EU, une taxe sur les achats de valeurs étrangères par les résidents, des efforts pour limiter les dépenses militaires et l'aide aux pays tiers. Sans grand résultat par rapport à l'objectif affiché.

⁹ Patrick Lenain, *Le FMI*, La découverte, p. 22.

Dans un système de change flottant, cet excès de dollars aurait entraîné une dépréciation du \$. Dans le cadre de Bretton Woods, cela tend à faire monter le cours des grandes monnaies (DM, franc suisse, franc français) qui s'approche de la limite supérieure. Les banques centrales interviennent en achetant des dollars contre leur monnaie nationale et accumulent des dollars.

Après de longues hésitations, Kennedy s'engage à ne pas dévaluer le \$. La surévaluation du \$ rend l'économie européenne plus compétitive et accélère les sorties de dollars. Plutôt que dévaluer, le gouvernement américain préfère soutenir ses exportations et ouvrir des débouchés extérieurs avec le Dillon round (1960-61) puis du Kennedy round (1964-67).

La surabondance de dollar est à directement liée au déficit de la balance globale américaine.

2. Le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis :

Le déficit de la balance globale américaine passe de 13 milliards de \$ en 1962 à 18 milliards de \$ en 1967. Plusieurs causes expliquent ce phénomène :

- Une politique monétaire accommodante
- La réglementation Q de 1958 plafonnant les taux d'intérêt aux USA
- Le déficit de la balance des capitaux : IDE, crédits bancaires à l'étranger, guerre du Vietnam
- Le développement des eurodollars

L'effet amplificateur des euro-dollars :

Les eurodollars sont des \$ déposés dans une banque située hors des USA. Préfixe « euro » car apparu pour la première fois dans des banques européennes. Ce qui permet de différencier un \$ d'un eurodollar est la résidence de la banque et non sa nationalité. Les eurodollars ont connu un développement à la fin des années 1950 quand les banques soviétiques, craignant le gel de leurs avoirs déposés aux USA, demandèrent aux banques européennes l'ouverture de dépôts en \$. Leur croissance a été aussi encouragée par le retour à la convertibilité externe (pour les non résidents) et par le plafonnement des taux d'intérêt aux USA.

Croissance des euromarchés (milliards de \$) :

1963	7
1973	160
1976	320
1978	495
1981	940

Jusqu'à la fin des années 1960, les USA ont connu un excédent de la balance des transactions courantes et un déficit de la balance des capitaux (*balance des titres* serait plus juste). Ils assuraient ainsi leur rôle de prêteur à l'échelle mondiale soit par le biais des crédits publics ou privés, soit par les IDE des FMN.

Investissements américains à l'étranger, en milliards de \$:

1950 : 11.8

1960 : 31.9

1970 : 78.1

Christian Goux parle de « **balance de l'impérialisme** » pour montrer comment l'économie américaine profite des revenus du capital placé à l'étranger pour étendre son pouvoir. Les revenus nets des investissements américains à l'étranger sont passés d'1 milliard de \$ en 1947 à 30 milliards de \$ 30 ans après, soit un accroissement annuel de 12%. Le mécanisme est ainsi décrit par C. Goux : « *D'un côté par leurs investissements à l'étranger, les Etats-Unis dominent des branches industrielles tout entières, si ce n'est des pays, et réalisent de substantiels profits qu'ils rapatrient ; de l'autre, ils augmentent ces mêmes investissements grâce, à la fois au réinvestissement sur place d'une partie des profits réalisés dans le pays d'accueil, et à la souscription d'emprunts américains par les autres pays capitalistes¹⁰* ».

¹⁰ Christian Goux, *Sortir de la crise*, Flammarion, 1978, p. 35.

3. L'endiguement des perturbations :

Il s'agit de construire les digues qui doivent protéger les marchés des changes des vagues déstabilisatrices. Comme le marché des changes est rigoureusement administré, les tensions sont dérivées vers d'autres marchés, comme le marché de l'or. En octobre 1960, l'once d'or cote 40\$ soit 5\$ au-dessus de sa parité officielle. Les autorités vont s'employer à rechercher des solutions, qui vont se révéler illusoires.

a) Le pool de l'or (1961) :

En 1960, en raison des inquiétudes sur le sort du dollar, de nombreux particuliers achètent de l'or, celui-ci grimpe à 41 dollars l'once. A la suite de cet épisode, les USA, l'Allemagne, la Belgique, la France, les Pays-Bas, la Suisse, l'Italie et l'Angleterre forment le pool de l'or. Les banques centrales de ces huit pays décident de vendre des quantités d'or suffisantes pour stabiliser le cours de l'or sur le marché libre à 35 \$ l'once, grâce à un stock régulateur. Ce pool fonctionne correctement jusqu'en 1965, date où les autorités monétaires françaises décident de convertir en or tout accroissement de leurs avoirs en dollars. En 1967, la guerre des six jours¹¹ et la crise de la livre portent un coup fatal au pool dont les réserves s'épuisent. La France s'en retire en juillet 1967. A partir de mars 1968, le pool de l'or est supprimé avec la création du double marché de l'or.

b) La taxe d'égalisation des taux d'intérêt (1963) :

Elle vise à empêcher les capitaux de fuir les Etats-Unis, en réduisant le taux de rendement des actifs étrangers par rapport aux actifs américains, afin de rendre les actifs étrangers moins attractifs pour les investisseurs.

c) L'émission de bons Roosa (1963) :

Pour éviter que les banques centrales périphériques demandent la conversion de leurs \$ en or, R. Roosa, secrétaire adjoint au Trésor US, propose à ces banques centrales d'acquérir des bons du Trésor américains libellés en dollars ou en monnaie nationale¹². Les bons Roosa sont assortis d'un taux d'intérêt supérieur au taux du marché. Ce faisant, ces \$ ne sont pas convertis en or, mais en plus ils reviennent au Trésor US. Succès en RFA mais pas en France. Au total, en dix ans, près de 18 milliards de dollars furent ainsi neutralisés.

d) La lettre de Blessing (1967) :

En mars 1967, le président de la Bundesbank, K. Blessing, s'engage formellement à ne pas demander aux autorités monétaires américaines la conversion en or des dollars que détient la banque centrale allemande. Cela réduit fortement la portée des accords de Bretton Woods et de la lettre de Snyder. La RFA s'est toujours montrée plus ouverte aux propositions américaines que la France gaulliste.

e) Les droits de tirage spéciaux (1969) :

L'ambition du FMI était d'ériger une monnaie nouvelle en monnaie internationale et d'alléger la contrainte de convertibilité du \$ en or. La valeur des DTS est déterminée par référence à une quantité fixe d'or : 1 DTS = 1/35^{ème} once d'or. Ils permettent de créer ex nihilo, sur simple décision, adoptée à une majorité de 85%, des réserves d'une nature nouvelle. Le déficit de la balance globale américaine ne devait plus être le seul moyen d'alimenter le monde en liquidités.

¹¹ La guerre des six jours opposa Israël à l'Egypte, la Jordanie et la Syrie. A cette occasion, Israël conquiert la bande de Gaza, la Cisjordanie, le plateau du Golan et la péninsule du Sinaï.

¹² Cette dernière possibilité, la plus demandée, mettait les détenteurs à l'abri du risque de change du dollar.

L'objectif du système des DTS¹³ était de permettre à un Etat membre du FMI d'obtenir en cas de besoin des monnaies convertibles en échange de ses DTS. Avec en ligne de mire la volonté de confier au FMI une nouvelle mission : celle de réguler le volume des liquidités internationales.

Pourtant ils apparaissaient au pire moment : la balance des paiements US était déjà déficitaire et ils amplifiaient la surliquidité du SMI. On peut donc penser que cette injection de monnaie sans contrepartie ne comporte pas de correctif aux situations déséquilibrées auxquelles elle essaie de porter remède. C'est ce qu'a signalé dès l'origine Jacques Rueff dans un article de 1967 intitulé : « *Des plans d'irrigation pendant le déluge* ».

Dans les années 1970, certains ont pourtant vu dans les DTS l'embryon d'une monnaie internationale et le substitut idéal du dollar. Ainsi, Jacques et Colette Nême écrivaient en 1972 : « *Cette nouvelle forme de liquidités internationales ne peut à terme que réduire progressivement le rôle de l'or et du dollar*¹⁴ ». L'histoire infirmera cette prédiction puisqu'en 1989, les DTS ne représentaient que 2.3% des réserves globales (or inclus).

4. La démonétisation de l'or

La politique monétaire américaine s'est progressivement affranchie de la contrainte de la convertibilité en or. Le stock d'or de la FED passe de 23 milliards de \$ en 1958 à 11 milliards de \$ en 1970. Sur la même période, le montant des eurodollars est passé de 15 à 50 milliards de dollars. Le système d'*étalon de change or* s'est progressivement transformé en *étalon dollar*, ce qui a été officialisé en mars 1968 avec la démonétisation de l'or.

La logique du système eut été la déflation, c'est à dire une diminution du prix des biens. Le choix inverse a été fait, à savoir la réévaluation de l'or.

Un double marché de l'or fut instauré en mars **1968**, à savoir :

- 3) un marché libre, où le prix peut fluctuer en fonction de l'offre et de la demande
- 4) un marché officiel auquel seules les banques centrales ont accès et où le prix de l'or doit rester au niveau de 35 \$ l'once.

Cette décision revient à créer 2 biens différents et non échangeables entre eux, l'or officiel et l'or libre. L'or officiel n'était plus qu'une sorte d'unité de compte abstraite. Il restait la possibilité pour les banques centrales d'échanger des \$ contre de l'or mais hormis la Banque de France, les banques centrales des autres grands pays s'engagèrent par l'accord de Washington du **17 mars 1968**, à ne pas user de cette possibilité.

Accord du 17 mars 1968 :

- *les banques centrales s'engagent à ne pas intervenir sur le marché de l'or et à l'échanger entre elles au prix de 35 dollars l'once*
- *les banques centrales s'engagent à ne pas demander la conversion de leurs dollars en or*

De facto, le système de Bretton Woods aura donc été appliqué pendant 10 ans, de 1958 à 1968.

La masse d'euro dollars qui s'est répandue dans le monde n'a pas été également répartie. Deux pays en ont accumulé plus que d'autres : RFA et Japon. De 1966 à 1972, les réserves en devises (essentiellement en dollars) de la RFA et du Japon ont été multipliées par 10.

En RFA, la réévaluation de 1961 et la politique de relance menée en 1967 ne permettent pas de réduire l'excédent courant, source d'inflation. En septembre 1969, le gouvernement accepte de laisser flotter le DM avant de décider, en octobre, une nouvelle réévaluation de 9,3%.

¹³ Parmi les trois fonctions de la monnaie, numéraire, moyen d'échange et réserve de valeur, les DTS remplissent partiellement la première, qui est la moins importante. Le FMI s'en sert pour comptabiliser les réserves en devises de divers pays. On peut même dire que les DTS ne sont *pas* une monnaie ; les DTS sont un *droit* – réglementé et limité – d'obtenir des monnaies, par exemple des \$. Les DTS ne pouvant pas être détenus par le secteur privé, les banques centrales ne peuvent pas intervenir sur le marché des changes en DTS.

¹⁴ J. et C. Nême, *Organisations économiques internationales*, PUF, 1972, p. 160.

C) De 1971 à 1973 : l'effondrement de Bretton Woods

1. La suspension de la convertibilité en or le 15 août 1971 :

a) Les faits :

Les capitaux américains se déplacent vers l'étranger à cause des taux d'intérêt plus bas aux Etats-Unis. Cela pousse à la hausse les monnaies européennes et le dollar canadien. Le marché de l'euro dollar amplifie ces tensions monétaires. Le dollar canadien flotte à partir de juin 1970, le DM et le florin en mai 1971. Le franc suisse et le schilling autrichien sont réévalués.

Au milieu de l'année 1971, des statistiques annoncent un déficit commercial US et une accélération de l'inflation. D'où des rumeurs de dévaluation et une hausse de la spéculation. Pour maintenir la parité de leur monnaie avec le dollar, toutes les banques centrales périphériques doivent acheter des \$. Le fait qu'elles doivent toutes suivre la même politique, indépendamment de leur situation économique intérieure, conduit à considérer le \$ comme surévalué.

A la fin du mois de mai, le secrétaire US au Trésor John Connally déclare : « *Nous ne dévaluerons pas. Nous ne modifierons pas le poids de l'or* ». Pourtant au début août, l'or atteint sur le marché libre le niveau record de 44\$ l'once.

Nixon décide le 15 août 1971 la suppression temporaire de la convertibilité du \$ en or, ce qui brise un des 2 piliers de Bretton Woods. Le SMI devient officiellement un étalon de change dollar. Comme la plupart des gouvernements confrontés à une crise monétaire, Nixon accuse les spéculateurs : « *Au cours des dernières années, les spéculateurs ont déclaré la guerre ouverte au dollar. Il y a eu, au cours des sept dernières années, une moyenne d'une crise monétaire internationale tous les ans. Qui bénéficie de ces crises ? Ce n'est pas le travailleur, l'épargnant ou les véritables producteurs de richesse. Les bénéficiaires sont les spéculateurs internationaux. Du fait qu'ils profitent des crises, ils font tout pour les créer* ». En fait, cette décision est d'abord l'effet logique d'une trop forte création monétaire aux EU.

Cette décision est accompagnée de diverses mesures :

- une surtaxe temporaire de 10% sur les importations. Du point de vue US, elle vise à compenser le refus de certains pays de réévaluer leur monnaie
- le gel des salaires et des prix pour 90 jours pour casser les anticipations inflationnistes
- un crédit d'impôt pour stimuler l'investissement (les biens d'équipement importés étant exclus de cette nouvelle disposition)
- une baisse des dépenses publiques

Aucune de ces mesures ne concerne la politique *monétaire*. Pour lutter contre l'inflation, Nixon préfère recourir à la solution illusoire du gel des salaires et des prix. Si en 1972 l'inflation ne fut que de 3.2%, elle s'éleva à 8.8% en 1973 et 12.5% en 1974.

Nixon évoque la concurrence des autres économies occidentales et déclare : « *Il n'y a plus de raison que les Etats-Unis luttent avec une main attachée derrière le dos* ». Les partenaires économiques des Etats-Unis, sans être surpris par cet épilogue, jugent négativement l'absence de concertation. Un sentiment se répand : les Etats-Unis prennent des décisions monétaires à incidence internationale pour de simples raisons de politique économique interne. Ce qu'illustre une phrase restée célèbre de J. Connally : « *Le dollar, c'est notre monnaie et votre problème* ».

La France et la Belgique tentent de se protéger des capitaux spéculatifs (l'afflux de dollars pourrait faire augmenter le franc et baisser la compétitivité des produits domestiques) grâce au double marché des changes : les transactions commerciales se réalisent à taux fixe alors que les transactions financières obéissent à un taux flottant. Toutes les autres grands pays choisissent le flottement et donc, dans les faits, l'appréciation.

b) Les causes :

Les explications les plus diverses ont été données à la décision du président Nixon : les firmes multinationales, le déclin relatif des EU et l'apparition de nouvelles puissances, leur premier déficit commercial depuis 1893, leur « aide » financière à certains pays du Tiers Monde en vue de

les contrôler, les IDE, la détérioration de la balance des paiements US suite à la guerre du Vietnam. Ces explications peuvent avoir eu à un moment ou à un autre une certaine influence, mais leur rôle est souvent surestimé. Ainsi, par exemple, la fin de la guerre du Vietnam en 1975 n'a pas mis fin aux problèmes du dollar.

L'**inflation américaine** est la cause profonde de cette décision. Si elle était en moyenne de 1,4% sur la période 1960-1965, elle monta à 4% sur la période 1965-1970. En régime d'étalon dollar et de liberté des mouvements de capitaux, elle ne pouvait que se transmettre au reste du monde, en vertu du triangle de Mundell. Prenons le cas de la FRA illustré par le tableau suivant :

Variation annuelle des prix :

	1967	1968	1969	1970
Etats-Unis	3.2	4.0	4.8	5.5
RFA	1.1	1.6	3.5	7.4

L'inflation allemande, d'abord contenue, a ensuite débordé. Pour limiter l'extension de l'inflation transmise par les EU, les autorités allemandes ont essayé de pratiquer une politique monétaire stricte visant à neutraliser l'inflation importée. Elles sont arrivées au début à compenser 85% des variations des réserves officielles par des variations en sens inverse des autres composantes de la base monétaire, c'est à dire des créances nationales, sur l'Etat ou sur le secteur privé, détenues par la banque centrale.

Mais cette politique est incapable d'éviter la transmission des influences extérieures lorsque les divergences de taux d'inflation sont trop durables. En effet, la rigueur monétaire entraîne des taux d'intérêt plus élevés qui augmentent les entrées de dollars que la banque centrale doit acheter pour éviter que le DM ne dépasse la limite supérieure de la marge de flexibilité. La seule solution consiste en un changement de parité, soit au moyen de la réévaluation, soit par l'instauration des changes flottants. La RFA a laissé flotter sa monnaie à partir de mai 1971. Rappelons une fois de plus qu'il est incohérent de chercher à avoir moins d'inflation que les Etats-Unis tout en maintenant les changes fixes avec le dollar.

Il peut aussi y avoir eu une stratégie américaine de pression. Pour atteindre leur objectif de rétablissement de l'équilibre commercial, les pouvoirs publics US estimaient nécessaire une modification des taux de change ; mais n'ayant pas les moyens de leur politique, ils ont suspendu la convertibilité sans doute pour forcer les autres banques centrales à réévaluer.

Antal Fekete prétend que cette décision a été influencé par Friedman, conseiller spécial du président Nixon. Milton Friedman était membre du National Resources Committee créé par Franklin D Roosevelt le 15 juin 1935 et n'a jamais été un chaud partisan de l'étalon or.

c) L'interprétation

La fermeture du guichet de l'or par Nixon en 1971 a détruit le faux semblant d'un étalon or en vigueur aux USA. La décision de Nixon ne faisait qu'officialiser la fin de l'étalon de change or datant réellement de 1968 (création du double marché de l'or et le fait que les banques centrales étrangères s'abstenaient de demander au FED d'importantes conversions de \$ en or). Cette décision aurait pu être prise plus tôt ou plus tard, elle n'avait aucun lien logique avec la situation économique des EU. Selon Pascal Salin, *« la décision de Nixon était sans portée réelle et il aurait été plus logique que les autres pays disent : ' les Etats-Unis nous font remarquer que nous sommes en régime d'étalon dollar. Nous le savions déjà depuis longtemps ' »*.

Pascal Salin pense que les banques centrales ont progressivement détruit l'étalon or au 20^{ème} siècle, l'épilogue final étant la décision du 15 août 1971. En effet, compte tenu de l'expansion plus rapide de la production que du stock d'or, le respect des règles de l'étalon or aurait impliqué une baisse des prix. Certains prétendent qu'une telle situation eut été intolérable car elle aurait entraîné un fort chômage. Il n'en est rien car il n'existe à long terme aucune relation entre le taux d'inflation et le taux de chômage. Il existe seulement une relation de court terme entre le taux de chômage et le

taux d'inflation *non prévu*. « *L'histoire monétaire du 20^{ème} siècle n'est rien d'autre que l'histoire de la destruction d'un système institutionnel par l'arbitraire bureaucratique*¹⁵ ».

Certains ont cru que le dollar pouvait perdre sa place dans les relations monétaires internationales. Le déclin du \$ n'est pas amorcé, tout simplement car le \$ est désiré, tant qu'il rend des services sans concurrence. La suprématie du \$ est un fait qu'on peut regretter mais c'est une réalité incontournable. D'ailleurs les banques centrales européennes n'ont cessé d'accumuler des \$ de 1968 à 1979.

Concernant ses effets, Michel Aglietta observe que cela entraîne le monde dans l'inconnu. « *En coupant les dernières racines rattachant la monnaie à l'or, en extirpant le dernier rôle actif que l'or conservait entre les banques centrales, la décision américaine a engagé l'histoire monétaire sur des terres vierges.*¹⁶ »

2. L'accord de Washington (ou du Smithsonian Institute) de décembre 1971 :

Les pays développés veulent en finir avec l'intermède du flottement et abolir le contrôle des changes que de nombreux pays avaient rétabli. L'accord prévoit :

- la fin du flottement et le réalignement des parités : le dollar est dévalué pour la 1^{ère} fois depuis 1934 (dévaluation de 7,8 % du \$ qui passe à 38\$ l'once) ; le yen, le DM, le franc suisse et le florin sont réévalués ; le franc et la livre restent inchangés ; la lire dévaluée de 1% ; le dollar canadien est autorisé à maintenir provisoirement son flottement.
- La marge de fluctuation autour du \$ est augmentée à + ou - 2,25% ce qui montre l'incertitude sur la fixation des nouvelles parités.
- La suppression de la surtaxe de 10% sur les importations US, et en échange les Européens s'engagent à entamer des négociations pour réduire leur protectionnisme.

Nixon le qualifiera de « *plus grand accord monétaire de tous les temps* »... Il tiendra moins de quinze mois !

Un nouveau problème surgit : les USA peuvent continuer à s'abstenir de toute intervention sur le marché des changes, bien que ce privilège soit lié, dans les statuts du FMI, à l'obligation de convertibilité en or. La seule concession accordée aux banques étrangères réside dans une bande de fluctuation plus large. En 1972, les pays d'Europe décident de créer le serpent monétaire européen afin de limiter la fluctuation des taux de change entre les monnaies européennes.

Ces accords ne mettent pas fin aux déficits externes US ni aux crises de change (spéculation contre la £ en 1972). Le dollar s'approche souvent de la limite inférieure, obligeant les banques centrales périphériques à le soutenir en l'achetant ou en mettant en place un contrôle des flux de capitaux. Les tensions se déplacèrent sur la £, encouragées par de mauvaises performances économiques et des rumeurs de dévaluation. La £ quitta le serpent monétaire européen en juin 1972 et fut mise en flottement.

Dans ce contexte d'instabilité, Tobin proposa en 1972 sa taxe sur les opérations de change. La **taxe Tobin** vise à taxer à 0,1% ou 0,2% les transactions à court terme sur les devises pour mettre des « *grains de sable dans les rouages de la finance internationale* » et stabiliser les taux de change. Elle était sensé redonner une marge de manœuvre en matière de politique monétaire. En effet, sur les marchés des changes, beaucoup d'opérateurs placent leur argent à très court terme ; quand les capitaux se retirent, les pays doivent relever leur taux d'intérêt pour soutenir leur monnaie, ce qui peut être catastrophique pour l'économie.

La taxe Tobin était sensé redonner une marge de manœuvre aux banques centrales des petits pays en matière de taux d'intérêt. Les recettes seraient versées à la Banque mondiale pour accroître ses capacités de prêt. Tobin se veut un disciple de Keynes, qui dans le chapitre 12 de la *Théorie générale*, proposait de taxer les mouvements de capitaux afin de lier plus durablement les investisseurs à leurs actifs.

¹⁵ Pascal Salin, *L'ordre monétaire mondial*, PUF, 1982.

¹⁶ Michel Aglietta, *La fin des devise-clés*, La découverte, 1986.

3. Le flottement des monnaies en 1973

Début 1973, la spéculation contre le \$ reprend de plus belle. La Suisse, confrontée à une spéculation à la hausse, laisse flotter sa monnaie en janvier. La RFA, soumise aux mêmes pressions à la hausse sur sa monnaie, interdit la vente de titres aux étrangers.

En février 1973, le \$ est de nouveau dévalué de 10%, le prix de l'once d'or passant de 38 à 42,22 \$. Cette nouvelle dévaluation ne parut pas suffisante aux opérateurs et le \$ continua à s'affaiblir. La définition de nouvelles parités entre Américains et Européens parut œuvre irréalisable. Face à l'ampleur des mouvements de capitaux, le flottement s'imposa. Ce n'était pas un choix souhaité mais plutôt un aveu d'impuissance. Dès 1953, Milton Friedman avait annoncé que les changes fixes ne pourraient subsister avec la libre circulation des capitaux.

En février 1973, le yen, la livre, le franc suisse, la lire deviennent flottants. En mars, six autres monnaies flottent, dont le mark, le franc, le florin, la couronne danoise. Le 11 mars 1973, à la conférence monétaire de Paris, les 9 pays de la CEE décident de laisser flotter leur monnaie par rapport au \$, de réévaluer le DM par rapport à l'or et de continuer le serpent.

Le maintien des changes fixes aurait conduit à un freinage des échanges internationaux, du fait du contrôle des changes pour essayer d'empêcher des variations de taux de changes de toutes façons inéluctables. La mise en place des changes flottants est la conséquence et non la cause de l'instabilité économique.

Avec le flottement des monnaies, le second pilier de Bretton Woods s'effondre. Le FMI n'a pas pu empêcher l'effondrement de Bretton Woods dont il était le gardien.

L'interprétation du flottement et du réaligement des parités :

La décision de laisser le DM flotter à partir de mai 1971 a été critiquée. Côté français notamment, le reproche le plus courant était d'avoir opté pour le \$ et contre l'Europe. C'est un contre sens car on opte pour le \$ en *changes fixes*. L'hostilité à l'égard des taux de changes flottants était telle que l'on a considéré comme une victoire le fait de ne pas y avoir eu davantage recours avant 1971. V. Giscard d'Estaing déclarait en 1972 : « *L'ère du flottement est terminée* ».

Il est vrai que le flottement instrument de domination des EU est un thème fréquent, alors qu'il permet au contraire de se rendre indépendant des EU. Mais il ne faut pas trop s'en étonner car les clichés politico-économiques¹⁷ sont nombreux dans ce domaine : si le dollar baisse, on parle de manœuvres de l'impérialisme américaine pour s'emparer des marchés ; s'il monte on parle de domination américaine. De la même manière, on confond souvent fixité et stabilité. Il est difficile de vouloir, comme beaucoup d'observateurs français, la stabilité du franc (par rapport à quoi ?), la dévaluation du \$ et la réévaluation du DM.

Plutôt que d'une crise, il s'agit d'un processus de variation des taux de change, comme le marché sait en faire tous les jours. Il faut considérer les changements de parité non pas comme des problèmes de prestige politique, de victoire ou de défaite, mais d'un point de vue économique plus sobre.

Evolution des taux de change (moyenne annuelle) par rapport au dollar

	Etats-Unis	Japon	Allemagne	Royaume-Uni	France
1960	1	360	4,2	0,35	4,94
1973	1	212	2,6	0,48	4,45
1979	1	219	1,8	0,47	4,25
1985	1	238	2,9	0,77	8,98
1994	1	102	1,6	0,65	5,55
1997	1	129	1,7	0,60	5,95

Source : OCDE, *Historical Statistics* et Commission européenne.

¹⁷ Henry Kissinger, qui négociait pour les Etats-Unis, a reconnu qu'il était incompétent dans les questions monétaires !

Propos d'étape : les fragilités inhérentes de Bretton Woods

Le système de Bretton Woods a coexisté pendant une période de forte croissance économique appelée les Trente Glorieuses. Les partisans des changes fixes mettent en avant la relative stabilité des taux de change - du moins avant la fin des années 1960 – favorable à la croissance des échanges internationaux et la croissance économique. Cependant, le système de Bretton Woods souffrait de plusieurs péchés originaux.

1. La soumission à la politique monétaire américaine :

Dans ce système, la quantité d'or détenue dans les réserves officielles du pays émetteur de la monnaie clef sert *en principe* de base à l'émission de monnaie dans ce pays. A long terme, l'accumulation d'or impose un certain rythme d'inflation ou de déflation au pays émetteur de la monnaie clef. Quant aux autres pays, aussi longtemps que les parités sont fixes, ils doivent accepter d'aligner leur taux d'inflation sur celui du pays à monnaie clef. On retrouve là un trait fréquent aux changes fixes : les pays les plus « sages » sont pénalisés

Dans un régime de changes fixes symétrique, un pays importe la conjoncture des autres et exporte sa propre conjoncture. Cependant, dans un système de changes fixes asymétrique, comme celui de Bretton Woods, le pays à monnaie clé exporte sa conjoncture mais n'importe pas celle des autres. S'il n'est pas capable de faire une politique monétaire plus stabilisante que la moyenne des autres pays, il exporte son instabilité sans importer la stabilité des autres.

Si un pays accumule trop de \$, la banque centrale doit réévaluer ou faire une politique monétaire plus expansionniste. Ajoutons que les autres pays *pouvaient* se libérer de cette situation en réévaluant leur monnaie, ou en adoptant les changes flottants. Car il est contradictoire de vouloir en même temps la stabilité des taux de change et l'indépendance à l'égard du pays à monnaie clé.

Pour Rueff, le GES est foncièrement inflationniste. Les \$ diffusés dans le reste du monde s'accumulent à l'actif des banques centrales ou commerciales, ce qui entraîne de la création monétaire et une inflation mondiale.

2. La politique de douce négligence :

Dans un système de GES, chaque pays stabilise le prix de sa monnaie en monnaie clé tandis que le pays à monnaie clé stabilise le prix de sa monnaie en termes d'or. Dans un système d'étalon devise, chaque pays stabilise le prix de sa monnaie en termes de monnaie clé tandis que le pays à monnaie clé ne subit aucune contrainte extérieure et peut faire la politique monétaire qu'il désire. Or progressivement, Bretton Woods s'est transformé en système d'étalon dollar.

Dans Bretton Woods, l'état de la balance des paiements US détermine l'émission de monnaie internationale. Or aucune loi n'oblige les USA à adopter ses choix de politique monétaire intérieure aux contraintes de la gestion internationale des liquidités. Bretton Woods ne prévoit pas de règles contraignantes concernant la politique monétaire US, il y a donc gestion discrétionnaire des liquidités internationales, soumise aux aléas de la conjoncture US.

Le système est asymétrique car le pays à monnaie clé :

- est libre de pratiquer la politique monétaire qu'il veut, les autres pays doivent s'y adapter. C'est la politique de « douce négligence », expression attribuée à Kindelberger. Le \$ est la monnaie des USA et le problème des Européens.
- reçoit un seigneurage, c'est-à-dire des ressources en vendant la monnaie clé qu'il a le privilège de produire. Le « déficit » des paiements – c'est à dire ses ventes de monnaie - représente un gain pour lui car il reçoit plus de biens qu'il n'en cède.

Si le système de l'étalon dollar peut être critiqué fondamentalement, c'est surtout à cause de la manière dont il a effectivement fonctionné (il fut inflationniste) et non en raison de ses principes de fonctionnement car le seigneurage peut être redistribué et la politique de la banque centrale qui n'intervient pas sur le marché des changes peut être stabilisante.

3. Le « déficit sans pleurs » (Jacques Rueff) :

Lorsqu'un pays a une balance des paiements déficitaire (au sens de la balance globale), il est tenu de l'équilibrer soit en utilisant ses réserves de change (devises ou or), soit en dévaluant. Dans les deux cas, il consent des sacrifices puisque dans le premier cas il désépargne, c'est-à-dire qu'il met à la disposition de l'étranger un pouvoir d'achat qu'il a préalablement gagné ; dans le deuxième cas, il vend ses produits moins cher.

En ce qui concerne les USA, il en va différemment puisque le dollar étant une monnaie internationale, ceux qui la possèdent la conservent en tant que réserve de change et ne demandent pas le remboursement des créances qu'ils ont sur l'économie américaine. Les USA ne sont donc pas obligés d'équilibrer leur balance des paiements, par exemple par une politique d'austérité, comme doivent le faire les autres pays.

« *Le déficit sans pleurs permet d'acquérir sans payer et de prêter sans emprunter* » écrit Jacques Rueff en 1963. Position reprise par De Gaulle en 1965, pour qui « *le fait que de nombreux pays acceptent par principe des dollars au même titre que l'or (...) amène les USA à s'endetter gratuitement vis-à-vis de l'étranger* ». Le général stigmatisait « *l'étrange privilège qu'ont les Etats-Unis de payer avec des chèques que le créateur ne présenterait pas à l'encaissement* ». En pouvant jouir du privilège de régler un déficit externe dans leur propre monnaie, les Etats-Unis bénéficient d'un *privilège exorbitant*, selon l'expression du général De Gaulle.

Rueff et De Gaulle jugeaient que l'étalon-or était au contraire le meilleur et le seul moyen d'éviter les manipulations politiques de la monnaie et d'empêcher les Etats de céder "*aux délices trompeurs de la création monétaire*".

La fragilité de Bretton Woods est analysée différemment par Robert Triffin. La thèse principale est résumée dans son dilemme : soit les USA acceptent un déficit de leur balance extérieure pour alimenter le monde en \$, mais au détriment de l'obligation de convertibilité du dollar en or ; soit les USA réduisent leur déficit extérieur et renforcent la crédibilité du \$, mais ils entravent le développement de l'économie mondiale par manque de liquidités.

Autrement dit :

- si le dollar est abondant, menace pour le stock d'or américain
- si le dollar est rare, manque de liquidités pour financer le commerce international

Robert Triffin, économiste belge, souhaite éviter qu'une monnaie nationale ne devienne une monnaie internationale d'échange et de réserve. Pour cela, il propose de substituer une « monnaie de crédit » aux anciennes réserves métalliques, créer une banque centrale mondiale, comme Keynes. Les règlements internationaux s'effectueraient par l'intermédiaire de comptes gérés par le FMI.

Après la chute de Bretton Woods, le dollar est resté la monnaie internationale. Comme se fait-ce ? Le dollar étant la monnaie la plus liquide internationalement, largement diffusée et rendant de nombreux services, il est normal qu'il soit accumulé dans le monde entier, donc que les USA, spécialisés dans la production de dollars, en soient vendeurs. Cet attribut ne vient pas seulement d'une décision des autorités monétaires mais du choix de l'ensemble des échangistes. Le déficit de la balance globale américaine correspond à des mouvements parfaitement désirés : les USA exportent des dollars et importent des titres à long terme.

Aussi longtemps que le dollar bénéficie de la confiance internationale, les USA jouissent d'un privilège énorme puisqu'ils peuvent se procurer un moyen de paiement international sans autre effort que celui qui consiste à fabriquer des dollars. En faisant tourner leur planche à billet, les Américains financent ainsi leurs achats à l'étranger de biens et de titres. Les USA peuvent ainsi négliger la dégradation de leur compte extérieur.

IV) LE DIFFICILE CHOIX ENTRE CHANGES FIXES ET CHANGES FLOTTANTS DEPUIS 1973 :

A) L'entrée dans l'ère du flottement

1. L'évolution institutionnelle du SMI :

Alors qu'au départ seule la RFA était favorable au flottement, *nolens volens* tous les pays de la CEE vont laisser flotter leurs monnaies avec le \$. Ceci au mépris des statuts du FMI, théoriquement toujours en vigueur. Les nouveaux statuts du FMI seront adoptés en janvier 1976 à Kingston en Jamaïque et prévoient :

- La liberté des régimes de change : les pays ont le choix entre le flottement ou le rattachement à une ou à un panier de monnaies.
- Une nouvelle fonction pour le FMI : surveiller les politiques de change des Etats membres afin d'éviter les manipulations sur les marchés des changes
- La démonétisation de l'or : les parités sont exprimées en DTS en non plus en or ; les paiements en or vis-à-vis du FMI sont supprimés et le FMI vend un 1/3 de son stock d'or
- Le DTS devient le pivot du système à la place de l'or : il devient unité de compte, moyen de paiement entre le FMI et les pays membres, et l'objectif est d'en faire un instrument de réserve. Sa valeur n'est plus établie par rapport à l'or mais par rapport à un panier de monnaies. Les DTS permettent aux pays qui en possèdent d'obtenir des devises.
- Une augmentation des quotes-parts de 39 à 45 milliards de \$

Dans les faits, les DTS ne se substitueront jamais à l'or : en 1989, les DTS détenus en réserves représentaient 26.8 milliards de \$ contre 374.8 milliards pour l'or. De plus, l'or n'est pas totalement démonétisé : en 1989, il représente en valeur, 32,8% des réserves globales des banques centrales (les devises 56,5%).

Le FMI n'a plus de justification depuis 1973 et logiquement aurait du disparaître puisque sa fonction principale – le maintien des changes fixes – avait disparu. Pourtant il est demeuré, ce qui a inspiré ce commentaire caustique de Robert Aliber, professeur d'économie à l'Université de Chicago : « *Après quelques années, le seul vestige du système géré par le FMI est le FMI lui-même, c'est-à-dire un fonds commun de réserves de change de taille modeste et d'une utilité douteuse étant donné l'accroissement rapide des réserves internationales, et 1 800 fonctionnaires internationaux généreusement rémunérés qui sont chargés de surveiller des règles de jeu qui n'existent plus* ».

Si on effectue un recensement par pays, flottement et rattachement sont dans un rapport 1/4 - 3/4. Toutefois, si on opte pour le critère du volume des échanges internationaux, on s'aperçoit que les 4/5^{ème} du commerce international se font entre pays ayant un régime de change flottant.

2. Les effets du flottement des monnaies :

Le flottement a été très critiqué, par exemple par Maurice Allais, car il est responsable selon lui de la sous évaluation de certaines monnaies, du dumping monétaire, de l'accroissement des déséquilibres extérieurs, et une des causes de chômage en Europe.

Le flottement était pourtant devenu inévitable étant donné les différences d'inflation entre les pays et il s'est généralisé au printemps 1973. Il permet aux taux de change de mieux s'adapter aux conditions mouvantes de la production et des échanges internationaux. Le taux de change devient la variable de bouclage de la politique économique, ce n'est plus un point fixe. Cela bouleverse les comportements des acteurs : les opérations de couverture se multiplient grâce aux marchés à terme, aux futures, aux options.

Pour juger de l'efficacité des changes flottants il convient de préciser les critères de l'efficacité car on ne peut les apprécier en fonction d'objectifs qu'ils ne peuvent pas atteindre. Ainsi, le flottement ne permet pas de modifier durablement le solde de la balance commerciale. De même, il ne suffit pas pour diminuer l'inflation et il n'est pas non plus un facteur d'inflation.

L'intérêt du flottement est d'avoir les moyens de combattre l'inflation. On ne peut faire une politique anti-inflationniste dans un monde inflationniste qu'à la condition d'être en régime de changes flexibles. Les changes flexibles ne constituent pas par eux-mêmes une politique anti-inflationniste, ils sont un support à la politique anti-inflationniste pour les banques centrales capables de la pratiquer. Cette indépendance monétaire s'est traduite par une dispersion des taux d'inflation plus grande. Certains pays en ont profité pour freiner l'inflation (Allemagne), d'autres pour la favoriser ou la laisser se développer (RU, Italie).

L'inflation dans les années 1970 a été importante mais il faut rajouter que les années 1970 ont connu deux chocs pétroliers. De plus, l'inflation avait commencé dès la fin des années 1960 et, une fois commencée, on sait qu'elle s'amplifie généralement si des mesures monétaires énergiques ne sont pas décidées. Cette période difficile a été finalement franchie mieux qu'on aurait pu s'y attendre, grâce aux changes flottants, car la liberté des changes a été maintenue et on n'a pas vu des crises de monétaires.

Cependant il a moins bien fonctionné que ses partisans ne l'avaient imaginé et on a vu de fortes fluctuations des taux de change, jusqu'à 20% par trimestre pour certaines monnaies. Pour les adversaires des changes flottants, c'est un signe de leur échec. Pour les partisans des changes flottants, les banques centrales en sont responsables, par la variabilité de la politique monétaire et par leurs restrictions concernant l'accès au marché à terme (limité à ceux qui effectuaient des échanges commerciaux). La spéculation n'a pas joué parfaitement son rôle car on ne lui a pas permis de le faire.

Résumé : le bilan en demi-teinte du flottement

Aspects positifs :

- Désinflation
- Maintien du commerce international, pas de forte poussée protectionnisme
- Pas de contrôle des changes
- Pas de crise monétaire

Aspects négatifs :

- Volatilité des taux de change (sur réaction)
- Autonomie des politiques monétaires limitée : la hausse des taux d'intérêt frappe tous les pays au début des années 1980
- Déséquilibres des balances courantes : déficit aux Etats-Unis, excédent au Japon et en RFA. Les flexibilistes font trop confiance aux effets-prix et négligent la compétitivité structurelle et les effets-revenus (influence du taux de croissance sur le solde extérieur)
- Désalignement à moyen et long terme : bulle spéculative sur le dollar

3. Les fluctuations du dollar de 1973 à 1985 :

a) De 1973 à 1979, le dollar baisse :

L'inflation, les taux d'intérêt négatifs et le déficit public américain découragent les placements en \$. Le \$ commence à être menacé dans sa fonction de monnaie internationale. Entre l'année 1976 et l'année 1980, le rythme d'inflation est passé de 5% à 15%. Le président du FED, W. Miller, ancien patron de la multinationale Textron, préside en 1978 à une gigantesque création de monnaie pour encourager l'activité économique. Relance qui vint buter sur l'inflation et la baisse du dollar. De mars 1973 à décembre 1978 le dollar perd 36% de sa valeur par rapport au DM et 27% par rapport au yen.

En octobre 1978, le \$ est au plus bas, les banques centrales décident d'intervenir massivement pour soutenir le dollar en émettant de la monnaie nationale ce qui aggrave la sur liquidité et

l'inflation. Par ailleurs, le second choc pétrolier de 1979 accroît l'inflation aux Etats-Unis qui franchit la barre des 10% et s'oriente sur une trajectoire de 15%.

Dans la décennie 1970, le \$ a perdu la moitié de sa valeur par rapport au DM. La part du DM s'accroît dans les réserves des banques centrales : 6.3% en 1975, 15% en 1980. Montée similaire au niveau privé (18% des prêts bancaires internationaux en 1980 contre 15.5% en 1975). Début d'un système multi devises (\$, DM, yen). Pourquoi cet attrait pour le DM ? Le DM s'apprécie à l'extérieur, a une grande stabilité interne, sert de monnaie d'intervention au niveau européen et la RFA est une grande puissance exportatrice.

b) De 1980 à 1985, le dollar monte :

Plusieurs causes sont à l'origine de la remontée du dollar :

- Le choc monétariste de 1979 : Paul Volcker abandonne le contrôle par les taux d'intérêt pour se fixer des objectifs en termes de croissance de la masse monétaire. La FED ralentit la création de monnaie centrale. Les taux des bons fédéraux montent à 20% en avril 1980. L'inflation recule et le \$ se redresse au cours de l'année 1980.
- La baisse des impôts à partir de 1981 ainsi que le relèvement des dépenses des militaires produit un creusement rapide du déficit budgétaire US. Celui-ci nécessite un drainage de l'épargne mondiale à destination des EU, or l'entrée de capitaux dope le \$. Ce drainage est facilité par la levée de mesures réglementaires qui entravaient la mobilité des capitaux.
- Les investisseurs ont confiance dans l'économie US qui reprend de la vigueur avec la politique économique impulsée par Reagan, et recherchent des placements en dollars aux USA. Le slogan de l'époque était : « *un dollar fort pour une Amérique forte* ».
- Après 1982, la crise financière qui paralyse les PVD incite les investisseurs à privilégier ce débiteur relativement sûr dans un environnement de tensions aiguës.

Jusqu'en 1985, le gouvernement US est opposé aux interventions sur le marché de changes, par conviction monétariste. Comme le \$ s'est apprécié au-delà de ce que réclamait la PPA, certains ont parlé de bulle spéculative irrationnelle et ont évoqué des facteurs psychologiques, comme la révolution conservatrice américaine.

Le dollar va passer de 5 à 10 Francs en 5 ans. Cette hausse du \$ s'accompagne d'un accroissement du déficit courant américain (9 milliards de \$ en 1982 ; 120 milliards de \$ en 1985). Aux EU, les secteurs exposés à la concurrence sont durement touchés par la surévaluation du \$: les métaux de base, la chimie, les biens de consommation, l'agriculture. Cela contribue à détruire des emplois dans l'industrie et à dégrader les comptes extérieurs. Face à cela, des tentations protectionnistes émergent. De plus, les EU, créanciers nets vis-à-vis du reste du monde depuis 1918, deviennent débiteurs en 1985 d'où un risque de tutelle financière étrangère.

Dans les autres pays développés, le \$ a aussi des effets visibles. La hausse des taux américains s'est propagée aux autres pays pour éviter une hémorragie de capitaux. Le dollar fort entraîne une hausse du coût des importations, ce dont se désole à l'époque Roger Priouret : « *Chaque fois que le dollar monte de dix centimes sur le marché des changes, cela nous coûte deux milliards de plus pour nos importations. (...). Non seulement cela nous coûtera cher mais cela nuira à la reprise économique*¹⁸ »

Comme le montre la théorie de la substitution entre monnaies, le flottement augmente les opportunités d'arbitrage et de spéculation entre monnaies, les mouvements de capitaux courts et les fluctuations des taux de change. Les taux de change deviennent dépendants de la masse monétaire mondiale, d'où pour certains économistes la nécessité de coopération.

¹⁸ *Le dollar au ciel*, Le Nouvel Observateur, 10 juin 1983, p. 45.

B) La concertation monétaire internationale à partir de 1985 :

1. Les accords du Plaza et du Louvre :

L'année 1985 marque un renversement : les EU vont rompre avec leur attitude de douce négligence pour entrer dans la voie de la coopération internationale. La coopération a pour but de limiter les externalités négatives d'un dollar surévalué. En avril 1985, James Baker, le secrétaire US au Trésor, propose une initiative en matière de taux de change qui se concrétisera par les accords du Plaza du 22 septembre 1985 où est décidée l'intervention concertée des banques centrales du G5 (USA, France, Japon, FRA, RU) sur le marché des changes pour organiser un repli ordonné du \$ ($1\$ = 8f80$ au moment des accords).

Le flottement pur est abandonné. Le dollar perd 40% en 15 mois. Signalons deux faits importants : d'une part, c'est le G5 qui est intervenu et non le FMI ; d'autre part, le dollar avait commencé à baisser dès le mois de février ce qui permet d'affirmer que les interventions réussies sont celles qui ne vont pas à l'encontre de l'orientation des marchés. Ensuite, Les accords du Plaza ont accompagné et non provoqué l'atterrissage du \$.

En février 1987, les ministres des Finances des pays du G5 plus le Canada estiment que *« le \$ se situe maintenant à l'intérieur d'une bande de fluctuation globalement compatible avec les données économiques fondamentales »*. Les accords du Louvre prévoient une coopération pour promouvoir la stabilité des taux de change autour des niveaux actuels. Les bandes de fluctuations ne sont volontairement pas précisées pour éviter des attaques spéculatives. La gestion de ces zones cibles est prévue par des actions conjointes au niveau des taux d'intérêt. Il est aussi demandé aux USA de réduire leur déficit budgétaire et à la RFA et au Japon de relancer leur économie

Entre 1987 et 1992, le marché des changes a retrouvé une certaine stabilité qui s'est traduite par un affaiblissement de la coordination. Par la suite, les autorités US et japonaises se sont affrontées sur le niveau souhaitable de la parité \$/yen, les autorités US liant l'excédent commercial japonais à la sous-évaluation du yen. Cependant, des interventions concertées ont eu lieu en 1993 et 1994 pour éviter que la parité \$/yen ne passe sous la barre des 100 et n'asphyxie l'économie japonaise déjà fragile. Ces interventions n'ont pas connu un grand succès car le yen a continué de monter jusqu'en 1995 jusqu'à atteindre la parité $1\$ = 80\text{yens}$. Ensuite des interventions massives ont eu lieu en 1995 pour faire remonter le \$ et en 1997 les déséquilibres sur le marché des changes ont été jugés « corrigés ». D'août 1995 au 1^{er} trimestre 1997 les autorités US ne sont pas intervenues sur le marché des changes. Signalons que la baisse du \$ n'a pas éliminé le déficit commercial US.

De 1998 à 2004, la Banque du Japon est intervenue pour vendre des yens et acheter des dollars, afin de freiner l'ascension du yen qui aurait pu aggraver les tendances déflationnistes. De janvier 2003 à mars 2004, la banque du Japon a engrangé un montant de 300 milliards de dollars pour prévenir une *endaka*, c'est-à-dire une hausse du yen, comme en 1994-1995. De 2004 à 2009, la Banque du Japon n'est plus intervenue sur le marché des changes, alors qu'avant elle était coutumière du fait quand le marché était trop volatil.

La BCE, aidée par la FED, est intervenue pour soutenir l'euro en septembre 2000 après que la monnaie européenne se fut dépréciée d'environ 30% vis-à-vis du dollar durant les vingt et un premiers mois de son existence. Trois autres interventions ont suivi en septembre et novembre 2000. L'euro s'est ensuite apprécié. Il n'y a eu aucune intervention jusqu'en 2007.

En septembre 2003, le G7 de Dubaï et le FMI avaient recommandé une plus grande flexibilité dans les taux de change (niveau jugé trop faible du yuan chinois).

Les interventions des banques centrales sur le marché des changes sont d'autant plus efficaces qu'elles s'appuient sur une concertation entre pays et qu'elles prennent place dans un contexte de retournement des anticipations. A l'inverse, chercher à lutter contre une tendance lourde sans changer de politique économique est inefficace.

2. Intérêts et limites de la concertation monétaire internationale :

Les accords de Plaza et du Louvre s'inscrivent dans les développements théoriques des années 1980 liés aux moyens de gérer l'instabilité des taux de change. Deux principales directions ont été explorées : les zones cibles et la coordination des politiques monétaires.

Les zones cibles consistent à délimiter des bandes de fluctuation de part et d'autre d'un taux de change d'équilibre. Les banques centrales s'engagent à maintenir le cours des monnaies à l'intérieur de ces marges de fluctuation, qui sont gardées secrètes pour décourager la spéculation. J. Williamson (1983) a mis l'accent sur les désalignements à long terme des taux de change par rapport à leur norme d'équilibre ; les couts de ces désalignements sont élevés : mauvaise allocation des ressources, déséquilibres extérieurs, faux signaux aux marchés, tensions protectionnistes, etc. Ainsi en 1985, d'après les calculs de Williamson, le dollar enregistre une surévaluation de 39% tandis que le yen connaît une sous-évaluation de 19%.

Le *taux de change d'équilibre fondamental* (TCEF) est le taux de change réel susceptible de maintenir à moyen terme l'activité économique au plus haut niveau possible, compte tenu des contraintes interne (pas d'inflation) et externe (équilibre de la balance de base). Puis est déterminées une marge de fluctuation ou *zone-cible* autour du TCEF, correspondant à la marge d'erreur d'évaluation de celui-ci. Les autorités monétaires ont alors la charge d'amener et de maintenir le taux de change effectif à l'intérieur de cette zone. Les taux d'intérêt à court terme sont fixés de manière concertée. Le pays dont la monnaie s'échapperait de cette zone cible devrait prendre des mesures correctrices en révisant sa politique monétaire.

Il s'agit finalement d'avoir les *avantages* des changes fixes et des changes flottants, mais Jacob Frenkel (1987) a considéré ironiquement que les zones cibles pouvaient cumuler les *inconvénients* des deux systèmes.

En effet, les zones cibles posent aussi plusieurs problèmes :

- Le piège de la spéculation car les marchés s'empressent de tester les limites de la zone cible
- Le problème de la largeur optimale de la bande :
 - . Marges larges => politique monétaire autonome mais pas de caractère stabilisant
 - . Marges étroites => nombreuses interventions des banques centrales.
- La difficulté de fixer les TCEF et de respecter les desiderata de chaque pays. Sa complexité en fait un instrument difficile à mettre en œuvre.

La coordination des politiques monétaires : le réglage concerté des politiques monétaires a été proposé par McKinnon. Il souhaite réguler la masse monétaire mondiale en définissant des normes stables pour la progression de la masse monétaire des USA, de la RFA et du Japon. L'objectif est de maintenir la stabilité de l'indice des prix et des taux de change. Dans le cadre des modèles de substitution entre devises, il s'agit de stabiliser la masse monétaire mondiale, en incitant notamment les USA à élaborer leur politique monétaire en tenant compte de leurs partenaires.

La coordination semble avoir été efficace pour faire baisser le \$ puis le stabiliser, pour lutter de manière concertée contre l'inflation et pour canaliser les résurgences du protectionnisme. Cependant, elle n'a pas réussi à limiter la volatilité à court terme des taux de change. Elle est difficile à mettre en œuvre en raison des objectifs différents de politique économique.

K. Rogoff entend montrer (1985) que la coordination est improductive en l'absence de crédibilité du gouvernement. Son modèle, prenant en compte l'incohérence temporelle de la politique économique de la NEC, se base sur les anticipations des acteurs, les phénomènes de réputation et de soutenabilité de l'accord. Avec la coopération, l'arbitrage inflation/production est accru, car l'expansion monétaire simultanée dans deux pays n'affecte par le taux de change contrairement à une expansion monétaire unilatérale qui entraîne une dépréciation de la monnaie du pays. L'inflation a un trend haussier plus fort dans la solution coopérative. Les gouvernements ne sont pas crédibles dans leurs engagements tant la tricherie est facilitée.

En outre, M. Feldstein considère que la coordination n'est pas optimale pour quatre raisons :

- ✓ c'est un alibi pour ne pas engager des réformes profondes,
- ✓ elle se polarise sur les taux de change nominaux
- ✓ les résultats ont été décevants par le passé

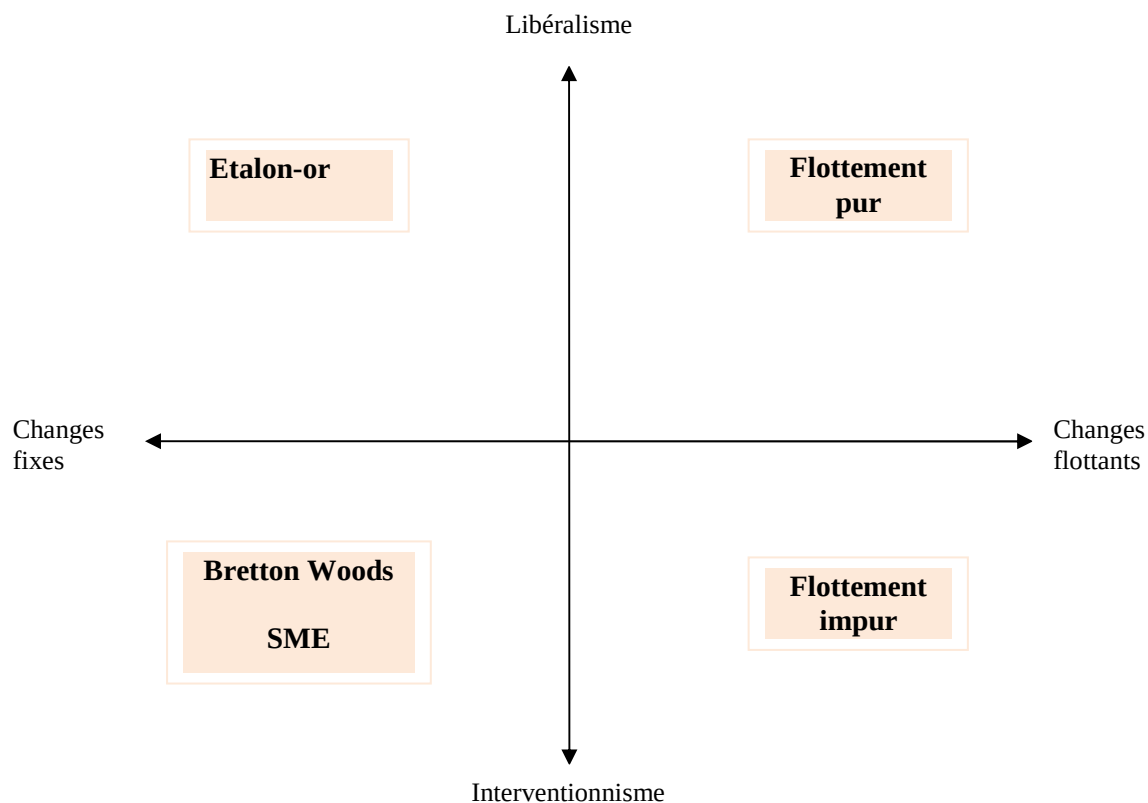
- ✓ il existe un problème de gouvernance : le Président signe les accords internationaux, la banque centrale décide la politique monétaire, le Parlement la politique budgétaire.

Cet auteur considère que la coordination des politiques économiques ne limite pas l'instabilité des marchés mais au contraire la favorise.

Les accords du Louvre ont eu des difficultés à contenir le \$ dans des limites étroites. Et surtout, ils ont eu des effets pervers. Pour soutenir le cours du \$, les banques centrales achètent des \$ et émettent leur monnaie nationale, ce qui va attiser les anticipations inflationnistes et provoquer des hausses de taux d'intérêt, d'où l'arrivée de trois conséquences fâcheuses :

- Le krach boursier d'octobre 1987. Pour Paul Fabra, le krach d'octobre 1987 serait « *l'enfant naturel des accords du Louvre* ¹⁹ ».
- Une remontée des taux en RFA. qui n'était pas justifiée par sa conjoncture interne, et qui va se diffuser – ancrage sur le DM oblige – aux autres pays européens. La RFA s'est d'ailleurs toujours montrée hostile à la définition de zones cibles.
- Le gonflement de la bulle spéculative au Japon dont l'éclatement en 1990 va provoquer près de deux décennies de marasme économique.

Propos d'étape sur les régimes de change :



Michel Aglietta et Pierre Deusy-Fournier²⁰, en tirant un bilan des divers systèmes monétaires internationaux depuis deux siècles, concluaient que l'histoire donne plutôt à observer des systèmes hiérarchiques comme l'étalon-sterling au 19^{ème} siècle, le SME avec la domination du mark, Bretton Woods et les changes flottants avec la prépondérance du dollar. Pourtant, ces systèmes asymétriques sont menacés par l'abus par le pays émetteur de la devise clef de sa position dominante.

¹⁹ Le Monde, 10 avril 1990

²⁰ *Economie internationale*, n°59, 3^{ème} trimestre 1994, cité in *Problèmes économiques*, n° 2415-2416, 15-22 mars 1995.

C) La question des régimes de change dans les PED :

Le peso mexicain en 1994, les monnaies asiatiques en 1997, le rouble en 1998, le real en 1999 furent mis en flottement, après avoir été arrimés plusieurs années sur le dollar. Toutes ces expériences de changes fixes se sont terminées par une crise de change accompagné d'une crise financière et économique²¹.

Les gouvernements de ces pays avaient promis de maintenir des parités fixes par rapport au \$, à la fois pour lutter contre l'inflation et pour attirer ces capitaux. Mais ils n'avaient pas mis en place des institutions susceptibles de garantir cette stabilité. La crise de change s'est transformée en crise boursière, pour finir par plonger le pays dans la récession.

Enchaînement négatif des changes fixes : la croyance dans la pérennité des changes fixes attire les capitaux, stimule l'endettement en devises, nourrit l'inflation des actifs, érode la compétitivité, le compte extérieur se dégrade et les réserves officielles s'assèchent. In fine, le système doit être abandonné en raison de la fuite des capitaux.

« *Le FMI n'a fait qu'aggraver les difficultés en obligeant les pays concernés [pays d'Asie du Sud-est, Russie] à défendre des parités de change indéfendables, provoquant ainsi une atmosphère de crise lorsque ces parités fixes indéfendables finissaient par s'effondrer* »²² écrit John Makin, économiste à l'American Institute Enterprise.

Le choix du régime de change est donc essentiel dans les pays émergents. Nous allons étudier les avantages et inconvénients des changes fixes, flottants, du currency board et de la dollarisation.

1. Les changes fixes dans les PED :

Les avantages :

- ✓ Crédibilité de la lutte contre l'inflation
- ✓ Endettement externe pas soumis aux fluctuations de change
- ✓ Attrait des capitaux étrangers

Les effets pervers :

- ✓ L'inflation inertielle entraîne un retard d'ajustement des prix sur les évolutions de change => appréciation du taux de change réel => baisse de la compétitivité => dégradation des comptes extérieurs => endettement extérieur
- ✓ Incitation à s'endetter en devises => entrée de capitaux => surévaluation du change et accumulation excessive de capitaux
- ✓ Politique monétaire restrictive => hausse des taux d'intérêt réels => hausse de la charge de la dette domestique

On peut penser que « *pendant les premières années de l'ancrage nominal au dollar (...), l'avantage en termes de désinflation l'a emporté sur les effets pervers.(...) Une fois la désinflation acquise, le bénéfice marginal des politiques de change fort semble beaucoup plus réduit comparé aux risques associés à la détérioration de leurs comptes extérieurs* »²³.

Les changes fixes ne sont viables à long terme qu'avec des caractéristiques structurelles appropriées, notamment un marché du travail flexible permettant d'absorber les chocs.

Le keynésien James Tobin, inventeur de la taxe éponyme, se déclare hostile aux changes fixes. A la question « Pourquoi ne pas protéger notre marché des devises en revenant simplement au vieux système des taux de changes fixes ? » Tobin a répondu : « *Le système a été testé et il a échoué (...). Les opérateurs parient sur la volonté et sur la capacité des banques centrales à défendre les taux établis. Le système des taux de changes fixes est passé de mode, et c'est tant mieux.* »²⁴.

²¹ Ces diverses crises sont expliquées en détail dans la partie V de ce chapitre.

²² *Excès de capacité, bulle boursière et perspectives économiques*, Le Figaro, 12 février 1999, p. 40.

²³ Martin Launay, La stabilisation monétaire en Amérique latine : des bénéfices aux risques, *Lettre de conjoncture BNP*, juin 1997, p. 8.

²⁴ Entretien donné au Spiegel, *Le Monde*, 11 septembre 2001, p. 17.

Un exemple de changes fixes : le Franc CFA²⁵ :

Héritée de la période coloniale et officiellement créée en 1948, la zone franc a été maintenue par une décision contractuelle après l'indépendance par la plupart des pays africains et la France. Elle réunit quatorze pays d'Afrique (huit pays de l'Union économique et monétaire de l'Afrique de l'Ouest (Uemoa) et six pays de la Communauté économique et monétaire des Etats d'Afrique centrale (Cemac))

Avantage des changes fixes avec le franc, l'euro aujourd'hui :

- ✓ A évité les périodes d'hyper inflation
- ✓ Oblige au respect d'une discipline budgétaire
- ✓ Des indépendances au milieu des années 1980, la zone franc a affiché de meilleures performances satisfaisantes que les autres pays d'Afrique subsaharienne. Croissance de 4.6% par an de 1975 à 1985 contre 1.4%.

Inconvénients :

- ✓ Prive les pays de l'arme monétaire
- ✓ L'intégration régionale qu'elle a favorisée n'a mis fin ni aux gaspillages, ni aux détournements, ni aux conflits armés, pauvreté (45% des habitants de la zone franc vivaient avec moins de un dollar par jour en 2004)
- ✓ De 1985 à 1993, la dégradation des comptes budgétaires et courants conduit à la crise et à la cessation de paiement (déclin du prix des matières premières, politique du franc fort). La surévaluation du franc CFA a découragé les exportations et encouragé l'importation de produits alimentaires et manufacturés.

Le FMI exigea une dévaluation du franc CFA en préalable à toute aide financière. Le 12 janvier 1994, le franc CFA fut dévalué de 50%. Bilan positif en termes de croissance et d'inflation.

Le commerce extérieur des pays de la zone franc se fait à 50% avec l'UE et moins de 10% avec la zone CFA.

100% des PED étaient en changes fixes dans les années 1970, 50% en 1998. Faisant suite à la crise asiatique, pour la seule année 1999, le Brésil, l'Equateur, le Chili et la Colombie ne sont décidés pour un régime de changes entièrement flottant, rejoignant en cela la Bolivie, le Mexique et le Pérou.

2. Les changes flottants dans PED :

Avantages du flottement :

- ✓ Décourage la spéculation
- ✓ Redonne au pays une certaine maîtrise de sa politique monétaire : Lors de la crise financière de 2008-2009, les changes flexibles ont permis au Mexique de préserver ses réserves de change. Le peso a ainsi joué un rôle de variable d'ajustement en se dépréciant de 50% face au dollar en termes nominaux et de 24% en termes réels entre août 2008 et mars 2009.

Inconvénients du flottement :

- ✓ Le *péché originel* : une monnaie souffre du péché originel lorsqu'il est impossible de s'en servir pour emprunter à l'étranger, et même pour emprunter à long terme sur son marché national. Les pays ayant connu l'hyperinflation ont tendance à être marqués par le péché originel. Laisser flotter sa monnaie entraîne de fortes variations de la valeur des remboursements en dollars et de plus hauts taux d'intérêts
- ✓ Les chocs exogènes brutaux : en cas de choc négatif sur les termes de l'échange, la monnaie tend à se déprécier et l'inflation à s'accélérer, ce qui rend nécessaire un tour de vis monétaire. Autrement dit, la hausse des taux d'intérêt se produit lorsque l'économie va mal. La politique monétaire est pro cyclique.

²⁵ Franc de la Coopération financière en Afrique centrale ou Franc de la Communauté financière en Afrique de l'Ouest.

- ✓ Les mouvements de capitaux volatils : en cas de pression sur la monnaie, le marché ignore quel est le seuil de tolérance de la Banque centrale. Si elle est disposée à laisser filer la monnaie, les investisseurs sont fondés à exiger de fortes hausses de taux d'intérêt. Donc le risque pays peut se traduire par une forte volatilité du taux de change et du taux d'intérêt.
- ✓ La dette externe libellée en dollars explose en cas de baisse du taux de change.
- ✓ Le seul point de référence des anticipations des agents est la cible d'inflation de la banque centrale, qui souvent manque de crédibilité
- ✓ La volatilité des taux de changes peut pénaliser le commerce extérieur et favoriser la montée du protectionnisme (cf. le Mercosur en 1999)

Barry Eichengreen, professeur d'économie à l'Université de Berkeley déclare : « *Les taux de change flexibles sont le seul choix possible pour la vaste majorité des pays en développement. Dans quelques cas exceptionnels, le currency board (conseil monétaire) est une alternative viable, mais à certaines conditions très exigeantes : un large consensus public sur le fait que la politique monétaire soit subordonnée au taux de change ; un système bancaire dans une situation relativement bonne, ou du moins sous strict contrôle du gouvernement (...). Si les conseils monétaires peuvent convenir à quelques-uns, et les taux de change flexibles à la majorité, ce qu'il faut vraiment écarter dans le monde actuel de forte mobilité des capitaux, ce sont les politiques de taux de change à marges étroite en fonction d'un panier de monnaies. (...) Et si la crise asiatique nous a appris quelque chose, c'est l'avantage des taux de change variables.* »²⁶

3. Le Currency board : ou caisse d'émission

C'est le même principe que l'étalon or sauf qu'une devise se substitue à l'or dans le rôle d'étalon. Les autorités monétaires s'engagent à gager toute émission monétaire sur leurs réserves de change, à taux fixe. A la fin des années 1990, 14 pays avaient adopté un currency board, dont Hong Kong (1984), l'Argentine (1991), l'Estonie (1992), la Lituanie (1994), la Bulgarie (1997).

Le pouvoir discrétionnaire de la banque centrale est remplacé par une gestion automatique de l'offre de monnaie dont le niveau dépend du montant des réserves en devises. Le taux de change est irrévocablement fixé et le taux d'intérêt ne peut s'écarter du taux de la monnaie étalon. Le pays qui le pratique renonce à sa souveraineté monétaire pour obtenir la confiance des marchés et restaurer la stabilité monétaire. Les avantages du currency board : mettre la monnaie à l'abri des pressions politiques, ramener la confiance, rassurer les investisseurs.

En l'absence de créances sur l'économie à l'actif du bilan de l'institut d'émission, les banques commerciales ne peuvent se refinancer auprès de ce dernier. Le Currency board n'intervient pas comme prêteur en dernier ressort. Par conséquent, les banques commerciales s'imposent des limites strictes dans l'octroi de crédits, fonction de leurs réserves en monnaie « banque centrale ».

Bilan simplifié d'une Banque centrale et d'un Bureau d'émission (Currency Board)

Banque centrale			Bureau d'émission	
Actif	Passif		Actif	Passif
Réserves en devises	Base monétaire		Réserves en devises	Base monétaire
Créances sur l'économie				
Créances sur le trésor				

Le Currency board de Hong Kong (7.8 HKD par \$), mis en place en 1982 visait à empêcher une dépréciation de la monnaie. Celui de l'Argentine visait à lutter contre l'hyperinflation.

L'Argentine a créé le 1^{er} avril 1991 un « currency board » ou conseil monétaire où chaque peso émis par la banque centrale est gagé par les réserves internationales. La loi de convertibilité stipule que la masse monétaire devait avoir pour contrepartie au moins 2/3 de réserves internationales (dollars, or, bons du Trésor américain) et 1/3 au maximum de bons du gouvernement argentin en dollars. Toutes les transactions intérieures peuvent être réglées en pesos ou en \$. Ce système empêche le gouvernement de recourir à la planche à billet en pesos pour financer ses

²⁶ Le Monde, 6 octobre 1998, p. VI.

dépenses et assure une meilleure crédibilité auprès des investisseurs. L'ajustement de l'économie se fait par la hausse de la productivité et la baisse des salaires.

Analysant les expériences en Argentine et à Hong Kong, Stéphane Brunet et Martin Launay²⁷ notaient dès 1996 les quatre critères de viabilité d'un currency board :

- ✓ Un afflux régulier et suffisant de devises : l'économie doit donc être suffisamment ouverte et dégager un excédent structurel de la balance de base (un déficit courant peut être compensé par des flux de capitaux de long terme stables)
- ✓ Une politique d'équilibre budgétaire : un déficit budgétaire entrainerait en effet une montée de l'endettement public ce qui pourrait remettre en cause la capacité de l'Etat à rembourser sa dette de manière non inflationniste.
- ✓ Une intégration économique et financière élevée avec le pays de la monnaie de réserve, ce qui permet d'avoir une synchronisation des conjonctures. D'ailleurs les Currency board ont été créés à l'origine au 19^{ème} siècle dans des colonies britanniques où l'intégration commerciale avec la métropole était très avancée.
- ✓ Une grande flexibilité de l'économie et du corps social aux phases d'ajustement, ce qui implique une baisse des prix et des salaires en cas de baisse de la base monétaire, ou des gains de productivité en cas d'écart d'inflation avec le pays de la monnaie de réserve.

	Argentine	Hong Kong
Exportations en % du PIB (1994)	6.5%	139%
Ecart d'inflation avec les USA (1994-1995)	0.8 point	6.1 points
Taux de croissance du PIB (1992-1995)	4.3%	5.3%
Solde courant en % du PIB (1990-1994)	-1.3%	6%
Réserves en devises/Base monétaire (1995)	5	1
Solde budgétaire	-3.7% (1991-1994)	+2.5% (1985-1995)

Si ce système fonctionne à Hong Kong, il s'est terminé en désastre en Argentine avec la crise de 2001. En effet, l'Argentine s'est vite retrouvée à cours de devises, notamment en raison d'un déficit courant, sous l'effet d'une appréciation du taux de change réel en raison du temps mis pour que l'inflation argentine descende au niveau de celle des Etats-Unis.

Le gouvernement argentin imposa en décembre 2001 une limitation aux retraits d'argent dans les banques, appelé *corralito*, en référence au mot espagnol *corral* qui sert à restreindre le mouvement des animaux. Le *corralito* limitait les retraits d'argent à 250 pesos par semaine et interdisait tout envoi de fonds à l'extérieur. Prévu à l'origine pour une durée de 3 mois, il fut maintenu 12 mois. Le 7 janvier 2002, le currency board est abrogé en Argentine. On assiste à une dévaluation de près de 60% du peso et un défaut de paiement sur la dette publique.

Le coût de l'ajustement sera supporté par les étrangers (défaut sur la dette publique, *pesification* des tarifs des prestataires de services de base, en majorité étrangers), les épargnants (inflation) et les exportateurs (taxe sur les exportations).

Pourquoi l'échec du currency board argentin ?

- ✓ S'attaque au symptôme (monétisation des déficits) plutôt qu'à la racine du mal (déficits)
- ✓ Laxisme fiscal dans les années 1990 (autonomie financière des régions)
- ✓ Economie pas assez flexible
- ✓ Dollar trop fort par rapport aux autres monnaies (real)
- ✓ Désynchronisation des cycles économiques argentins et américains
- ✓ Faibles liens commerciaux entre Argentine et USA, faible mobilité des facteurs

Signalons, encore une fois, la cécité des dirigeants du FMI. Son porte-parole, Thomas Dawson, déclarait le 15 septembre 2001 : « *Etant donné le degré élevé de dollarisation de l'économie – la plupart des dettes sont libellées en dollars –, une dévaluation aurait un effet*

²⁷ Le Currency board à l'épreuve des faits : les expériences de Hong Kong et de l'Argentine, *Lettre de conjoncture de la BNP*, avril 1996.

dévastateur sur les bilans comptables ». Or c'est la dévaluation du peso qui a permis de redonner de l'oxygène à l'économie argentine à partir de 2003, avec des taux de croissance dépassant 5%.

4. La dollarisation :

30 pays ont déjà adopté le \$: le Salvador en janvier 2001, l'Equateur en janvier 2000, Panama depuis 1904 et le Liberia. En dehors de ces cas, la liste comporte surtout des micro-Etats souvent insulaires. « *Jusqu'à présent le choix du dollar a plutôt été le fait de pays en perdition, comme s'il pouvait offrir un dernier sursaut de crédibilité aux yeux du monde extérieur*²⁸ » constate Carlos Quenan, professeur à l'Institut des hautes études de l'Amérique latine. Les autres pays latino-américains se sont bien gardés de s'engager dans cette voie difficilement réversible.

Avantages de la dollarisation :

- ✓ Elle supprime la volatilité des changes. Elle supprime les dévaluations qui aggravent le poids des dettes publiques et privées libellées en grande partie en dollars.
- ✓ Elle permet de gagner la confiance des investisseurs étrangers et d'avoir un accès plus facile aux marchés des capitaux internationaux, les investisseurs n'ayant plus à redouter de voir fondre la valeur de leurs capitaux sous l'effet des dévaluations.
- ✓ Elle permet de contrôler l'inflation
- ✓ Elle permet d'avoir des taux d'intérêt moins élevés, A Panama, on peut obtenir des prêts hypothécaires à 30 ans à 9% d'intérêt, situation unique en Amérique latine où la plupart des pays ne disposent pas de systèmes de prêts à long terme. Au Salvador, avec la dollarisation en 2000, les taux d'intérêt ont baissé de 20% à 11,5%.
- ✓ Elle permet une intégration plus facile et plus stable à l'économie mondiale : des études ont montré que des pays qui partagent une monnaie ont en moyenne des échanges 3 fois plus importants que s'ils commerçaient dans des devises différentes.

Dangers de la dollarisation :

- ✓ Caractère quasi-irréversible
- ✓ Désynchronisation des cycles économiques entre le pays et les USA
- ✓ Faiblesse des liens commerciaux et de la mobilité des facteurs entre le pays et les USA
- ✓ Perte totale de souveraineté monétaire : cela signifie se retrouver pieds et poings liés face aux options de la FED et renoncer à l'instrument monétaire en cas de crise
- ✓ Perte des droits de seigneurage.
- ✓ Disparition du prêteur national en dernier ressort

²⁸ La dollarisation, solution miracle ou fausse bonne idée ?, Le Monde, 18 avril 2001.

D) Les débats contemporains :

1. La sous évaluation du yuan

Depuis 1994, le régime de change du yuan est officiellement un flottement sous contrôle. De fait, il s'agit d'un *peg* liant la monnaie chinoise au dollar, au taux de 8.27 yuans pour 1 dollar, avec une bande de fluctuation très faible de +/- 0.003. Il n'existe pas vraiment de consensus sur le niveau réel du yuan. Les estimations sur la sous évaluation du yuan fluctuent selon les périodes, les économistes ou les méthodes, entre 15% et 35%. En 2009, un dollar valait 6,83 yuans alors qu'il aurait dû en valoir 3,60 selon le FMI.

Le *peg* impose à la Chine la mise en place d'un contrôle des mouvements de capitaux pour conserver une partie de l'indépendance monétaire, en vertu du triangle de Mundell. Le yuan est convertible pour les opérations de la balance courante et pour les IDE, mais pas pour les autres mouvements de capitaux. Le gouvernement a fréquemment répété que son objectif de long terme était la libre fluctuation du yuan accompagné d'une parfaite mobilité des capitaux. Toutefois, les autorités n'envisagent cette évolution que sous certaines conditions : environnement macroéconomique stable, marché des changes performant, système financier solide.

La Chine ne joue pas le jeu du flottement. Elle engrange ainsi des excédents extérieurs, constitue des réserves de change importantes et alimente son fonds souverain. Toutefois, cela a comme effet pervers d'alimenter les tensions inflationnistes et les bulles spéculatives. En effet, quand les réserves de change en dollars augmentent, les banques les vendent à la banque centrale et reçoivent des yuans qu'elles utilisent pour développer le crédit.

Ce phénomène de sous-évaluation est assez fréquent en Asie. Les banques centrales asiatiques interviennent massivement pour limiter l'appréciation de leur monnaie afin de soutenir le dynamisme des exportations. Les excédents courant qui en résultent augmentent leurs réserves de change. Les banques centrales asiatiques détiennent près des deux tiers des réserves mondiales officielles de change. Une partie est placée en obligations d'Etat des pays industrialisés, surtout aux USA. D'après la BRI, la part des actifs libellés en dollars dans les réserves asiatiques était de 70% en 2003.

Ce bouclage du système financier international semble bénéfique à l'Asie et aux USA. Et tend à s'auto entretenir : étant donné l'importance des actifs en dollar, les banques centrales asiatiques sont très sensibles à sa dépréciation. Larry Summers²⁹ qualifie cet arrangement d'« *équilibre de la terreur financière* » : la fin des achats de dollars par les pays asiatiques pourrait entraîner un relèvement des taux d'intérêt, une chute des cours boursiers et un ralentissement de la demande intérieure américaine.

2. La guerre des monnaies

Pendant l'été 2010, le Japon a acheté du dollar à tour de bras pour affaiblir le yen. Depuis la crise de 2008, c'est un déchaînement, chaque banque centrale se lance dans une politique d'assouplissement quantitatif, injecte des milliards supplémentaires et fragilise ainsi sa monnaie.

Pourquoi un tel acharnement contre leur propre monnaie ? Une devise faible favorise les exportations, une excellente chose pour les pays dont l'économie repose en grande partie sur l'exportation. Et allons plus loin, en favorisant les exportations et donc l'économie, les Etats protègent leur population – leur électorat – en maintenant un taux d'emploi correct. On comprend donc l'importance que la dévaluation pour acquérir pour des pays en difficulté économique. Et c'est exactement ce qu'essaient de faire les Etats-Unis.

Sauf que les pays en face ne sont pas forcément d'accord. Eux aussi veulent être moins chers, plus compétitifs et donc sauver leur économie. Ils veulent enrayer la chute du dollar. Et pour cela, ils n'ont pas beaucoup de solutions, à part imprimer plus de billets et les utiliser pour acheter des dollars. Aujourd'hui, chaque pays essaie de manipuler le billet vert à son profit. Voici ce que cela donne.

²⁹ *Financial Times*, 7 décembre 2004.

- La Chine vend du dollar pour la faire baisser. Le yuan étant étroitement lié à la devise américaine, la Chine bénéficie d'un avantage quand le dollar s'effondre. Elle achète des yens et des euros pour entraver les exportations de ses concurrents
- Le Japon vend du yen et achète du dollar dans l'espoir de doper ses exportations
- Le Brésil fait exactement la même chose en vendant du real et en achetant du dollar
- La Suisse a acheté des quantités d'euros au printemps dernier et achète aujourd'hui du dollar dans l'espoir de maintenir le franc suisse bas.

Les Etats vont-ils arriver à leurs fins et sauver leurs économies ? Rien n'est moins sûr car l'expérience montre que seuls les effets conjugués de plusieurs banques centrales *dans le même sens* peuvent réellement avoir de l'influence sur les marchés. En outre, les conséquences de ce genre de manipulations peuvent être dangereuses. Les accords du Plaza passés entre les pays du G5 en 1985 pour dévaluer le dollar ont plus ou moins abouti sur le krach de 1987.

3. L'étalon international : le dollar est-il encore vert ?

Le statut international d'une monnaie se définit par l'étendue de son usage, notamment comme référence par rapport à d'autres monnaies, moyen de financement, de règlement des transactions, instrument de réserve, monnaie d'intervention sur le marché des changes et instrument de placement.

Part des principales monnaies en 2006 (en %)

	Dollar	Euro	Yen
Part dans les transactions de change ³⁰	86.3	37	16.5
Part dans les réserves de change	66.5	24.4	3.6
Part dans les avoirs bancaires transfrontaliers	39.9	38.3	3.6
Part dans le stock d'obligations internationales	37.1	46.6	2.9

Source : BRI, rapport de juin.

Sur tous ces critères, l'hégémonie du dollar reste forte. Il sert à payer les deux tiers des échanges, il constitue 62% des réserves mondiales officielles de change en 2011. Ces dernières années, la part du dollar dans les réserves officielles de change a baissé d'environ 10%, mais reste encore beaucoup plus élevée que le poids du PIB américain dans le monde.

Structure des avoirs officiels en devises (1975-2011) en %

	1975	1980	1985	2000	2011
Dollar US	79,4	68,6	64,2	70,5	62,1
Euro	-	-	-	18,8	25
Deutsche mark	6,3	14,9	14,9	-	-
Franc français	1,2	1,7	1,3	-	-
Livre sterling	3,9	2,9	3,1	2,8	3,9
Yen	0,5	3,1	5,4	6,3	3,7
Franc suisse	1,6	3,2	2,3	0,3	0,1
Autres monnaies	6,5	3,1	5,4	1,4	5,1

Source : Rapport annuel du FMI, 1989.

Certes le gouvernement américain est insolvable. Les Etats-Unis sont le pays le plus endetté du monde avec, tous secteurs confondus, une dette totale atteignant 351% du PIB. Du point de vue obligataire, sa prestigieuse notation a été dégradée. Ses autorités ont prouvé à maintes reprises qu'elles étaient prêtes à faire marcher la planche à billets. Bref, toutes les conditions sont réunies pour une fuite loin du billet vert. Et pourtant il est toujours là. Le dollar conserve son statut de valeur refuge contre vents et marées. Pourquoi ?

- Les Etats-Unis restent encore les maîtres du monde dans l'inconscient collectif
- Les Etats-Unis sont un pays dynamique, avec une économie flexible

³⁰ Le total fait 200 car chaque échange implique deux monnaies.

- Il existe un effet d'inertie dans l'usage international d'une monnaie car la monnaie dominante profite d'effets de réseau, de faibles coûts de transaction, d'économies d'échelle => processus d'auto-renforcement. L'usage appelle l'usage.
- Le billet vert est la monnaie la plus liquide au monde
- Les bons du Trésor sont encore considérés comme un placement relativement sûr
- Aucune devise, pour le moment, n'est capable de le détrôner. Le monde a besoin d'une devise étalon et il n'existe pas d'alternative vraiment crédible au dollar sur le marché des changes.

Selon la formule d'Eichengreen, l'euro est une "devise sans Etat" alors que le yuan est "une devise avec trop d'Etat". L'euro est à la merci des dissensions européennes, le yuan reste inconvertible, le yen est handicapé par les difficultés économiques du Japon.

Seule la "relique barbare", l'archaïque métal jaune serait prêt à reprendre son rôle de standard monétaire mondial... mais pour l'instant, visiblement, les mentalités ne sont pas encore prêtes à accepter un tel changement. L'or n'est pas assez accommodant, voyez-vous : on ne peut pas en imprimer, il ne se laisse pas manipuler, il ne répond à aucun stimulant gouvernemental.

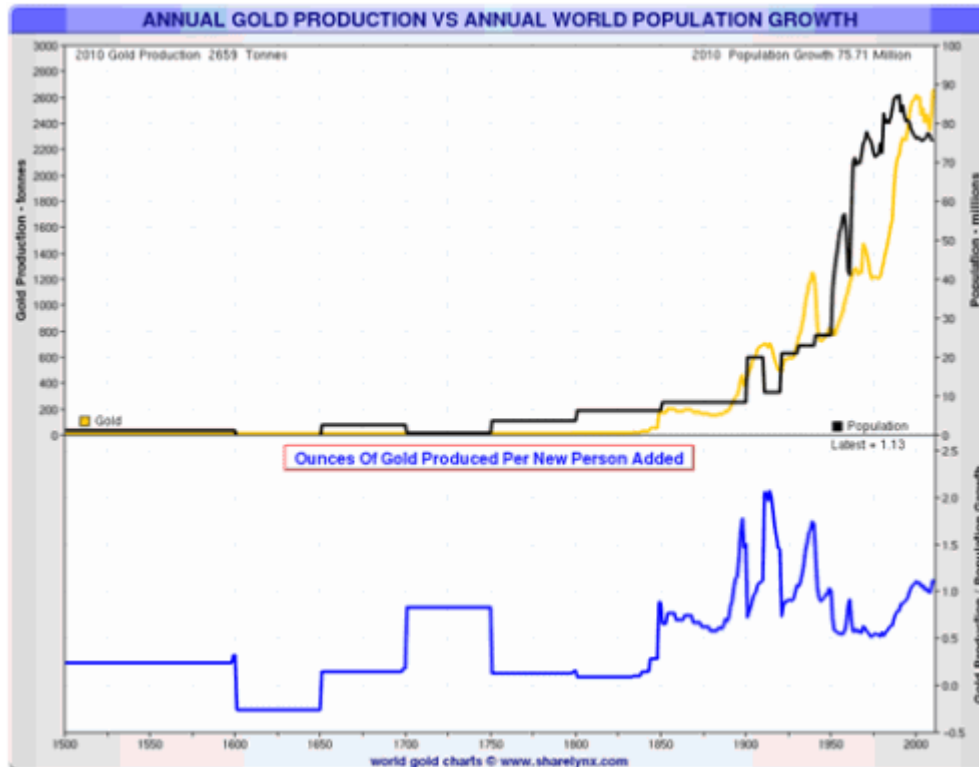
4. Un retour à l'étalon or : *In gold we trust* ?

Un système d'étalon-or consiste à définir chaque devise par un poids d'or. Si l'euro vaut 10 g d'or et le dollar 2 g, la parité euro dollar s'établit automatiquement à 5 dollars pour un euro. Théoriquement le système est plus solide, car il est lié aux variations de la position créditrice ou débitrice du pays considéré. Si les Etats-Unis sont débiteurs de la Chine, ils doivent régler en or le montant de leur dette. Leur réserve or diminuant, les Américains doivent également réduire leur masse monétaire, donc les prix américains doivent baisser, puisque le niveau des prix dépend de la quantité de monnaie émise (à vitesse de circulation égale). Cette baisse des prix s'accompagne d'une baisse des coûts des produits américains, ce qui permet d'améliorer leur compétitivité.

Les avantages de l'étalon or :

- ✓ Mettre fin aux guerres des monnaies par lesquelles les gouvernements laissent filer leur monnaie, repassant leurs difficultés aux autres pays, suscitant des tentations protectionnistes
- ✓ Constituer un étalon commun entre pays qui ne sont pas liés politiquement (Mundell). Les principales monnaies du globe seraient liées entre elles par l'intermédiaire du métal jaune.
- ✓ Encourager l'épargne
- ✓ Eviter le gonflement de la dette (argument de Mundell, 2011). L'or n'est une dette pour personne, contrairement à la monnaie de référence actuelle, le dollar, qui est une dette pour le gouvernement américain, certes une dette sans échéance mais tout de même une dette. Plus la masse de dollars en circulation augmente, plus cette dette gonfle. Cela serait précisément impossible avec un système fondé sur l'or, car le métal jaune ne peut pas être imprimé. Selon Zhou Qiren, doyen de l'université de Pékin et membre du comité de politique monétaire de la Banque populaire de Chine, un système monétaire qui repose sur l'or protégerait le monde des folies du type QE2, QE3... qui permettent à la Fed de racheter de la dette à long terme du gouvernement américain. Pour imprimer de la monnaie, la Réserve fédérale devrait auparavant acquérir de grandes quantités d'or. Si elle ne le faisait pas, les autres pays détenteurs de billets verts pourraient lui demander de changer leurs dollars en or. Ils verraient alors dans quelle mesure l'Oncle Sam peut tenir sa promesse d'échanger à tout moment ses dollars contre de l'or. C'est ce que prévoyait le système de Bretton Woods, en place entre la fin de la Seconde Guerre mondiale et 1971, quand la dette américaine — gonflée notamment par l'intervention au Vietnam — poussa Nixon à mettre fin à la convertibilité du billet vert en métal jaune.
- ✓ Respect du droit de propriété : Dans un essai de 1966, l'ancien président de la Réserve fédérale américaine, Alan Greenspan, démontrait que l'or était le meilleur protecteur du droit de propriété. Le système bancaire génère une expansion illimitée du crédit, qui crée de l'inflation, laquelle aboutit à une confiscation de la richesse créée. Sauf si cette richesse a été placée en or. Par rapport aux monnaies fiduciaires, l'or garde son pouvoir d'achat.

- ✓ Rôle de stockage des richesses : La nature fait bien les choses, elle a une réponse toute trouvée à l'inflation : l'or. Contrairement aux monnaies fiduciaires, la valeur de l'or est restée à peu près stable à travers les âges. Acheter un cheval au 17^{ème} siècle ou une voiture aujourd'hui vous coûtera à peu près la même quantité d'or. Le principal argument contre le retour à l'étalon-or est qu'il n'y a pas assez d'or physique dans le monde pour l'utiliser comme monnaie de référence. Or comme le montre le graphique suivant, la quantité d'or disponible par être humain n'a pas réellement varié dans le temps.



Sur le graphique ci-dessus, la production d'or (en jaune) correspond presque parfaitement à l'augmentation de la population (en noir). Au cours des 300 dernières années, il y avait environ 3/4 d'once d'or par individu sur terre. Ce rapport est ensuite passé à deux onces par individu pour retomber ces dernières années à 1 once. Une telle corrélation explique en grande partie pourquoi l'or a conservé une valeur stable au cours dans le passé.

Les inconvénients de l'étalon or :

- ✓ Découverte d'or insuffisantes
- ✓ Coûts trop élevés
- ✓ Système de toute façon pas respecté
- ✓ Hostilité de la part des USA à cause du manque d'or : le déficit de leur balance des paiements équivaut à 1 000 tonnes d'or par mois, alors que la FED n'en possède que 8 000 tonnes. Sans parler des 3 ou 4 trillions de dollars de dettes officielles américaines vis-à-vis de banques centrales étrangères qui, si elles devaient être soldées en or, nécessiteraient le transport de près de 100 000 tonnes d'or.

Rueff et De Gaulle étaient favorables à un retour à l'étalon or. Le 4 février 1965, lors d'une conférence de presse, De Gaulle déclara à propos du système monétaire international : *"La France préconise que le système soit changé (...). Etant donné la secousse universelle qu'une crise survenant dans ce domaine entraînerait probablement, nous avons en effet toutes raisons de souhaiter que soient pris, à temps, les moyens de l'éviter. Nous tenons donc pour nécessaire que les échanges internationaux s'établissent, comme c'était le cas avant les grands malheurs du monde, sur une base monétaire indiscutable et qui ne porte la marque d'aucun pays en particulier. Quelle base ? En vérité, on ne voit pas qu'à cet égard il puisse y avoir de critère, d'étalon, autres que le*

l'or. Eh ! oui, l'or qui ne change pas de nature, qui se met, indifféremment, en barres, en lingots ou en pièces, qui n'a pas de nationalité, qui est tenu, éternellement et universellement, comme la valeur inaltérable et fiduciaire par excellence."

Rueff et de Gaulle jugeaient que l'étalon-or, considéré comme *"une relique barbare"* par Keynes, était au contraire le meilleur et le seul moyen d'éviter les manipulations politiques de la monnaie et d'empêcher les Etats de céder *"aux délices trompeurs de la création monétaire"*.

Pierre Mendès-France écrivait en décembre 1971 dans le *Courrier de la République*. *«J'insiste sur le fait que la création constante de monnaie et de crédit sans relation contrôlée avec les besoins économiques et la conjoncture nous ayant conduit aux pires désordres, il faut avoir le courage d'y mettre un terme par une nouvelle réglementation.»* Il préconisait alors le rattachement des principales monnaies à un panier de matières premières constitué sous l'égide d'une Autorité internationale telle que le FMI et adossé à la constitution de stocks stratégiques. Aujourd'hui, certains pays émergents et/ou producteurs de pétrole, réclament la création d'un panier de devises contenant aussi de l'or et qui pourrait servir d'alternative au dollar comme monnaie de référence.

Aux Etats-Unis, le Président Ronald Reagan mit sur pied une commission destinée à étudier le rôle de l'or dans les systèmes monétaires. On retrouve des partisans de l'or parmi les candidats à l'investiture républicaine de 2012. Ron Paul est un théoricien de l'étalon-or et Newt Gingrich, a promis qu'il nommerait une nouvelle commission sur l'or.

▪ Qu'en pensent les économistes ?

Début 2012, l'Université de Chicago a demandé à un panel de 40 économistes américains, y compris d'anciens conseillers de présidents aussi bien démocrates que républicains, s'ils trouvaient que *"la stabilité des prix et l'emploi seraient meilleures pour l'Américain moyen"* si la valeur du dollar était liée à l'or. Aucun d'entre eux n'était d'accord avec cette idée, certains montrant même une franche incrédulité devant l'utilité d'un tel débat.

"Pourquoi le lier à l'or ?" a demandé Richard Thaler, professeur à l'université de Chicago. *"Pourquoi pas aux bouteilles de Bordeaux 1982 ?"* M. Ben Bernanke, ancien professeur d'économie à Princeton, déclare qu'il ne pense pas que l'or soit une monnaie. Alors dans ce cas, a répondu Ron Paul, membre du Congrès US, pourquoi les banques centrales détiennent-elles de l'or... et non des bouteilles de Bordeaux 1982 ou des diamants ? M. Bernanke a répondu que c'était simplement une affaire de *"tradition"*.

Face à la dévalorisation des monnaies fiduciaires, depuis quelques années les banques centrales diversifient leurs réserves de change pour ne pas subir des pertes. Elles ont été des acheteurs nets d'or en 2010 et en 2011. On trouvait en tête des acheteurs, des pays nouvellement industrialisés comme le Mexique, la Russie, la Chine et la Thaïlande. Comme le tableau l'indique, la part de l'or dans les réserves de change est particulièrement élevée dans certains pays (USA, Allemagne, Italie) et particulièrement faible dans d'autres (Chine, Japon, Inde, Russie).

Réserves d'or officielles en janvier 2011

Rang	Pays	Tonnes	% des réserves officielles
1	Etats-Unis	8,133	75.2%
2	Allemagne	3,401	71.2%
3	FMI	2,827.	-
4	Italie	2,451	69.6%
5	France	2,435	67.2%
6	Chine	1,054	1.8%
7	Suisse	1,040	17.6%
8	Russie	784	7.2%
9	Japon	765	3.1%
10	Pays-Bas	612	59.6%
11	Inde	557	8.5%
12	BCE	501	29.3%

Source : FMI et World Gold Council

En moyenne, tous pays confondus, c'est 11% des réserves monétaires qui sont détenues en or. Les principaux acheteurs de bons du Trésor américain de ces dernières années ne détiennent qu'une petite partie de leurs réserves en or : Japon, Chine, Russie, Inde. D'autres banques centrales en Asie ne détiennent pratiquement pas d'or (Taïwan, Singapour, Indonésie, Thaïlande, Malaisie).

“L’or remplit mieux que tout autre type de devise la fonction pour laquelle une devise est utilisée”, écrivait Lord Rees-Mogg dans son introduction à *The Case for Gold* [“Les arguments en faveur de l’or”] — un ouvrage en trois tomes parcourant l’histoire du métal jaune. Mais si l’or est la meilleure devise, pourquoi ne l’utilisons-nous pas comme étalon, plutôt que le dollar ? Lord Rees-Mogg a une explication : *“le problème de l’or n’est pas qu’il ne fonctionne pas, mais qu’il fonctionne trop bien... Il impose des limites au comportement humain, et ces limites peuvent être mal supportées et rejetées. En fait, il peut être impossible, pour un gouvernement, de maintenir la discipline de l’or”*.

L’histoire nous enseigne que l’étalon or ne fonctionne correctement que si les Etats peuvent assurer à tout moment la convertibilité de leur monnaie en métal précieux, offrant à leurs créanciers la possibilité de se faire payer en or. Finalement, c’est l’honnêteté des fabricants de monnaie qui garantit l’équilibre d’un système international, quel qu’il soit.

Derrière le débat sur le retour de l’or dans le SMI se cache la question de savoir qui doit détenir le pouvoir monétaire. La démonétisation de l’or au 20^{ème} siècle suit une logique de contrôle du pouvoir monétaire par les autorités publiques, suivant un schéma très keynésien. Tant que les fabricants de monnaie seront les Etats eux-mêmes par le truchement de leurs banques centrales, le retour à l’or sera difficile. Pour Hayek, la vraie réforme consiste à dénationaliser et privatiser la monnaie.

5. Vers un nouveau Bretton Woods ?

Nicolas Sarkozy a demandé le 27 janvier 2010 une réforme du système monétaire international et a promis de l’inscrire à l’agenda des sommets du G8 et du G20 qui se tiendront en France en 2011. *"Il n’y aura pas de remise en ordre de la finance et de l’économie si on laisse persister le désordre des monnaies"*, a déclaré le président français en ouvrant le forum économique de Davos, en Suisse. *"Nous avons besoin d’un nouveau Bretton Woods"*, a-t-il poursuivi, en faisant allusion à la réforme du système monétaire international qui a suivi la Seconde Guerre mondiale.

Or, le principal déséquilibre de l’économie mondiale actuelle provient non pas de la libéralisation des régimes de change, mais au contraire d’une rigidité excessive : le lien fixe entre le yuan et le dollar, imposé par la Banque de Chine (la devise chinoise n’est pas convertible, donc pas négociable sur les marchés internationaux) alimente sa croissance avec des exportations rendues ainsi très compétitives. La Chine engrange des excédents considérables - 200 milliards de dollars sur la seule année 2009 - entretenant ainsi le déséquilibre planétaire d’épargne.

Ce phénomène, qui dure depuis plusieurs années, est l’une des causes majeures de la crise financière. Car comme la Chine place ses excédents sur les marchés, elle gonfle le flot de liquidités mondiales, qui servent de matière première aux bulles spéculatives comme la crise des "subprimes". Le seul moyen d’interrompre ce cercle vicieux n’est pas de fixer les changes avec un "nouveau Bretton Woods", mais au contraire de laisser fluctuer librement les monnaies. Si Pékin laissait le yuan flotter tout en ouvrant son marché des capitaux, la devise chinoise s’apprécierait considérablement, la Chine serait moins compétitive sur nos marchés, nos produits le seraient davantage chez elle : la croissance mondiale serait rééquilibrée.

Un haut responsable européen voit dans l’obsession de Sarkozy pour Bretton Woods la "nostalgie française de la stabilité". "Voilà quarante ans que les changes flottent, explique-t-il, les Allemands s’y sont faits, les Français ne l’ont toujours pas admis.

V) L'internationalisation financière

A) Les caractéristiques et les enjeux de l'internationalisation financière depuis le 19^{ème} siècle

1. Définition du concept :

L'internationalisation financière désigne le mouvement d'ouverture et d'expansion des marchés de capitaux à l'échelle mondiale conduisant à un marché financier mondial. On parle aussi de globalisation financière, de mondialisation financière ou d'intégration financière internationale

Au niveau mondial, certains pays disposent d'une épargne nette tandis que d'autres ont un besoin de financement. D'où des mouvements de capitaux des pays prêteurs vers les pays emprunteurs. Le système financier international permet et organise ces flux, qui transitent sous diverses formes : les activités bancaires internationales (crédits à l'exportation, activité des filiales de banques à l'étranger), les investissements directs à l'étranger, les achats ou ventes d'actions et d'obligations, les prêts ou emprunts réalisés avec l'étranger.

Elle n'est pas inédite puisque la fin du 19^{ème} siècle fut aussi caractérisée par une large ouverture financière et d'amples mouvements de capitaux.

L'intégration financière depuis les années 1970 se singularise par son ampleur. Elle a été rendue possible et renforcée le phénomène des 3 D selon la formule d'Henri Bourguinat :

- ✓ le décloisonnement : effacement de la frontière entre monnaie et actifs financiers et mise en place d'un vaste marché intégré des capitaux
- ✓ la déréglementation : la spécialisation des acteurs est abolie, la distinction entre banque commerciale et banque d'affaires devient floue, tout comme entre banque et assurance
- ✓ la désintermédiation : certains emprunteurs peuvent lever directement des fonds en émettant des titres sur le marché

Elle a également été amplifiée par la sophistication financière avec les produits dérivés qui sont des contrats dont la valeur dépend d'un actif sous-jacent (une matière première, une monnaie ou un indice boursier).

Les indicateurs de l'intégration financière :

- Synchronisation des mouvements haussiers et baissiers sur les principales bourses mondiales : la corrélation entre les places de Paris, Londres, Francfort et New-York était comprise entre 40 et 50% dans les années 1970, elle est aujourd'hui supérieure à 80%.
- Propagation rapide des crises : alors que la crise de 1929 avait mis presque un an pour s'étendre à l'Europe et aux autres pays, le krach de 1987 et la crise qui a éclaté au Mexique en 1994 (effet téquila) se sont propagés en quelques semaines.
- Fusion en 2000 des bourses d'Amsterdam, Bruxelles et Paris pour fonder Euronext, laquelle a fusionné en 2007 avec le NYSE, pour former le 1^{er} groupe boursier mondial NYSE-Euronext. Cela baisse les coûts de transaction et renforce l'attrait des actifs étrangers.
- Hausse des IDE entrants et sortants, hausse des fusions-acquisitions internationales. Hausse des transactions sur les marchés des changes.

	1970	2006
Actifs étrangers détenus par les résidents américains par rapport au stock de capital américain	6%	44%
Part des non-résidents dans le stock de capital américain	4%	56%

Les compagnies japonaises d'assurance-vie ne détenaient que 3% de leurs actifs à l'étranger en 1980, les chiffres dépassent 15% à la fin de la décennie 1980.

Le processus n'est pas total car il existe encore une corrélation entre l'épargne et l'investissement national (Feldstein et Horioka) ; l'intégration est forte pour les titres publics, faible pour les actions. Les habitats préférés se maintiennent.

2. Globalisation financière, croissance et crise :

Les effets positifs de la globalisation financière :

- Allocation plus efficace des capitaux : les excédents d'épargne étant alloués à des placements plus rentables
- Moindre coûts d'intermédiation
- Flexibilité des taux d'intérêt
- Abaissement du coût du capital
- Investissement accru
- Gains de productivité
- Incitation à une meilleure gouvernance, à l'adoption et au respect de règles de droit, et à la mise en œuvre de politiques économiques plus adaptées
- Encouragement de l'épargne des ménages, mieux rémunérée, diversifiée et mobilisée
- Financements plus aisés des déficits des paiements courants.
- Gestion inter temporelle des désajustements entre épargne et investissement provoqués dans chaque pays par les spécificités démographiques et le cycle de vie des ménages.

Symétriquement, les contrôles de capitaux exercent une influence négative sur la croissance durant les périodes normales en exerçant un signal négatif pour les marchés financiers : diminution de la confiance dans la politique économique, isolement de la concurrence et de l'effet de discipline liée à l'ouverture, hausse du coût du capital.

Le niveau de libéralisation financière est généralement corrélé avec le niveau de développement économique, mais la causalité est en revanche difficile à mettre en évidence.

Fragilités et limites de la globalisation financière :

La globalisation a entraîné la montée des risques :

- Le risque systémique (Aglietta) : les effets de levier dus aux produits dérivés amplifient les tensions (krach d'octobre 1987). *« Destinés au départ à apprivoiser le risque, les dérivés l'amplifient ; censés être un facteur de stabilisation, ils dérèglent les marchés. La volatilité est devenue telle que la frontière entre spéculation et couverture est de plus en plus floue. L'exemple des hedge funds est à cet égard révélateur. Conçus à l'origine, comme leur nom l'indique, tels des 'fonds de couverture' contre le risque ils sont devenus eux-mêmes facteurs de déstabilisation, blocs fébriles qui ajoutent à la nervosité ambiante. »³¹*
- Les faillites bancaires : exemple de la Barings en 1995. Pour le compte de la Barings, le trader Nick Leeson achetait et vendait des contrats à terme sur l'indice boursier japonais Nikkei 225, en opérant sur le marché à terme de Singapour.
- Les comportements mimétiques : traditionnels dans la finance et à l'origine d'excès (gonflement et éclatement de bulles), ils se manifestent désormais à vaste échelle (crise asiatique, russe, brésilienne, argentine, des subprime). Comportement moutonnier : la hausse entraîne la hausse, il est rationnel de ne pas aller contre le marché. Un gestionnaire de fonds se verra plus reproché d'avoir raté un train de hausse qu'avoir perdu comme tout le monde.
- Le déclin de l'autonomie des politiques économiques : selon Dominique Plihon, *« la globalisation financière consacre la suprématie des forces du marché sur les politiques économiques. Désormais, ce sont les marchés qui décident si les politiques économiques nationales sont bonnes »*. Il existe une inégalité de taille entre les marchés financiers mondiaux et celui des Etats : sur les marchés des changes les opérations s'élèvent à plus de 10 000 milliards de dollars par jour, soit davantage que les réserves de change détenues par

³¹ Ibrahim Warde, « La dérive des nouveaux produits financiers », *Le Monde diplomatique*, juillet 1994.

toutes les banques centrales. Fred Block parle de « *dictature des marchés financiers internationaux* » : tout Etat qui prend des mesures jugées inopportunes par les financiers internationaux est puni par une baisse de la valeur de sa monnaie et par des difficultés plus grandes d'accès aux marchés de capitaux.

- Le danger de la dette : la possibilité d'émettre facilement des emprunts internationaux a permis aux Etats de financer des déficits de plus en plus lourds, qui en d'autres temps les auraient contraints à dévaluer plus rapidement leur monnaie (Thaïlande, Indonésie, Russie).
- La hausse des inégalités : une étude du FMI de 2007 montre que l'expansion de la finance ne profite qu'aux mieux dotés sur le plan éducatif, social et financier.
- La volatilité de la croissance : d'après Dani Rodrik, la volatilité des flux de capitaux privés expliquerait un peu plus de la moitié de la volatilité du PNB de l'ensemble des économies latino-américaines (depuis les années 1990). L'ouverture sans préparation imprime à la croissance un profil de montagnes russes qui empêche de réduire la pauvreté.

Les flux de capitaux ne sont pas directement responsables des crises financières, ils ne sont que la condition permissive des crises. En revanche, les fragilités des bilans des acteurs privés ou publics ont une large part de responsabilité dans les crises ; quand les bilans se dégradent, les prêts se contractent et le risque de crise de liquidité augmente.

L'ouverture commerciale préalable est préférable. En effet, elle réduit la probabilité d'éclatement d'une crise de change dans la mesure où elle s'accompagne de recettes d'exportations en devises permettant d'assurer le suivi de la dette externe et la constitution de réserves officielles, ce qui permet de décourager les attaques spéculatives.

La dette paraît moins favorable que les IDE : elle est plus instable, plus pro cyclique, et peut faciliter des projets peu rentables ou la poursuite de politiques inadaptées. Surtout la dette à court terme. Les pays qui présentent un ratio « dette court terme en devises/réserves officielles » de plus de 100% ont une probabilité trois fois plus élevée que les autres de subir une crise³².

3. Les fonds souverains :

Il s'agit de fonds d'investissement possédés ou contrôlés par des gouvernements, et gérant leurs actifs dans une optique de long terme. Ils ont pour mission de faire fructifier une partie des réserves de change, alimentées par les exportations de matières premières ou les excédents commerciaux, en investissant notamment dans des entreprises étrangères.

Ils sont le fruit de deux grandes tendances : la hausse du cours des matières premières et le caractère structurel de l'excédent commercial de certains pays. En 2008, ils pesaient entre 2 900 et 3 400 milliards de dollars selon Morgan Stanley. Soit 20 fois moins que la capitalisation mondiale mais près de la moitié des réserves mondiales de change.

Le plus important est celui d'Abu Dhabi avec 875 milliards de dollars en 2008. Les plus anciens datent des années 1950, le Koweït en a fondé un en 1953, Singapour en 1974, Abu Dhabi en 1976, Brunei en 1983, la Norvège en 1996, la Russie en 2003, Dubaï en 2004, le Qatar en 2005, la Chine en 2007. La France a même créé son propre fonds souverain, le fonds stratégique d'investissement, créé en 2008 par Nicolas Sarkozy, qui pèse 22 milliards d'euros fin 2010. Certains fonds sont déjà de gros actionnaires de groupes occidentaux : le Qatar détient 6% de Lagardère, le Koweït 7% de Daimler Benz, Dubaï 3% d'EADS, Abu Dhabi 9,4% de Merrill Lynch et 5% de Citigroup, la Chine 10% de Morgan Stanley et 4% de Fortis, Singapour 9% d'UBS.

Intérêt :

- ✓ Diversification de la richesse nationale
- ✓ Stabilisation des revenus du pays en diversifiant les ressources.
- ✓ Epargne intergénérationnelle

³² IMF Working Paper, août 2006.

- ✓ Apport de fonds propres qui se font rares en Occident : les grandes banques américaines au bord de la faillite ont fait appel à eux en 2008 pour être recapitalisés et ont reçu plus de 50 milliards de dollars, dont 20 milliards pour Citigroup.
- ✓ Investissements à long terme, à 10 ou 20 ans, moins sensibles aux soubresauts des marchés, ce qui devrait favoriser leur stabilité.

Craintes :

- ✓ Opacité sur leur stratégie d'investissement, le montant ou la composition de leur portefeuille, à tel point que Simon Johnson, économiste en chef du FMI, les avait qualifiés en juillet 2007 de *caisses noires*.
- ✓ Appropriation de secteurs stratégiques et des technologies de pointe (cas surtout des russes ou des chinois)
- ✓ Stratégie pouvant être plus politique qu'économique même si les dirigeants de ces fonds assurent que leur logique est purement financière.
- ✓ Nouvel avatar du capitalisme d'Etat ? S'il y avait prise de participation majoritaire (ce qui n'est généralement pas le cas), cela reviendrait à une nationalisation par un pays étranger. C'est ce qui avait amené les Echos à parler d' « *OPA communiste sur le capitalisme* ».

Sovereign Wealth Fund Ranking

Country	Fund Name	Assets \$Billion	Inception	Origin	Transparency Index
UAE – Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	\$627	1976	Oil	3
Norway	Government Pension Fund – Global	\$571.5	1990	Oil	10
China	SAFE Investment Company	\$567.9**	1997	Non-Commodity*	2
Saudi Arabia	SAMA Foreign Holdings	\$472.5	n/a	Oil	2
China	China Investment Corporation	\$409.6	2007	Non-Commodity	7
Kuwait	Kuwait Investment Authority	\$296	1953	Oil	6
China – Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	\$292.3	1993	Non-Commodity	8
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	\$247.5	1981	Non-Commodity	6
Singapore	Temasek Holdings	\$157.2	1974	Non-Commodity	10
China	National Social Security Fund	\$146.5	2000	Non-Commodity	5
Russia	National Welfare Fund	\$142.5*	2008	Oil	5
Qatar	Qatar Investment Authority	\$85	2005	Oil	5
Australia	Australian Future Fund	\$72.9	2004	Non-Commodity	10
Libya	Libyan Investment Authority	\$70	2006	Oil	2
UAE – Abu Dhabi	International Petroleum Investment Company	\$58	1984	Oil	n/a
Algeria	Revenue Regulation Fund	\$56.7	2000	Oil	1
US – Alaska	Alaska Permanent Fund	\$40.3	1976	Oil	10
Kazakhstan	Kazakhstan National Fund	\$38.6	2000	Oil	6

* commodity : matières premières

Source : <http://www.swfinstitute.org/fund-rankings/>

B) Le financement extérieur des pays en voie de développement .

1. Les quatre grandes vagues de financement extérieur des PED depuis la fin du XIX^e siècle³³

a) 1880-1913

Dans un environnement monétaire stabilisé par l'étalon or, le processus d'intégration financière a été puissant. D'après Angus Maddison, les stocks de capitaux étrangers dans les PED ont progressé de 8,6% de leur PIB en 1870 à 32% en 1913. Au cours de cette période, les exportations de capitaux ont représenté annuellement 5 à 10% du PIB de la Grande-Bretagne, 3 à 6% de celui de l'Allemagne ou de la France, atteignant un quart à un tiers de l'investissement productif de l'Argentine, l'Australie, du Canada ou de la Nouvelle-Zélande. Favorisée par l'extension du libre-échange, la période a aussi été caractérisée par une intégration commerciale de toutes les zones en développement, Amérique latine exceptée.

Les mouvements de capitaux atteignent une ampleur sans précédent : Ils financent des infrastructures dans les pays neufs, notamment en Amérique du Nord et du Sud : chemins de fer, adduction d'eau, téléphone, construction de ports, etc. Pour la France, le stock de capitaux placés à l'étranger passent de 5.8 milliards de francs en 1860 à 38.5 milliards en 1913. Entre 1900 et 1913, les sorties annuelles de capitaux s'élèvent à plus de 5% du PIB, contre à peine plus de 1% à la fin des années 1990. On peut dire que la mondialisation financière était presque aussi avancée qu'aujourd'hui. Les capitaux français vont massivement en Russie (1/4 du total, via les emprunts russes), en Argentine, au Brésil, dans l'empire ottoman. L'Europe est le créancier du monde, et la France s'élève au 2^{ème} rang après la GB mais avant l'Allemagne.

Les financements extérieurs, quasi exclusivement privés (obligations, des prêts bancaires, IDE), ont été destinés pour 60% au secteur privé (chemins de fer, télégraphe, téléphone) et 40% au secteur public. Ils ne transitaient guère par des systèmes bancaires locaux, encore peu organisés. Ils ont été motivés par un taux de rentabilité élevé car les secteurs d'investissements concernaient surtout des marchés captifs comme le chemin de fer.

Concernant les déterminants de l'accès au crédit international, les économistes se disputent pour savoir si c'est le régime de change, le solde extérieur ou le PIB par tête qui compte le plus. Marc Flandreau et Frédéric Zumer³⁴ ont montré que, à la fin du 19^{ème} siècle, les investisseurs se préoccupaient surtout de la soutenabilité de la dette publique, c'est-à-dire la capacité d'un pays à dégager durablement des ressources pour rembourser sa dette. La soutenabilité de la dette est liée à la fois au niveau d'endettement et au montant des recettes fiscales.

La Première Guerre mondiale a tari les financements extérieurs des PED, sans pour autant entraîner de crises systémiques ou de défauts massifs (malgré quelques exceptions notables comme la Russie), car ces pays ont trouvé des débouchés accrus dans les pays industrialisés en guerre.

b) 1921-1930

Malgré un renforcement du contrôle des changes au niveau mondial et un flottement des monnaies, les capitaux privés ont de nouveau afflué vers les PED, sans atteindre l'ampleur de la vague précédente. Pour l'essentiel, l'excès d'épargne des grandes puissances, a financé, sous forme d'obligations, des déficits publics et extérieurs élevés de pays engagés dans des dépenses d'infrastructures. Cette nouvelle forme d'intégration financière a coïncidé avec une rétraction du commerce international, revenu pour les exportations de 7,9% du PIB mondial en 1924 à 5,5% en 1930.

La grande dépression de 1929 a entraîné un défaut obligataire massif des deux tiers de ces Etats endettés, essentiellement en dollar. En 1930, la Bolivie, le Pérou, le Chili, le Brésil faisaient défaut. La débâcle atteint ensuite les pays européens avec en 1932, la Hongrie, la Grèce, la

³³ Cette partie est un résumé de l'article « La globalisation financière, facteur de développement ? », *Conjoncture*, BNP Paribas, mars 2003.

³⁴ M. Flandreau et F. Zumer, *Les origines de la mondialisation financière, 1880-1913*, Centre de développement de l'OCDE, 2004.

Bulgarie, la Yougoslavie, et surtout l'Allemagne. Les flux de capitaux privés vers les PED sont ensuite restés faibles jusqu'au début des années 1970

c) 1973-1982

Dans le cadre d'un contrôle des changes assez général et d'une instabilité monétaire chronique des principales devises, les grandes banques internationales ont assuré 64% de cette troisième grande vague de financement extérieur des PED. Elles ont recyclé les pétrodollars sous forme de crédits. Les Etats ont bénéficié de 80% de ces flux qui ont financé des déficits budgétaires creusés par des politiques dispendieuses d'infrastructures et de soutien aux stratégies de substitution d'importations. La dégradation de la solvabilité publique et externe des PED a entraîné des défauts massifs à partir de 1982 (culminant à plus de 30% du nombre des PED en 1988), lorsque le deuxième choc pétrolier a réduit leurs débouchés extérieurs et lorsque les politiques désinflationnistes des grandes économies occidentales ont accru les taux d'intérêt réels.

d) 1990-1997

Cette vague de financement massif des PED a été accompagnée d'une forte intégration commerciale, sous l'effet de l'adhésion progressive aux accords commerciaux internationaux et d'une libéralisation financière partielle. En 1997, certains pays pratiquaient un contrôle des changes strict (Chine, Inde, nombreux pays africains), d'autres la liberté totale des mouvements de capitaux (Argentine, Mexique, Turquie, Israël, Hong-Kong, Indonésie, Malaisie, etc.).

Flux nets de capitaux privés vers les PED (milliards USD)

1978	1981	1986	1996	2002
10	70	20	340	110

Cette vague de financement s'est distinguée de la précédente, non seulement par son ampleur mais aussi par la structure des flux. Pour les pays investisseurs, la part prépondérante du secteur privé s'est encore accrue. Les financements non générateurs de dette (IDE, investissement de portefeuille) ont représenté les deux tiers des financements totaux. Un marché obligataire s'est développé, finançant essentiellement les Etats.

Structure du financement extérieur des PED (%)

	1973-1981	1990-1997
IDE	16,8	50,3
Prêts bancaires	63,9	11,7
Obligations	3,5	15,2
Investissements de portefeuille	0,3	16,4
Financements officiels	15,3	6,4

Source : Banque mondiale.

La croissance des flux s'est accompagnée d'une accélération de leur vitesse de renouvellement. La partie court terme des crédits bancaires a progressé de 30% en 1986 à 55% en 1997. La maturité des émissions obligataires s'est raccourcie. Pour les pays bénéficiaires, la part du secteur privé est devenue dominante.

Flux de financements extérieurs privés à destination du... (%)

	1980	1997
Secteur public	80	33
Secteur privé	20	67

Source : Banque mondiale

Au total, au cours des années 1990-1997, les grandes firmes internationales sont devenues pour la première fois des acteurs majeurs du financement des PED via les IDE, en accompagnement de l'intégration commerciale. Les financements de marché (actions et obligations) ont retrouvé un poids non négligeable, bien qu'inférieur à celui des deux premières vagues.

Les causes de la vague de financement des années 1990 :

- Les innovations technologiques dans les domaines de l'information et de la communication ont réduit les coûts de communication et de transfert de données. Ceci a favorisé le contrôle de l'information à distance en temps réel par le "management" des entreprises.
- Les innovations financières ont aussi facilité cette progression : "mutual funds", "hedge funds" et banques d'investissement ont diversifié leurs investissements sur le plan géographique.
- Le financement est venu davantage de la monétisation internationale du dollar que du surplus d'épargne. Les surliquidités internationales en dollar résultent de l'expansionnisme monétaire de la FED, des déficits extérieurs américains et du multiplicateur de crédit international du dollar. Elles ont nourri des bulles financières et immobilières, et des surcapacités de production.
- Les PED, de leur côté, ont attiré les financements extérieurs grâce à un mouvement historique de libéralisation. Dans de nombreux pays d'Amérique latine, Asie et d'Europe de l'Est, les marchés domestiques ont été libéralisés ou dérégulés : prix, taux d'intérêt, conditions d'exercice des activités financières.

D'après la Banque mondiale, l'écart de revenu par habitant entre pays investisseurs et pays bénéficiaires s'est creusé d'une proportion de 1 à 3 avant 1929 vers une proportion de 1 à 8 depuis 1990, ce qui est généralement considéré comme un indicateur des différences de niveaux d'infrastructure et de "corporate governance".

A partir de 1997-1998, à la différence des deux épilogues précédents, les crises se sont matérialisées plutôt par des décrochages de taux de change que par des défauts de pays. Les caractéristiques communes aux pays ayant traversé ces crises financières sont un régime de change administré, une liberté des mouvements de capitaux et des vulnérabilités structurelles graves, de nature macroéconomique (déficits publics et extérieurs élevés dégradant la solvabilité du pays et de l'Etat), ou microéconomique (bilans déséquilibrés des banques et des entreprises), ou bien des deux.

2. Les leçons de l'histoire :

• La globalisation financière n'est pas un phénomène irréversible :

Alternance des périodes de libéralisation et de resserrement du contrôle des opérations en capital, ainsi que de flux et reflux de capitaux. En témoigne le ratio du stock de capitaux étrangers sur PIB des PED, inférieur en 1998 (22%) à celui de 1913 (30%).

• la globalisation financière est cyclique :

Depuis la fin du XIXe siècle, plusieurs phases de financement extérieur massif ont échoué sur une de crises de la dette ou une crise financière. Au départ, on trouve généralement un surplus d'épargne de pays investisseurs en quête de rémunérations élevées donnant aux PED un accès facile au financement extérieur. D'où le creusement du déficit courant et la formation de bulles spéculatives via notamment l'excès de crédit et/ou l'appréciation du taux de change réel. Ensuite, difficulté des pays d'accueil, dont l'endettement extérieur s'accroît, à élever leur PIB potentiel et leurs exportations. Survient la crise précédant une rétraction violente des financements extérieurs.

• Les financements extérieurs privés ne garantissent pas une croissance durable.

Le PIB par tête n'a ainsi progressé au cours de la décennie 1980 que de 0,7% l'an dans les PED contre +2,5% l'an dans les pays développés. *A contrario*, la croissance des PED a pu être soutenue durablement sans financements extérieurs importants dans les années 1950 et 1960.

• L'intégration commerciale favorise davantage la croissance économique que l'intégration financière.

Intégration commerciale et intégration financière peuvent se renforcer mutuellement (périodes 1880-1913 et 1990-1997). Elles peuvent aussi être décorréliées, soit une intégration financière sans intégration commerciale (années 1920 et années 1970), soit une intégration commerciale sans intégration financière (années 1950 et 1960).

• L'ouverture commerciale (libre-échange) est en général suivie d'une intégration commerciale (part croissante du commerce extérieur dans le PIB), laquelle à son tour favorise une croissance durable.

- **L'ouverture financière** (libéralisation des opérations en capital) n'est pas une condition nécessaire à **l'intégration financière** (augmentation du stock des capitaux extérieurs rapporté au PIB). En témoigne la progression des flux de capitaux vers la Chine depuis une quinzaine d'années. L'intégration financière, à son tour, ne garantit pas une croissance durable.

- **Les financements extérieurs d'investissements décidés à partir de critères politiques locaux sont contreproductifs.**

Tels les prêts servant à financer d'importants déficits budgétaires et extérieurs de PED.

- **Au total, si l'on synthétise ces leçons d'expérience, l'extension de la globalisation financière aux PED recèle des composantes cycliques animées par le cycle d'investissement et les bulles des grands pays développés. La globalisation financière ne semble constituer un facteur de développement que si elle renforce l'intégration commerciale, sinon elle risque de se transformer en dépendance financière.**

3. Des effets bénéfiques sous conditions

La croissance est tendanciellement plus forte dans les économies financièrement les plus ouverte.

- **L'effet quantité**

En économie ouverte, les capitaux vont s'investir – en théorie – dans les pays à un stade de développement moins avancé, pour lesquels les gains potentiels de productivité sont plus élevés que dans les pays d'origine, ce qui accroît la croissance potentielle des pays récipiendaires.

Si, en longue période, la corrélation entre épargne domestique et investissement est forte, en revanche, la corrélation entre épargne étrangère et investissement est faible. L'épargne étrangère peut conduire dans certaines circonstances à une réduction du taux d'épargne domestique et contrarier la hausse attendue du taux d'investissement. Elle peut aussi être affectée à des dépenses de consommation. Elle peut aussi entraîner un excès de liquidités, d'où une hausse des prix *via* la monétisation des réserves de changes lorsque le taux de change est fixe ou l'appréciation directe du taux de change lorsque ce dernier est flexible. Cela amène une dégradation du solde de la balance des paiements courants, de la solvabilité externe, une augmentation de la prime de risque, donc du coût de financement du capital. Ces mécanismes ont joué notamment dans nombre de pays d'Amérique latine au cours de la décennie 1990 (exemple du Mexique de 1989 jusqu'à la crise de décembre 1994).

- **L'effet qualité**

Les effets d'entraînement sur l'économie dépendant des transferts de technologie. Ils dépendent des "effets d'agglomération" (état des infrastructures, degré d'industrialisation, maillage urbain) et de la capacité d'apprentissage ou d'assimilation. Cette dernière est liée à l'existence d'une classe d'entrepreneurs active et au niveau général d'éducation de la population. Elle nécessite que l'écart technologique entre le pays investisseur et le pays hôte ne soit pas trop important, de manière à favoriser l'assimilation. Le rôle des infrastructures, du capital humain, du cadre juridique, de la stabilité macroéconomique, du degré de concurrence et du système bancaire est essentiel.

D'où la conclusion de la Banque mondiale et du FMI : le nombre de PED bien préparés à absorber des capitaux extérieurs est limité car l'agrégation de ces différents critères détermine des seuils à partir desquels l'absorption des flux de capitaux extérieurs devient favorable à la croissance. L'efficacité peut être puissante pour des pays comme la Chine ou le Mexique.

Signalons l'intérêt des IDE par rapport aux autres formes de financement :

- Moyen non inflationniste de financer le développement
- Promotion des secteurs exportateurs
- Pas de hausse de la dette extérieure

4. Une volatilité des capitaux préjudiciable à la croissance

L'amplitude forte des fluctuations des flux de capitaux vers les PED résulte de divers facteurs :

- Les surliquidités des pays développés recyclées vers les PED conduisent régulièrement à la formation de bulles.
- L'amplitude du cycle financier des PED est accentuée par leur poids financier relativement modeste. A titre illustratif, sur la période 1995-2001, les flux nets de capitaux privés vers les Etats-Unis ont représenté un montant analogue à ceux destinés à l'ensemble des PED. Une réallocation partielle du portefeuille financier des grands acteurs économiques internationaux peut donc entraîner d'importantes variations des flux de capitaux vers les PED.
- La forte volatilité des capitaux de court terme, dont les investissements de portefeuille. D'après la Banque mondiale, l'élasticité de la dette court terme au PIB des PED est 2,2 fois plus élevée que la dette moyen terme ;
- Comparé aux grandes économies, le retournement du cycle des PED peut être plus violent car :
 - les banques locales profitent de l'augmentation de leurs actifs en devises pour distribuer généreusement des crédits en monnaie locale, collatéralisés par des actifs eux-mêmes souvent surévalués par une bulle immobilière ou boursière ;
 - les possibilités de diversifier les actifs sont plus limitées dans les PED que dans les pays développés. En cas d'incertitude, les investisseurs sont donc incités à préférer les marchés financiers des pays industrialisés pour lesquels la diversification des placements est possible ;
 - les anticipations auto réalisatrices et les effets de contagion mimétique (disparition des points de repère d'un marché) sont d'autant plus importants que les pays sont peu développés.

Après une crise, les contractions du PIB ont fréquemment atteint environ 10% sur une année (Mexique en 1994 ; Indonésie, Thaïlande, Corée et Russie en 1998 ; Turquie en 1998 et 2001 ; Argentine en 2001 ; Uruguay en 2002), contre une légère récession pour les grandes économies.

Sur la période 1970-2001, la croissance a été plus forte dans les économies financièrement les plus ouvertes, sur soixante pays observés. Mais les études concernant strictement les PED aboutissent à des conclusions décalées par rapport à la précédente : la fréquence des crises sur la période 1970-2000 a été élevée dans les PED "ouverts", c'est-à-dire dont le compte de capital est libéralisé, sensiblement supérieure à celle des PED "fermés". Cette fréquence a été faible pour les pays développés, qu'ils soient "ouverts" ou "fermés". Au sein des PED, la relation paraît forte entre la liberté donnée aux flux financiers de court terme, la dégradation des bilans bancaires et les crises.

Fréquence des crises (% de pays)

Compte de capital	Pays développés	PED
Fermé	8.8	25.1
Ouvert	9.7	61.6

Sources : Philippe Martin, Federal Reserve Bank of New York and CEPR, Hélène Rey, Princeton University, CEPR and NBER.

L'ouverture financière est a priori positive mais une ouverture trop rapide peut être préjudiciable, comme celle de certains PED dans les années 1990 au regard de l'évolution de leurs structures internes. On constate, *a contrario*, une stabilité financière de pays fermés comme l'Inde, la Chine, ou bien réussite de la mise en place d'un contrôle sélectif des changes comme en Thaïlande en 1998.

La vulnérabilité financière de nombre de PED aux chocs extérieurs a sensiblement diminué ces dernières années : reconstitution des réserves de changes (*via* notamment le redressement du solde des balances des paiements courants), dégonflement des bulles, dont les surévaluations de taux de change, redressement des systèmes bancaires locaux et, enfin, passage d'un régime de change fixe à un régime de flottement (Asie, Amérique latine, voire Europe de l'Est).

C) La crise de la dette des PED dans la décennie 1980

1. Les causes

La montée de l'endettement des PED dans les années 1970 a quatre causes :

- Le recyclage des pétrodollars
- La montée du prix des matières premières
- Le faible niveau des taux d'intérêt (négatifs de 1975 à 1977).
- Le financement des politiques autocentrées

L'encours total de la dette a été multiplié par 4 de 1974 à 1982. L'accélération de l'inflation dans la décennie 1970 a entraîné une augmentation des prêts à taux variables (10% en 1970 ; 40% en 1980). En 1980-1982, la conjoncture change : la croissance mondiale ralentit, les termes de l'échange des PVD se dégradent, le dollar monte, l'inflation diminue, les taux d'intérêt augmentent. Pour l'ensemble des PVD, la charge du paiement des intérêts double de 1979 à 1982. La récession mondiale, venue des USA, provoque des pertes de débouchés pour les PED et la chute du cours des matières premières et des recettes d'exportation. Le rapport 'service de la dette/exportations' passe de 5% en 1973 à 20% en 1982.

La crise éclate en 1982 : le 15 août 1982, le Mexique déclare un moratoire³⁵ unilatéral car il ne peut plus assurer le service de sa dette extérieure, dont l'encours est estimée à 80 milliards de \$. Il sera suivi par la plupart des pays endettés, notamment latino-américains. Au cours de l'année 1982, près de 25 pays demandent un rééchelonnement de leur dette : Brésil, Argentine, Chili, Inde, Venezuela, Yougoslavie, Nigeria. La crise des paiements atteignait la fraction la plus industrialisée des PVD : les pays à revenu intermédiaire. Cette crise traduit l'échec des stratégies de développement autocentré et l'imprudence des banques.

1982 marquera le début de la fin du financement bancaire du développement. Devant les risques de faillites de grandes banques et d'effondrement du système financier international, le FMI va intervenir pour éteindre l'incendie.

2. Les premières solutions

Le mécanisme de soutien suivant sera utilisé dans ces pays :

- ✓ Augmentation des prêts du FMI. Les ressources du FMI furent augmentées par l'augmentation des quotes-parts et par des emprunts auprès du G 10 et de l'Arabie Saoudite. L'octroi de ces prêts est conditionné à la mise en œuvre de programmes de stabilisation visant à réduire la demande interne et par voie de conséquence les importations.
- ✓ Nouveaux prêts accordés par les banques internationales, souvent destinés à acquitter simplement une partie du service de la dette passée. Cela leur évite d'inscrire brutalement en perte des créances qu'elles détiennent sur les PED mais cela les expose davantage au risque.
- ✓ Rééchelonnement des dettes : les créanciers s'accordent avec les débiteurs pour allonger les délais de remboursement du capital. En 1983, un processus de renégociation de la dette a été lancé devant le club de Paris (créanciers publics) et le club de Londres (créanciers privés).

Ces mesures sont insuffisantes ou inadéquates ; le ratio dette / exportations pour les PED passe de 175% en 1982 à 212% en 1985 (197% en 1989).

Le plan Baker de 1985 s'inscrit dans la même perspective : il prévoit l'octroi de 30 milliards de \$ de prêts à 15 grands PED endettés. Après l'annonce du plan Baker, le FMI a créé une nouvelle *facilité d'ajustement structurel*, destinée aux pays ayant des problèmes persistants de balance des paiements. Le plan Baker n'a pas permis aux PED de drainer des fonds car les banques commerciales étant devenues beaucoup moins exposées (provisionnement ces créances douteuses) se sont en partie désengagées. Ce plan s'est heurté à des contraintes financières :

- ✓ les prêts bancaires privés ont baissé continuellement : 35 M de \$ en 1983 ; 15 en 1985 ; 7 en 1986 et en 1987.

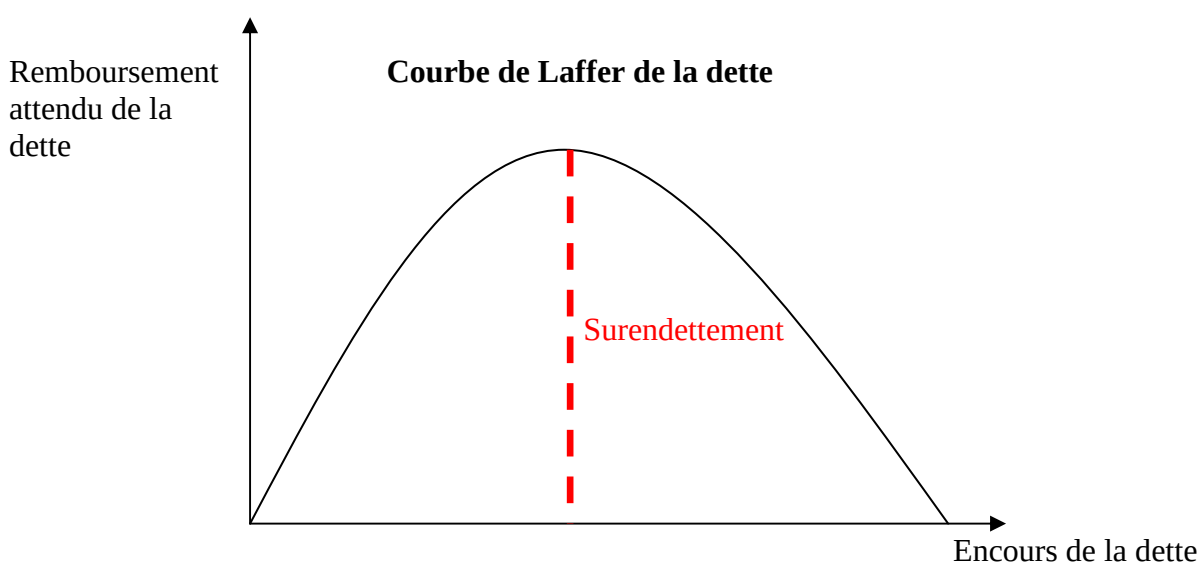
³⁵ Un *moratoire* est une suspension de paiement. Les méthodes étaient plus expéditives jusqu'en 1925 : les pays pratiquaient la *répudiation* pure et simple de la dette de l'ancien régime (Mexique, URSS), quitte à se fermer le marché pour longtemps. Réponse des créanciers : la canonnière hier, l'acquisition de monopoles publics aujourd'hui.

✓ Le retour des échéances rééchelonnées (à un taux d'intérêt majoré) a dégradé la situation. Le plan Baker, fondé sur l'injection d'argent frais, s'est révélé un échec. Les banques commerciales ont rechigné à prêter, ne voulant pas se trouver en difficulté une nouvelle fois.

A la fin des années 1980, les PED vont rembourser davantage de crédits qu'ils ne vont recevoir de nouveaux prêts, ils deviennent exportateurs nets de capitaux.

La nouvelle stratégie des banques internationales : continuer à accorder des prêts ne fait que retarder l'échéance de la remise en ordre et à alourdir le montant des créances improductives. Un large mouvement de provisionnement des créances douteuses sur les PVD s'amorce en 1987. Elles vont porter le montant de leurs provisions à environ 30% de leurs prêts aux PVD. Cela s'inscrit dans une période de mise en ordre du système bancaire international qui débouche sur une réglementation des fonds propres des banques en 1988. Le ratio Cooke stipule que le montant des fonds propres doit représenter au moins 8% du total des engagements.

La contraction de la demande interne se réalise surtout au détriment de l'investissement, ce qui réduit les capacités de production des pays endettés et l'aptitude au remboursement. Cette situation de surendettement est symbolisée par la courbe de Laffer de la dette (Krugman).



Remarque : la soutenabilité de la dette extérieure

La dette augmente en raison du déficit de la balance courante primaire (hors intérêts) mais aussi du paiement d'intérêt (effet boule de neige). La dette est supportable lorsque le rapport dette/PIB tend vers une valeur finie. On peut démontrer que la dette est soutenable si le taux de croissance du PIB est supérieur au taux d'intérêt.

3. Les solutions de long terme

a) L'ajustement structurel

Volonté d'introduire une dimension structurelle au processus d'ajustement marqué par une redéfinition du rôle de l'Etat et la libéralisation de l'économie, appelée aussi Consensus de Washington. Principales mesures : libre-échange interne et externe, libre circulation des capitaux, privatisation, déréglementation, libération des prix (suppression des caisses de stabilisation), diminution des dépenses publiques, équilibre budgétaire, libre fluctuation du taux de change (c'est-à-dire dépréciation de facto, ce qui permet de baisser les importations et augmenter les exportations), contrôle de la masse monétaire.

Pour des économies longtemps protégées, le coût économique et social fut élevé. Le FMI, à l'origine de ces préconisations, fut très critiqué. Il fut accusé de ne pas défendre les intérêts des plus pauvres, de ne prendre en compte que les aspects financiers et les intérêts des banques occidentales. Pendant *les émeutes de la faim*, comme au Venezuela en 1989, le FMI a été mis en cause.

Dans les années 1980, la crise de la dette des PED va remettre le FMI au centre du dispositif institutionnel financier international. N'ayant plus à surveiller les parités fixes, il aide désormais les

PED à rééquilibrer leur balance des paiements en leur prêtant à court terme. La gestion de la dette des PED permettra au FMI de justifier son existence après l'effondrement de Bretton Woods.

b) La réduction de la dette

L'idée de réduire la dette des pays les plus endettés progresse. Cette nouvelle approche reconnaît que certains PED sont insolvable et qu'il ne sert à rien de repousser en permanence l'échéancier de remboursement. Une dette externe excessive peut être néfaste car elle fait peser une menace permanente pour la stabilité de la balance des paiements, des finances publiques et de l'inflation, et mine la confiance des investisseurs.

Lors du sommet de Toronto en 1988, les pays du G7 acceptent d'annuler certaines dettes publiques pour faire disparaître le surendettement et refaire partir l'économie. La dette est aussi étalée dans le temps et à des taux inférieurs. L'accord de Toronto offre aux pays les plus pauvres le choix entre annulation d'un tiers des créances, allongement à 25 ans de la période de remboursement et réduction du taux de la dette.

Le plan Brady en 1989 propose l'allègement de la dette et recommande un soutien public aux opérations d'abandon de créances. Il associe le FMI, la Banque Mondiale et les banques privées. Les modalités de réduction s'appuient sur l'existence d'un marché secondaire des créances bancaires. Ce marché, actif depuis 1985, est un marché essentiellement interbancaire sur lequel s'échangent, moyennant une décote, les créances bancaires privées.

Il existe 3 types de mesures :

- ✓ le rachat de la dette : l'emprunteur rachète, grâce à un prêt de la Banque mondiale, sa dette en profitant de la décote qu'elle subit ; la banque se dégage en acceptant une perte. En 1989, la Bolivie a racheté la quasi totalité de sa dette à 10% de sa valeur nominale
- ✓ la conversion de dettes en actifs : la créance bancaire est transformée en droit de propriété sur des parts de sociétés du pays emprunteur. Ainsi, Nissan s'est implanté au Mexique en rachetant une partie des titres de la dette mexicaine détenue par Citicorp.
- ✓ l'échange de dettes contre des obligations : la créance bancaire à taux variable est échangée en une obligation à long terme à taux fixe et plus faible ; pour la banque, l'obligation est plus liquide et est assortie d'une garantie par une institution financière. Les obligations « Brady » sont garanties par le Trésor américain.

Bilan : 80% des PVD ayant eu des problèmes de dette ont conclu un accord Brady. La dette commerciale est réduite d'environ 10% et les sorties de capitaux de près de 30%.

Les accords de Toronto renforcés (1991) et les conditions de Naples (1994) amplifieront les efforts de réduction de dette. Avec les Conditions de Naples, on assiste à une réduction des deux tiers de la dette commerciale et un rééchelonnement du reste sur 23 ans dont 6 ans de grâce.

c) L'initiative PPTE :

Première initiative PPTE en 1996 vis à vis des pays pauvres très endettés. Lancée par le FMI et la Banque mondiale, sous la pression des ONG et de l'opinion internationale.

Nouveauté : prise en compte de l'ensemble de la dette publique, autant bilatérale que multilatérale (FMI, Banque mondiale, Banque africaine de développement, etc.).

But : aider les pays à réduire le poids de la dette extérieure à un niveau soutenable.

Deuxième initiative PPTE en 1999 : au sommet de Cologne, les pays créditeurs se sont engagés à réduire de moitié la valeur faciale de la dette des pays les plus pauvres. Les critères de sélection sont assouplis afin d'inclure un plus grand nombre de pays bénéficiaires et d'augmenter le volume des créances traités.

Conditions d'éligibilité à l'initiative PPTE :

- démontrer que la dette est insoutenable : sa valeur actualisée nette dépasse 150% des exportations et/ou 250% des recettes fiscales
- avoir formulé un programme de réduction de la pauvreté
- avoir apuré ses éventuels arriérés vis-à-vis des institutions financières internationales

- avoir appliqué les mécanismes classiques d'allègement de la dette (Club de Paris) sans avoir pu la ramener à un niveau soutenable.

2005 : initiative d'allègement de la dette multilatérale (IADM) :

- tous les pays dont le revenu per capita est inférieur à 380 \$ par an, PPTE ou non, bénéficieront d'un allègement de dette financé sur les ressources propres du FMI
- les PPTE dont le revenu per capita est supérieur à 380 \$ par an bénéficieront d'un allègement de dette financé par les pays du G8

En 2006, 42 pays avaient reçu le qualificatif de PPTE par le FMI et la Banque mondiale, 32 pays étaient éligibles. La plupart de trouvent en Afrique sub-saharienne. Selon une étude de la Banque de France, en 2005 seuls 14 pays avaient obtenu l'allègement complet et irréversible de leur dette.

Effets de l'initiative PPTE :

Desserrement de la contrainte financière des 28 pays entrés dans le processus. Selon le FMI et la Banque mondiale, le service de la dette/exportations est passé de 15.7% en 1998-1999 à 7.3% en 2004, le service de la dette/recettes budgétaires est passé de 23% à 12.5%. Parallèlement, les ressources budgétaires affectées à la réduction de la pauvreté sont passées de 6.4% à 8.1%.

Impact à relativiser : une partie des dettes contractées par les PPTE n'était dans les faits pas remboursée. Ainsi l'allègement du service de la dette ne fait que régulariser une situation existante.

En 2006, la dette des pays éligibles PPTE représente 180 milliards de \$, soit l'équivalent de la dette d'un seul pays comme le Brésil ou le Mexique ; la dette totale des pays du Sud atteint 2 500 milliards de \$. Il y a donc réduction du fardeau de la dette à court terme mais sans garantir son caractère soutenable à long terme.

L'allègement de la dette soulève des questions de fond :

L'allègement de la dette des PED n'est pas un acte de pure générosité de la part des créanciers :

- ✓ pour la dette privée : à partir d'un certain niveau d'endettement, le problème devient plus celui du créancier, menacé de faillite s'il ne rentre pas dans ses fonds, que celui du débiteur, à qui, de toute façon, on ne fera pas payer ce qu'il n'a pas.
- ✓ pour la dette publique : quand le remboursement de leur dette fait courir aux pays concernés des risques d'éclatement social et politique tels que pourraient être perturbés la carte des alliances politiques, les échanges commerciaux, les marchés des matières premières, etc., c'est plus du partenariat que de la charité que l'alléger ces remboursements.

Effet pervers de l'allègement de la dette :

- ✓ entretient la corruption des gouvernements
- ✓ diminue l'incitation des pays à rembourser leur dette dans la mesure où elles sont continuellement effacées (problème d'aléa moral)

Grace à des excédents courants, et à la croissance, les PED ont pu rembourser une partie de leur dette externe, si bien que le service de la dette externe des PED est passé en moyenne de 41% des recettes d'exportation en 2000 à 16% en 2007. Ils ont également vu les réserves de change augmenter considérablement, celles-ci atteignant 4 283 milliards de dollars en 2007.

Dettes extérieures en % du PNB :

Country Group Name	1981	1991	2001	2011
Emerging and developing economies (149 pays)	20	28	37	24
Commonwealth of Independent States (CEI)	n/a	n/a	49	35
Developing Asia (26 pays)	16	32	28	15
Middle East and North Africa (20 pays)	21	36	33	29
Sub-Saharan Africa (44 pays)	27	61	65	23
Western Hemisphere (Amérique latine)	32	38	38	21

Source : FMI.

D) Les crises financières des pays émergents dans la décennie 1990

1. La crise mexicaine de 1994 :

a) Les causes de la crise :

De 1985 à 1994, le Mexique a suivi un programme de réforme comprenant des privatisations, l'ouverture commerciale (signature de L'ALENA en 1992), le rééquilibrage des finances publiques et la lutte contre l'inflation. Si la situation peut paraître saine, les choix en matière de change se sont révélés dévastateurs. De façon à donner un repère à la politique monétaire, à stabiliser les négociations salariales et attirer les capitaux étrangers, un ancrage du peso sur le \$ américain a été décidé en 1988. Il ne s'agissait pas de changes purement fixes mais d'un système de parité glissante avec marge d'intervention.

Comme l'inflation était plus forte au Mexique, le peso s'est apprécié, en pouvoir d'achat, par rapport au \$. Il s'agissait donc d'un ancrage nominal et non réel. La compétitivité a diminué et le déficit de la balance des transactions courantes est passé de 3% du PIB en 1988 à 8% en 1994. Déficit logiquement comblé par un excédent de la balance des capitaux : toutefois, ces entrées de capitaux ont pris la forme, pour près des 4/5^{ème}, d'investissements de portefeuille ou de rapatriement de capitaux enfuis. Ressources instables par nature qui peuvent repartir en cas de retournement de la confiance.

b) Les mécanismes de la crise :

Le dérapage des paiements courants aurait dû amener une dévaluation du peso mais les autorités qui se trouvaient en période électorale ont écarté cette stratégie. Face à la hausse des taux d'intérêt aux EU, pour défendre le peso, les autorités ont relevé les taux d'intérêt et sont intervenues sur le marché des changes. La défiance persistante envers le peso a neutralisé les possibilités d'emprunt dans cette monnaie si bien que le gouvernement doit emprunter en \$. Des scandales politiques et les tensions au Chiapas ébranlèrent la confiance des investisseurs à un moment où les non résidents allaient présenter à l'échéance, début 1995, une dette de 60 MM de \$, en grande partie à court terme. Le peso fut dévalué puis mis en flottement en décembre 1994. Le marché financier s'effondra en 1995.

c) Les remèdes :

Recul d'un tiers des marchés financiers argentins et brésiliens en janvier 1995 et recul de 10% en moyenne des marchés financiers du Sud-est asiatique. Pour éviter une propagation de la crise financière, « effet tequila », une aide extérieure fut mise en place. 2 volets :

- ✓ Un accord de confirmation avec le FMI amena un prêt de 17.8 MM de \$. Contribution la plus importante que le FMI n'ait jamais consentie à un pays membre. Cela atteste de la prise de conscience des dangers de la mondialisation financière.
- ✓ Un prêt du Trésor US de 20 MM de \$ et de la BRI de 10 MM de \$

Un programme de stabilisation de l'économie vise à réduire rapidement le déficit courant.

Enseignement : la politique de change des pays émergents a un rôle essentiel. Le marché des changes est au cœur du marché financier international.

Michel Camdessus, directeur général du FMI à l'époque, qualifie la crise mexicaine de « *première crise du XXIème siècle* ». La globalisation des marchés financiers, la mobilité des capitaux et la rapidité des flux financiers expliquent que le Mexique s'est trouvé face à une crise financière avec une rapidité sans précédent. Un rapport confidentiel, commandé par le Fmi en 1995, a conclu que l'institution de Washington n'avait pas su prévoir la crise mexicaine.

2. La crise asiatique de 1997 :

a) Les causes de la crise :

Le choix de lier les monnaies asiatiques au \$ par le biais d'une parité fixe (« peg ») a favorisé l'entrée des investissements de portefeuille et l'endettement en devises. L'ancrage a permis de couvrir, et au delà de ce qui était nécessaire, le déficit des transactions courantes. Cet afflux de

capitaux (« surfinancement ») a désorganisé l'allocation des ressources : ainsi les banques pouvant se refinancer facilement en devises ont accordé des crédits à un rythme trop élevé, favorisant l'installation de capacités de production peu rentables et le développement de bulles spéculatives dans l'immobilier. Les biens immobiliers servant de gage pour les nouveaux prêts, la croissance du prix des actifs a entretenu la demande de nouveaux prêts.

Depuis 1990, le crédit bancaire s'est accru de manière excessive, le ratio crédit bancaire/PIB s'est envolé. En outre, le recours à des emprunts bancaires à court terme, en devises, est un facteur de fragilité. Les banques étant fragiles, les autorités hésitent à relever les taux. En 1997, le ratio « dettes à court terme en devises/réserves officielles » atteint 418% en Thaïlande, 325% en Corée, 320% en Russie.

La forte remontée du \$ par rapport au yen fait reculer la compétitivité en raison de l'ancrage de nombreuses monnaies de la région sur le \$. Les changes fixes entraînent une dégradation de la compétitivité, le creusement du déficit des paiements courants.

Créances douteuses des banques, change surévalué, endettement à court terme en devises, surinvestissement, bulles boursières et immobilière sont les points communs des pays touchés par la crise.

b) La dynamique de la crise :

La crise éclate avec le flottement du bath thaïlandais en juillet 1997. Jusqu'au mois d'octobre, les monnaies de la Malaisie, l'Indonésie et des Philippines s'effondrent. Les banques doivent faire face à la montée du service de la dette à court terme contractée en dollars. A la fin octobre, la crise des changes et financière s'étend aux autres pays d'Asie.

Année 1997	Evolution du taux de change	Evolution de l'indice boursier
Thaïlande	-47%	-55%
Corée du Sud	-47%	-42%
Hongkong	Stable	-20%

L'effondrement boursier est dû à la prise de conscience des faiblesses de la région, notamment le haut niveau d'endettement à court terme en devises. D'où retrait des capitaux.

Les crises financières des pays émergents des années 1990 suivent le cycle suivant, décrit par John Makin³⁶ :



c) Les réactions face à la crise :

Soutien du FMI : 21 MM de \$ pour la Corée, 11.2 pour l'Indonésie, 4 pour la Thaïlande. Les tirages ont nettement dépassé les limites habituelles des accords de confirmation et le FMI a créé en décembre 1997 la *facilité de réserve supplémentaire* destinée aux pays confrontés à des difficultés exceptionnelles de la balance des paiements résultant d'une défaillance soudaine des marchés. De plus, des soutiens financiers bilatéraux et multilatéraux hors FMI ont été accordés.

Contrepartie : engagements de réforme de la part des autorités pour restructurer le secteur bancaire, démanteler les monopoles et les ententes, la privatisation, la mise en place de dispositifs de protection sociale.

d) Les enseignements de la crise :

La crise asiatique montre aussi les dangers des changes fixes. Elle a aussi mis à jour d'importantes carences : ratio de fonds propres insuffisants, engagements excessifs dans certains

³⁶ Excès de capacité, bulle boursière et perspectives économiques, Le Figaro, 12 février 1999, p. 40.

secteurs, créances douteuses, capitalisme de connivence. Dans le capitalisme de connivence (*crony capitalism*), les droits des actionnaires et des créanciers, le système juridique et la vérité des prix ne sont pas des réalités solidement établies. Les institutions financières sont peu transparentes, les prêts aux entreprises répondent plus souvent à des motivations politiques ou au favoritisme qu'à un strict calcul de rentabilité. Les banques sont donc fragiles, les investissements moins rentables et plus risqués qu'il n'y paraît.

e) Les suites de la crise asiatique :

On assiste à une montée de la défiance envers les marchés émergents en 1998. Fort effet de contagion en provoquant le retrait des capitaux volatils (fuite vers la qualité) et des attaques spéculatives contre les monnaies.

La crise russe

En Russie, en août 1998, les autorités russes annoncent le flottement du rouble (il perd 70% de sa valeur par rapport au \$ en 6 mois), un moratoire de 90 jours sur le remboursement des crédits extérieurs en \$ et une restructuration unilatérale de la dette publique en rouble. Causes : le déficit budgétaire structurel en raison de l'incapacité à collecter les recettes fiscales et le très grand endettement de l'Etat qui finance son déficit budgétaire avec des bons du Trésor à court terme, détenus pour une large part par des non résidents. La crise asiatique oblige à augmenter les taux d'intérêt mais les sorties de capitaux augmentent.

Le FMI accorde un prêt de 20 MM de \$. Contrairement à l'Asie, en Russie le gouvernement était responsable de l'essentiel de l'endettement extérieur. Selon Kharas³⁷, le FMI a contribué à aggraver le mal en octroyant en 1996 un prêt qui lui a permis de maintenir artificiellement un taux de change surévalué. En l'absence de crédits du FMI, la Russie aurait dû dévaluer sa monnaie plus tôt et « à froid », restructurer sa dette et assainir ses finances publiques.

La faillite de LTCM :

La crise russe eut pour effet collatéral la faillite de LTCM en 1998. Il s'agissait d'un fonds spéculatif dont les positions consistaient à parier sur la réduction des écarts de rendement entre obligations de pays ou d'émetteurs différents. Après la crise russe, la course vers la qualité des investisseurs a eu pour effet l'accroissement de ces écarts alors que LTCM avait parié sur la réduction de ces écarts. L'effet de levier a amplifié les pertes.

Ironie de l'histoire : deux des principaux associés de LTCM, Robert Merton et Myron Scholes, avaient obtenu en 1997 le prix Nobel d'économie pour leurs travaux sur le risque, et notamment sur l'évaluation de l'instrument ultime pour s'en protéger, les options ! Leur technique consistait à prendre des positions à terme sur des actifs affichant des prix 'anormaux', la majeure partie d'entre eux devant statistiquement revenir à leur valeur d'équilibre.

La crise brésilienne

Au Brésil, l'ancrage du real sur le \$ exacerbe les attaques spéculatives. Pour vaincre l'inflation (2500% en 1993), les autorités ont en 1994 lancé une nouvelle monnaie rattachée au dollar (1 real = 1 \$). L'appréciation du taux de change handicape la compétitivité et dégrade la balance courante. Les taux élevés attirent les capitaux étrangers, prenant surtout la forme d'investissements de portefeuille. Suite à la crise russe, le real est attaqué en août et septembre. Il s'en suivit une diminution rapide des réserves de change et le FMI tenta de sauver le real par une infusion massive de \$.

Mais les investisseurs continuèrent à se dégager du real dans la mesure où les efforts du FMI n'avaient pas modifié fondamentalement les politiques brésiennes. Le déficit budgétaire est élevé et le gouvernement a du mal à faire passer son programme de rigueur budgétaire. Quand plusieurs Etats brésiliens annoncent qu'ils refusent d'honorer leur dette vis-à-vis du gouvernement central, la spéculation se déchaîne. Les autorités doivent se résoudre en janvier 1999 au flottement du real qui perd en 10 jours 45% de sa valeur. Le FMI accorde un prêt de 18 MM de \$, la Banque mondiale de 9 MM de \$ et les EU 14.5 MM de \$.

Bis repetita avec la Turquie qui va devoir dévaluer en 2001.

³⁷ H. Kharas, « An Analysis of Russia's 1998 Meltdown : Fundamentals and Market Signals », *Brookings Papers on Economic Activity*, 2001.

Comparaison des crises de la 1^{ère} et de la 2^{ème} génération

	Crises de la 1 ^{ère} génération Années 1980	Crises de la 2 ^{ème} génération Années 1990
Symptôme	Moratoire sur la dette	Chute de la bourse et du taux de change
Créanciers	Banques	Fonds de placement, fonds spéculatifs
Types de capitaux	Prêts	IDE, investissements de portefeuille
Causes	Hausse des taux d'intérêt Récession économique Faiblesses macroéconomiques	Changes fixes avec le dollar Excès de crédit (surfinancement), Spéculation
Durée d'arrivée de la crise	Plusieurs années d'endettement excessif	Quelques mois de politique monétaire laxiste
Résolution	Ajustement structurel Rééchelonnement de la dette Réduction de la dette	Prêts du FMI Restructuration des banques Réformes structurelles

3. Les enseignements de ces crises financières

1. Le rôle du FMI :

Issue commune à toutes les crises : aide du FMI et de la communauté internationale (près de 150 milliards de \$ pour les plans asiatique, russe et brésilien).

Points positifs du FMI :

C'est le pompier de la finance internationale, il permet d'arrêter des phénomènes de contagion. Comme lors d'une épidémie provoquée par un virus, les sujets sains peuvent être atteints et il convient de les protéger.

Reproches faits au FMI :

- ✓ Incapacité à prévoir les crises : 3 mois avant le déclenchement de la crise asiatique, le FMI ne notait aucun signe d'alarme en Corée du Sud, en dehors du besoin de réforme du système bancaire. Le Bureau indépendant du FMI, qui scrute l'activité de l'institution, a écrit dans un rapport de 2007 sur la qualité de la surveillance du système financier international : « *Le FMI n'a tout simplement pas été aussi efficace qu'il aurait dû l'être* ».
- ✓ Sévérité des programmes d'ajustement, qui aggravent la contraction de la demande intérieure et accentuent la récession. Ainsi le FMI demandait à la Thaïlande de conserver un taux d'inflation inchangé en dépit d'un effondrement de 50% du taux de change
- ✓ Recommandations inadaptées : il a incité des pays émergents à adopter des systèmes de currency board (changes fixes), qui se sont terminés en crise à la fin de la décennie 1990, sans avoir rendu public les risques inhérents à ce type de régime de change
- ✓ Crise argentine : durant les années 1990, ce pays était considéré comme le « bon élève de la classe » du fait de son application à adopter les mesures du FMI, ensuite on a laissé ce pays se débrouiller dans une grave crise
- ✓ Critique libérale : bureaucratie gaspilleuse d'argent public, encouragement au laxisme financier, à la corruption et au détournement de fonds dans les pays bénéficiaires
- ✓ Inutilité à partir des années 2000 : le FMI « *est vidé de toute utilité depuis que les pays du Sud, de l'Amérique latine à l'Asie de l'Est en passant par la Russie ont remboursé leurs dettes* » écrit Jacques Attali³⁸

³⁸ L'Expansion, 11 juillet 2007.

- ✓ Aléa moral : on renfloue les créanciers privés au moyen de crédits publics. Le FMI crée un aléa moral et encourage les investisseurs à prendre des risques excessifs. Les prêts du FMI sont destinés aux pays dont la gestion monétaire est la plus instable, à des conditions de taux d'intérêt plus favorables que celles du marché mondial. « *Les pays les plus stables financent les plus instables et, globalement, il existe une prime à l'instabilité* » selon Pascal Salin.

Revenons sur le dernier point : l'aléa moral.

Il y a **aléa moral** lorsqu'en fournissant une assurance contre un risque donné, on encourage des comportements qui rendent la concrétisation de ce risque plus probable. Prenons le cas d'un grand Etat qui s'endette continûment et qui subit une perte de confiance. Le pays est trop grand pour faire défaut à cause des effets en retour qu'une faillite aurait sur ses créanciers et des faillites en chaîne et du risque systémique. Si le pays est trop grand pour faire défaut, l'aléa de moralité est objectivement constitué.

Le FMI est une sorte de sauveteur qui pousse à des comportements risqués. Le sauvetage public permet à certains de ne pas assumer les pertes dont ils sont responsables, ce qui favorise leur irresponsabilité. Philippe Maystadt, président du comité intérimaire du FMI entre 1993 et 1998, écrivait : « *Si les investisseurs privés sont surs que la collectivité internationale paiera, ils ne sont guère incités à la prudence* ³⁹ ».

On retrouve la même critique chez John H. Makin, économiste associé de l'American Enterprise Institute. « *Le sauvetage du Mexique, dont le FMI et le Trésor se sont tant glorifiés, a créé un problème majeur de 'risque moral' qui a stimulé des flux supplémentaires de capitaux privés à destination de l'Asie, de la Russie et de l'Amérique latine. Et ces flux ont contribué à la création d'excès de capacité massifs dans ces pays, tout en laissant espérer aux investisseurs des niveaux de rentabilité très exagérés. (...) Le FMI, pour l'essentiel, a gaspillé les ressources que lui avaient confiées les pays industriels en les attribuant à un pays (la Russie) qui n'avait aucun espoir de satisfaire aux conditions posées par le Fonds. (...). L'affaire russe, tout comme la performance du FMI en Corée, en Indonésie et en Thaïlande, ne fait que refléter les décisions de gens qui n'ont pas à rendre de comptes. Si le directeur du FMI et ses adjoints avaient eu à gérer de cette façon de telles sommes dans le secteur privé, ils auraient été déclarés en faillite depuis bien longtemps et chassés du monde des affaires* ⁴⁰ ».

Le FMI a amendé sa doctrine :

- ✓ la libéralisation des capitaux n'est plus la panacée : si un pays souhaite contrôler les entrées de capitaux, le FMI ne s'y oppose plus
- ✓ des mécanismes de surveillance du caractère soutenable de la dette ont été mis en place

2. Les solutions pour prévenir les crises

a) La régulation du système financier international :

« *La coopération internationale est en elle-même une sorte de bien public. Tout le monde a intérêt à sa stabilité et à sa crédibilité, mais personne n'est individuellement incité à éviter les actions susceptibles de la mettre en péril.* ⁴¹ » Jean-Pierre Petit.

Un Forum sur la stabilité financière a été créé en 1999, à l'initiative du G7. Il regroupe des autorités financières nationales (banques centrales, ministères des finances), plusieurs organisations internationales et groupements élaborant des normes dans le domaine de la stabilité financière. Ses objectifs concernent la supervision et la surveillance des institutions financières

b) La conditionnalité des prêts :

Elle permet de surveiller le bon usage des ressources et d'exercer des pressions pour réformer les structures inadaptées. La conditionnalité englobe le contrôle du crédit, l'information sur la situation économique et financière des entreprises et des projets (« corporate gouvernance »), l'amélioration de la transparence.

c) L'application de normes prudentielles :

³⁹ *Le Monde*, 6 octobre 1998.

⁴⁰ « *Les responsabilités de la crise financière internationale* », *Le Figaro*, 1998, p. 44.

⁴¹ *Comment « réguler » le système financier international ?*, Lettre de conjoncture BNP, mai 1999, p. 8.

Dans le cadre du comité de Bâle, il a été décidé la mise en place de ratio de solvabilité :

- Le ratio Cooke en 1988, selon lequel les fonds propres des banques doivent représenter au minimum 8% des engagements. Fonds propres de la banque > 8 % des risques de crédits (Bâle I)
- Le ratio McDonough en 2004, plus fin que le ratio Cooke auquel il succède car il prend en compte le risque plus ou moins élevé des différents prêts accordés. La formule du ratio est: Fonds propres > 8% des risques [de crédits (85%) + de marché (5%) + opérationnels (10%)] C'est Bâle II.

d) La limitation des flux de capitaux à court terme :

Pour une économie aux fondements macroéconomiques et financiers fragiles, un contrôle sélectif des capitaux de court terme potentiellement spéculatifs peut être préférable.

Keynes était favorable à un contrôle des mouvements de capitaux à la fois à l'entrée et à la sortie ; Krugman est partisan d'un recours temporaire au contrôle des changes pour les pays en crise, afin de pouvoir baisser les taux d'intérêt sans faire plonger la monnaie. Stiglitz préconise un contrôle des capitaux à court terme, à l'image du système pratiqué au Chili et en Malaisie. Tobin considère que la Chine a mieux résisté à la crise asiatique de 1997 grâce au contrôle des capitaux.

Le contrôle des flux de capitaux au Chili :

A partir de 1990, le retour à la démocratie et le maintien de politiques libérales ont entraîné d'importants mouvements de capitaux étrangers vers le Chili. Pour éviter une appréciation excessive du taux de change, la Banque centrale a décidé en 1991 d'établir une réserve non rémunérée sur les crédits externes, c'est-à-dire les prêts accordés par des banques étrangères à des firmes et banques locales. Cette mesure avait pour but de décourager l'entrée de capitaux à court terme qui cherchaient à profiter des taux d'intérêt élevé du marché chilien.

Cette réserve, de 20% du montant du flux, est ensuite passée à 30%. Elle devait être maintenue à la Banque centrale pendant un an, indépendamment de la durée du crédit. Le coût pour les flux de court terme est supérieur pour ceux de long terme. Ainsi la Banque centrale pénalise les investisseurs qui cherchent à bénéficier des différentiels d'intérêt et à spéculer avec l'évolution du cours de change.

La Colombie a fait de même en mettant en place un coefficient de réserves obligatoires que les banques doivent maintenir à la banque centrale en contrepartie de ce qu'elles reçoivent en devises et autres dépôts étrangers à court terme. Le coût est indépendant de la maturité des crédits, ce qui est plus pénalisant pour les flux de court terme. L'objectif est de limiter l'appréciation du taux de change réel, pénalisant pour la compétitivité des firmes et à l'origine de nombreuses crises financières.

Efficacité : le poids des flux de capitaux à long terme a progressé, donc moindre sensibilité aux flux à court terme. Lors de la crise mexicaine de 1994-1995, on estime souvent que les contrôles à l'entrée de capitaux spéculatifs ont permis au pays de se maintenir à l'abri des fuites intempestives de capitaux.

Impact sur le taux de change réel peu significatif. *« Il n'y a pas un consensus parmi les économistes sur l'efficacité de la réserve »* écrit Marcelo Soto⁴² en 1998. *« Si l'on tient compte de tous les flux, (...) la réserve obligatoire n'a eu aucun effet statistiquement significatif. (...) l'entrée de différentes sortes de capitaux à court terme – qui ne sont pas astreints à la réserve – semble avoir compensé la diminution de crédits étrangers. En même temps, les contrôles ne présentent aucun effet significatif sur le taux de change réel. »*

Les bons fondamentaux du Chili réduisent la valeur de l'exemplarité d'un tel mécanisme pour les autres pays. La stabilité de l'économie chilienne semble plus due à une politique budgétaire rigoureuse, à la crédibilité de la Banque centrale dans la lutte contre l'inflation et à la supervision stricte des institutions bancaires.

⁴² Le contrôle des flux de capitaux au Chili : sept années d'expérience, *Problèmes économiques*, n°2601, 27 janvier 1999.

e) La taxe Tobin :

Taxe de 0,1% pour mettre des grains de sable dans les rouages de la finance internationale car si les capitaux spéculatifs ne déclenchent pas les crises, leur extrême volatilité contribue à leur aggravation et à leur donner un caractère mondial.

Pour Bernard Cassen, président d'Attac de 1998 à 2002, cette mesure sanctionnerait le retour du politique dans un champ qu'il a abandonné et permettrait de reconquérir les espaces perdus par la démocratie au profit de la finance. « *Que les élus et les gouvernements entreprennent de taxer la spéculation sur les monnaies signifierait qu'ils reprennent pied et entendent avoir leur mot à dire dans la sphère financière, qu'ils ne s'en remettent plus à l'autorégulation des marchés*⁴³ »

La taxe Tobin est parfois appelée taxe 'Robin des bois', puisque selon ses concepteurs elle censée prendre de l'argent aux riches pour le donner aux pauvres, tel le héros légendaire de la forêt de Sherwood. L'idée a séduit un large éventail de supporters, dont Nicolas Sarkozy, Angela Merkel, Mario Monti, Bill Gates, Georges Soros, Al Gore, le pape Benoît XVI. Elle est aussi devenue une cause défendue par des ONG, le mouvement Occupy Wall Street et même la Commission européenne. Le 16 novembre 2011, le Sénat français adoptait un projet de loi en faveur d'une telle taxe. En revanche, le chancelier de l'Echiquier, George Osborne, a décrit ce projet comme un « *suicide économique* ».

Limites de la taxe Tobin :

- ✓ Inefficacité de la taxe dans les grandes crises monétaires : à 0.1%, elle ne dissuaderait pas les spéculateurs qui tirent des profits de dévaluations de l'ordre de 10% à 50%.
- ✓ Impossibilité de séparer les transactions de paiement et les transferts spéculatifs, donc tout sera taxé avec un risque de frein aux échanges commerciaux
- ✓ Risque d'accroître la volatilité au lieu de la diminuer. On va décourager les arbitragistes qui assurent la liquidité du marché, et la spéculation qui est nécessaire pour se couvrir sur le marché des changes. Or plus le marché est étroit, plus les fluctuations sont grandes
- ✓ Illusion de penser que tout le monde l'appliquera : cf. le peu de succès de la taxe Chirac sur les billets d'avions, que seuls onze pays appliquent
- ✓ Contournement du système : quand les Américains ont plafonné les taux d'intérêts sur les avoirs en dollars des non-résidents, le marché des eurodollars a été créé pour contourner la réglementation
- ✓ Risque de développer les paradis fiscaux

Les opposants à la mondialisation, comme l'organisation altermondialiste Attac, ont repris cette idée, mais Tobin déclare « *Je n'ai rien de commun avec les praticiens de cette révolution contre la mondialisation. (...) Je suis économiste et, comme la plupart des économistes, je défends le libre-échange. De plus, je soutiens la FMI, la Banque mondiale et l'OMC, tout ce à quoi ces mouvements s'en prennent. On détourne mon nom*⁴⁴ ».

Vers une taxation des mouvements de capitaux ?

L'idée de taxer les mouvements internationaux de capitaux, née dans les années 1970 (dans le contexte de flottement quasi-généralisé des monnaies), a été à nouveau mise en avant avec la libéralisation financière (touchant à la fois les pays industrialisés et émergents) des années 80 et 90. C'est pourquoi on l'a vu resurgir à l'occasion des crises du SME de 1992, 1993 ou 1995, et, dans la période plus récente, avec la crise asiatique.

J. Tobin recommandait en 1972 une taxe uniforme (de faible niveau, entre 0,2 et 0,5%) pour toutes les opérations au comptant générant une conversion d'une monnaie dans une autre. Dans la période plus récente, il a été proposé de mettre en place une structure « two-tier » avec une taxe de base très faible en cas de stabilité des changes (définie comme telle à l'intérieur d'une banse définie) et une taxe additionnelle (de niveau élevé) en cas d'attaques spéculatives. L'idée serait de donner plus de marge de manœuvre (et de temps) aux banques centrales en ralentissant le rythme et l'ampleur de leurs interventions sur les marchés en cas de crise.

⁴³ « Vive la taxe Tobin », *Le Monde diplomatique*, août 1999,.

⁴⁴ Entretien donné au Spiegel, *Le Monde*, 11 septembre 2001, p. 17.

L'idée d'élever les coûts de transaction de manière à réduire le court-termisme des opérateurs et donc, en particulier, la volatilité des taux de change. Du même coup, les politiques économiques gagneraient en autonomie dans la mesure où elles ne seraient pas exclusivement affectées à l'objectif de défense du taux de change. Cela permettrait donc de plus larges écarts de taux d'intérêt à court terme. Y sont associés d'autres objectifs : favoriser l'investissement réel au détriment de l'investissement financier, rétablir une certaine équité dans l'équilibre mondial entre taxation du capital et du travail, dégager des recettes pour l'aide au développement, etc.
Notre propos est ici de souligner les limites et même les illusions qui caractérisent l'argumentation en faveur d'une telle taxation internationale, même si certaines de ces limites sont reconnues par les auteurs précités (notamment Tobin). En vérité, la taxe Tobin pose trois types de problèmes ; un problème d'opportunité, un problème de champ d'application et un problème de faisabilité technique.
a) Un problème d'opportunité.
L'efficacité d'une telle mesure sur la volatilité des changes est loin d'être évidente, non seulement parce qu'un tel système n'a jamais existé dans le passé, mais aussi parce que les observations empiriques ne montrent pas un lien clair entre coûts de transaction et volatilité. En particulier, concernant les pays émergents, les gains attendus de la spéculation, sont si élevés qu'on doute qu'une faible taxe décourage les mouvements financiers. Comment peut-on croire qu'une taxe Tobin, aurait pu, ne serait-ce que limiter, les attaques contre le thaï baht, le won, le rouble ou le real en 1997-98 ?
Le rendement d'une telle taxe est aussi souvent surestimé. En effet, s'appuyer sur les statistiques de la BRI concernant les transactions de change pour évaluer le produit de la taxe n'a pas de sens. On sait qu'une grande partie de ces transactions sont constituées par des opérations d'arbitrage qui ne sont rentables que dans la mesure où les coûts de transaction sont très faibles. Avec la taxe Tobin (même très faible), il est probable que l'intérêt de telles opérations disparaîtrait.
b) La limite, la plus évidente, de la taxe Tobin a trait à son champ d'application
Sauf application généralisée à la planète (y compris sur les places offshore), une telle mesure n'est pas envisageable, compte tenu notamment du développement des échanges électroniques. Il est tout de même paradoxal de voir surgir les propositions de taxe Tobin alors que l'on n'est pas parvenu au moindre accord en matière de fiscalité de l'épargne en Europe depuis plus de 10 ans, malgré un marché le plus intégré du monde et une architecture politique et institutionnelle au niveau supranational la plus élaborée.
S'agissant des instruments financiers taxables, il est impossible de distinguer entre opérations normales et opérations spéculatives de même qu'entre catégories d'opérateurs. Or, on sait également que toute exemption serait immédiatement exploitée, compte tenu de la forte substituabilité des produits et de la créativité des ingénieurs financiers. Le même type de raisonnement s'applique aux différents segments du marché des changes (spot, forward, swaps, futures, options). En vérité pour être efficace, cette taxe devrait a priori s'appliquer à la quasi-totalité des instruments financiers.
c) La faisabilité technique d'une telle mesure pose problème
Le niveau optimal de la taxe ainsi que la répartition de la charge entre intervenants, c'est-à-dire entre les entreprises, gestionnaires, courtiers, ... sont quasi-insolubles dans la mesure où une seule opération peut justifier une multitude de transactions dans une seule journée.
Ajoutons que taxer de façon égale des transactions ou positions est impossible du fait que l'intensité du trading varie fortement suivant les transactions et que la diversité des instruments va de pair avec l'étendue des coûts associés. Il faudrait inévitablement instaurer une multiplicité de taxes sélectives, opération coûteuse, complexe et allant à l'encontre de l'universalité et de l'uniformité.
L'affectation des recettes (aux Etats ou aux instances multilatérales) pose également des problèmes importants. La taxe Tobin pourrait, enfin, avoir toute une série d'effets pervers, il est vrai difficilement évaluables : incertitudes sur les prix de marché (avec un risque d'élargissement excessif des spreads voire de volatilité plus élevée sur le change), impact négatif sur la liquidité des intermédiaires, distorsions dans l'allocation du capital, ... Les coûts associés à l'introduction d'une telle taxe seraient probablement considérables (établissement, collecte, contrôle, ...).
Au total, les velléités d'instauration d'une taxe Tobin reposent sur la fausse bonne idée d'une maîtrise publique « citoyenne » des mouvements internationaux de capitaux. Or, d'une part, ce sont les Etats qui ont souhaité l'ouverture de leur pays aux marchés internationaux de capitaux.
Il est donc normal que les Etats et leurs entreprises soient soumis aux jugements de leurs créanciers. Cela laisse naturellement entier le débat sur le bon niveau et la bonne séquence de libéralisation financière externe dans les pays émergents. De même que cela laisse ouverte la possibilité dans ces pays d'introduire des mesures restrictives temporaires en cas de crise aiguë.
D'autre part, la responsabilité de l'instabilité financière n'incombe pas fondamentalement aux marchés et aux nouvelles techniques de financement, voire de couverture. Elle doit surtout aux évolutions fondamentales des économies, aux politiques économiques et plus profondément au manque de coopération internationale, en particulier en matière de surveillance des politiques de change et de surveillance prudentielle.
L'institutionnalisation croissante de l'épargne internationale pousse aussi à améliorer la transparence sur les risques et une taxe internationale n'y aidera en rien, au contraire. La taxe Tobin n'aurait pas les vertus du fameux « grain de sable » mais serait vraisemblablement un élément supplémentaire de brouillage et de complexité pour les marchés.
Source : Jean-Pierre Petit, Lettre de conjoncture BNP, mai 1999, p. 3