

Relations monétaires internationales

Cours de Mr Christian Bordes

Correction du TD7

L'étalon-or et le système de Bretton Woods

L'étalon-or

Le mythe de l'étalon-or

Le Monde, 29 mars 1988

Le développement du commerce international, les changements progressifs dans la hiérarchie des puissances économiques, et l'évolution du fonctionnement interne des économies ont modifié le système international des paiements. On ne peut toutefois abruptement opposer la stabilité de l'étalon-or aux avatars de l'étalon de change-or qui aboutissent à la flottaison des changes. Les auteurs de la fin du dix-neuvième siècle ont théorisé le système des paiements qu'ils pouvaient observer en attachant une importance majeure aux transferts de métaux précieux. Lorsqu'après la guerre de 1914-1918 l'économie internationale dut être reconstruite, l'étalon-or fut paré de toutes les vertus : il assurait, écrivait-on, la stabilité totale des changes par des mécanismes automatiques.

Les monnaies étaient définies par leur poids d'or, et les billets étaient librement convertibles. S'il apparaissait un déficit dans la balance commerciale, le taux de change se dépréciait sans pouvoir dépasser le point de sortie de l'or, à partir duquel les importateurs et les banques, au lieu de payer par transfert de papier commercial, demandaient de l'or à la banque centrale pour l'exporter. Cette dernière haussait son taux d'escompte pour défendre son encaisse.

La livre devise-clé

La contraction de la masse monétaire avait un effet déflationniste qui rééquilibrait la balance. Cependant la hausse du prix de l'argent attirait les capitaux flottants étrangers et incitait les débiteurs étrangers à payer en or plutôt qu'à faire escompter du papier. Le change s'appréciait de nouveau. L'équilibre extérieur était obtenu au prix d'une variation conjoncturelle interne.

Toutefois, ces mécanismes n'ont jamais fonctionné ainsi que la théorie le pensait. D'abord parce qu'aucun pays n'a pu ignorer complètement les besoins de son économie interne. Ensuite parce qu'il ne faut pas surestimer l'élasticité du commerce extérieur à de très faibles variations de prix ; la réaction ne peut qu'être lente et dépend primordialement de l'importance des réseaux commerciaux et financiers et de la substituabilité des partenaires. Enfin parce que, si la théorie suppose une égalité entre puissances économiques, la réalité a toujours révélé des relations inégales et des effets de domination.

Le système dit que l'étalon-or a été le résultat d'une lente élaboration et n'a fonctionné que dans les trente ans qui précèdent 1914. Les Etats-Unis et l'Allemagne commençaient par leur puissance économique à dépasser la Grande-Bretagne, mais cette dernière restait la première puissance commerciale et financière du monde, exportatrice de capitaux. Désormais, on peut

parler de système monétaire international, un système dont la Banque d'Angleterre était le pivot, la livre sterling la liquidité principale, mais où la Banque de France avait aussi son rôle à jouer.

Les transactions étaient financées par tirage sur les maisons londoniennes d'escompte et d'acceptation. Les banques et les exportateurs étrangers maintenaient leurs avoirs à Londres. Les banques centrales conservaient des réserves sterling à l'exception de celle de Grande-Bretagne, puisque les Anglais étaient les seuls à payer dans leur propre monnaie. Ainsi la Banque d'Angleterre était la seule à appliquer la politique de variation du taux d'escompte selon la théorie, mais avec des effets quelque peu différents, car dissymétriques.

Lorsque le taux de l'argent montait, les importateurs anglais tendaient à liquider leurs stocks, ce qui faisait baisser les cours mondiaux des matières premières, dont l'Angleterre était le marché international. Les importations étaient provisoirement ralenties, même si leurs prix baissaient, alors que les exportations n'étaient guère affectées.

Le rééquilibrage était donc largement effectué par la fluctuation des économies des pays fournisseurs de matières premières. Mais l'effet de la hausse du taux de l'argent était surtout sensible au niveau des mouvements des capitaux flottants, qui, se portant sur Londres, venaient détendre la tension sur les changes, tandis que l'exportation de capitaux était provisoirement ralentie.

Cependant, la Banque de France n'avait pas besoin d'user de variations fréquentes du taux de l'escompte (son taux était toujours inférieur à celui de Londres) pour défendre son encaisse. Elle avait accumulé d'énormes réserves grâce à sa balance des paiements créditrice et à d'importants achats d'or, dont le stock mondial était devenu très abondant. Elle utilisait une panoplie de mesures pour décourager les sorties d'or : remise d'effets sur Londres ; demande d'une très forte contrepartie à l'escompte aux importateurs qui réclamaient de l'or ; fixation d'une prime sur l'or par rapport à l'argent qui en haussait de fait le point de sortie.

Le système fonctionnait bien car la Banque de France et la Banque d'Angleterre avaient des politiques complémentaires. Londres était le centre international du clearing : la Banque de France jouait un rôle plus limité (sur l'Europe de l'Est, la Banque de Russie gardant de fortes réserves en francs), mais elle était la banque mondiale de réserve.

La coopération entre banques centrales s'affirma au début du vingtième siècle, aucune n'ayant intérêt au dérèglement du système. Ainsi, à plusieurs reprises, la Banque de France prêta de l'or à la Banque d'Angleterre pour lui éviter d'avoir à ralentir la création de monnaie fiduciaire. Quant aux pays structurellement importateurs de marchandises, comme les Etats-Unis, ils parvenaient à financer leur déficit par les importations de capitaux. La fluctuation de leurs économies était donc liée à celles des mouvements de capitaux.

Le système ne fonctionnait bien que grâce à ces complémentarités, mais il ne garantissait la stabilité qu'au cœur industriel du monde. Les pays asiatiques utilisaient l'étalon-argent : comme le prix commercial de ce métal diminuait de moitié de 1870 à 1914, leurs changes se dépréciaient constamment. En outre, beaucoup de pays peu développés ne parvenaient pas à maintenir la convertibilité de leurs monnaies. Ils étaient alors atteints de poussées inflationnistes, qui dévalorisaient leur monnaie-papier par rapport aux devises fortes et accroissaient le poids de leurs dettes extérieures.

L'étalon-or n'a jamais été stable en vertu d'automatismes économiques. Le système supposait une constante exportation de capitaux de la part des pays industriels. Toutefois, en 1918, deux facteurs nouveaux modifiaient les données du problème. New-York était devenu un centre monétaire : le dollar avait joué un rôle de monnaie-refuge restée convertible en or : les belligérants avaient vendu une grande partie de leurs avoirs étrangers et contracté des dettes aux

Etats-Unis. En outre la guerre avait suscité des inflations aux rythmes différents selon les pays, qui rendaient donc impossible un immédiat retour à la convertibilité à la parité 1913.

Une concurrence du dollar

Pour économiser l'or, la conférence de Gênes (1922) proposait de le réserver aux transactions internationales et de distinguer entre les devises-clés convertibles en or à taux fixes et les devises périphériques qui ne seraient qu'indirectement convertibles. Les monnaies-clés joueraient le rôle de liquidités internationales et composeraient donc une partie des réserves des banques centrales.

Ce système n'était pas fondamentalement différent de la pratique d'avant 1914. Mais il fonctionna mal, et s'effondra lors de la crise pour deux raisons : il n'y avait ni une devise-clé reconnue par tous ni une complémentarité des rôles des banques centrales. La livre et le dollar se sont concurrencés, le franc entrant lui aussi dans la compétition entre 1926 et 1931 : les règles du jeu du Gold Exchange n'ont donc pas été respectées par les grandes banques centrales qui le considéraient comme une transition vers un retour à l'étalon-or.

Les banques anglaises et américaines se concurrençaient comme fournisseurs de liquidités internationales : à court terme en donnant leur signature, à long terme en prêtant pour la reconstruction des économies d'Allemagne et d'Europe centrale. Les Etats-Unis étaient le plus gros prêteur, mais le retour du sterling à la convertibilité en 1925 _ à la parité d'avant 1914 _ manifestait l'ambition des banques londoniennes de retrouver leur suprématie. Il révélait aussi une contradiction entre objectifs internes et externes : il fut très défavorable pour le commerce britannique et exerça un effet déflationniste qui fit entrer l'Angleterre en crise dès 1925. En revanche la croissance américaine et la hausse des cours boursiers attiraient les capitaux à New-York.

A partir de 1926, Paris se mit à attirer la " hot money " dont les détenteurs espéraient la réévaluation du franc. Lorsque ce dernier fut de nouveau convertible en or en 1928, la Banque de France mena une politique prudente, à la fois de coopération avec les autres banques centrales et de lutte contre l'impérialisme de la Banque d'Angleterre afin de faire de Paris un centre-or. Cette politique ne pouvait guère réussir, faute des structures bancaires indispensables pour devenir un centre international de clearing, mais Paris a joué un rôle de place-refuge, dans la mesure où la France semblait épargnée par la crise.

Avec les faillites bancaires de 1931, la " hot money " se porta successivement sur Londres et sur New-York, déclenchant de fortes tensions sur les changes. Le sterling fut alors décroché de l'or et baissa fortement. La Banque de France, qui avait déjà commencé à convertir ses réserves de devises en or, revendit toutes ses livres : son encaisse était à 59 % en or en 1929, à 97 % en 1933. Le Gold Exchange Standard avait vécu. Le monde se fragmenta en zones monétaires et commerciales privilégiées.

De nombreuses perturbations

Après la guerre, le système monétaire international est entièrement à reconstruire, ce qui fut l'objectif des conférences de Bretton Woods en 1944. Il fallut toutefois quatorze ans avant que les principales devises soient librement convertibles entre elles. Le Gold Exchange Standard a plutôt mieux fonctionné après 1960, car les rapports entre puissances économiques ont été moins conflictuels jusqu'à la fin des années 60. La supériorité américaine était alors incontestable. Mais des perturbations apparurent très vite. Le système était beaucoup moins stable que celui d'avant 1914, non pas parce que seule une devise était convertible en or dans le monde.

Il y avait quatre causes de dysfonctionnements :

Avant 1914, les exportations de sterling finançaient le monde. Dans les années 60, les aides, les dépenses militaires, les exportations de dollars jouèrent le même rôle : mais à partir de 1967 les

capitaux étrangers vinrent s'investir aux Etats-Unis. Le financement international dépendait de plus en plus du déficit commercial américain.

Les tentatives de report des déséquilibres des marchés de biens et services, liées à la baisse des taux de profit, développèrent l'endettement et donc la sphère monétaire et financière. La naissance des euromarchés, pour recycler les avoirs de nations excédentaires qui n'avaient pas des systèmes financiers capables de les gérer, introduisit un facteur incontrôlable de perturbation. La croissance des années 60 était inflationniste. Les différentiels de taux furent un élément déterminant de la fixation des changes, qui ne pouvaient donc être stables.

Les perturbations du système conduisirent certains pays, désireux de plus de défendre ce qu'ils estimaient être leur indépendance économique, à ne plus jouer le jeu et à se méfier du dollar. La France et la RFA convertirent une part de leurs réserves en or, ce qui tendait à épuiser Fort Knox. Le dérèglement du système, patent de 1967 à 1971, conduisit à adopter la flexibilité en matière de changes.

VERLEY PATRICK

Questions

1. On suppose que, dans le système d'étalon-or, l'Angleterre enregistre un choc de productivité positif. Quelles sont les conséquences de ce choc sur les montants de monnaie en circulation en Angleterre et en France ? Les variations de ces montants facilitent-ils le maintien d'un taux de change fixe entre la livre et le franc ?
2. Dans un régime d'étalon-or, quel est le taux de change entre le dollar et le franc suisse si un dollar est convertible en 1/20 once d'or et un franc suisse est convertible en 1/40 once d'or ?
3. L'inflation n'est pas possible dans le système d'étalon-or. Cette proposition est-elle vraie ou fausse ou bien est-il impossible de se prononcer ? Expliquez votre réponse.
4. Le texte ci-dessus décrit le fonctionnement théorique, en régime d'étalon-or, du mécanisme d'ajustement dans le cas d'un déficit dans la balance commerciale. Quel était le mécanisme d'ajustement en cas d'excédent ?
5. Au cours de quelle période le système de l'étalon-or a-t-il fonctionné ? Comment était-il organisé ? Comment les banques centrales coopéraient-elles et pourquoi cette coopération a-t-elle assuré le bon fonctionnement du système ?
6. Le fonctionnement du système d'étalon-or a-t-il assuré la stabilité dans l'ensemble de l'économie mondiale ?
7. Qu'est-ce que la « hot money » ?
8. Quelles ont été les décisions prises lors de la Conférence de Gènes ?

Eléments de réponse Question 1

Si la productivité anglaise augmente, alors la Livre Sterling aura tendance à s'apprécier en régime de changes flexibles. En régime de change fixe, si la productivité anglaise augmente, toutes choses égales par ailleurs, alors les investisseurs auront tendance à investir en Angleterre, et donc à convertir leurs avoirs en Livre sterling ce qui correspond à un afflux d'Or en Angleterre. Ainsi, la base monétaire et le niveau général des prix augmentent en Grande-Bretagne et diminuent en France. L'augmentation du niveau général des prix britannique relativement à celui de la France conduit à une perte de compétitivité de l'économie britannique et à un progrès de celle de la France, qui conduisent à une baisse des exportations et une hausse des importations, lesquelles accroissent la demande de francs sur le marché des changes et tendent à ramener la livre vers la parité.

Plus profondément, la crédibilité dépend de la conviction générale que des mécanismes économiques d'ajustement existent, qui conduisent à ce que les parités fixes soient crédibles du court au long terme. Deux mécanismes de ce type nous intéressent ici plus particulièrement parce qu'ils mettent en jeu des variations de la masse monétaire et du crédit.

Ajustement à court terme par le crédit international

Pour comprendre comment le système d'étalon-or fonctionne en pratique, regardons ce qui se produit quand la livre sterling commence à s'apprécier au-dessus de la parité de 25,21 francs. Supposons qu'un négociant français veuille importer du tweed anglais d'une valeur de 1 000 livres. Pour se procurer les 1 000 livres dont il a besoin pour le paiement, il peut utiliser : (1) le marché des changes en y achetant des livres contre des francs : par hypothèse, cela lui coûte plus de 25 210 francs ; (2) le marché de l'or : il y échange 25 210 francs contre 7,32 kg d'or fin qu'il expédie en Grande-Bretagne où il les échange contre 1000 livres. La deuxième solution est moins coûteuse tant que la livre britannique est au-dessus de la parité de 25,21 franc (en ajoutant un faible montant pour payer le coût d'expédition de l'or). Dans le système d'étalon-or, l'appréciation de la livre par rapport à sa parité conduit ainsi à un transfert d'or vers la Grande-Bretagne. Cet afflux de monnaie conduit à une abondance monétaire en Grande-Bretagne, qui conduit à une baisse des taux d'intérêt. Inversement, en France, l'expédition d'or vers l'étranger conduit à une restriction monétaire et à une hausse des taux d'intérêt. Cela conduit des emprunteurs français à aller emprunter en Grande-Bretagne plutôt qu'en France, et les banquiers anglais à souhaiter prêter en France. Les crédits anglais accordés à la France, lorsqu'ils sont convertis en francs, accroissent l'offre de livres contre les francs, ramenant le taux de change vers la parité. Ils permettent en effet de compenser l'excès d'offre de francs qui avait conduit à l'appréciation de la livre. Cet effet, qui peut apparaître rapidement, stabilise le taux de change, mais au prix d'un endettement de la France. Il permet donc un ajustement conjoncturel plus que structurel.

Ajustement à long terme par les masses monétaires et les prix (loi de Hume)

Un deuxième effet, plus structurel et de long terme, a été décrit dès le XVIII^{ème} siècle par le philosophe et économiste anglais David Hume. On a vu que l'appréciation de la livre par rapport à sa parité conduit à une entrée d'or en Grande-Bretagne et à une sortie d'or de France. L'or constituant l'avoire de réserve internationale par excellence en étalon-or, on peut considérer que ces variations des réserves de change entraînent des variations équivalentes des masses monétaires (sous l'hypothèse d'une stabilité des mécanismes de multiplication de la base monétaire) qui se répercutent sur les prix (sous l'hypothèse d'une stabilité de la vitesse de circulation de la monnaie). Ainsi, la base monétaire et le niveau général des prix augmentent en Grande-Bretagne et diminuent en France. L'augmentation du niveau général des prix britannique relativement à celui de la France conduit à une perte de compétitivité de l'économie britannique et à un progrès de celle de la France, qui conduisent à une baisse des exportations et une hausse des importations, lesquelles accroissent la demande de francs sur le marché des changes et tendent à ramener la livre vers la parité. Comme on le voit, **dans le système d'étalon-or, une hausse ou une baisse du taux de change déclenchent des forces, mettant en jeu la monnaie et le crédit, qui le font revenir à sa parité.**

La stabilité des taux de change est ainsi assurée, du moins aussi longtemps que les pays respectent les règles du système d'étalon-or et laissent leurs monnaies garanties et convertibles en or. Néanmoins, cette stabilité a un prix : en adhérant à l'étalon-or un pays perd largement l'autonomie de sa politique monétaire : sa masse monétaire est déterminée par les flux d'or entre les pays, sur lesquels il ne peut influencer tant qu'il ne laisse présager aucune remise en cause de la convertibilité. De plus, l'offre de monnaie à l'échelle mondiale est largement influencée par la production et les découvertes d'or. Quand la production d'or est faible – comme ce fut le cas dans les années 1870 et 1880 – la masse monétaire mondiale augmente faiblement et ne suit pas la croissance de l'économie mondiale¹⁸. Une baisse du niveau général des prix (la déflation) s'ensuit. Inversement, si la production d'or augmente fortement à la suite de la découverte de nouveaux gisements, comme en Alaska et en Afrique du Sud dans les années 1890, une croissance de la masse monétaire et une augmentation du niveau général des prix dans le monde s'ensuivent – comme on l'a observé alors jusqu'à la Première Guerre mondiale.

Eléments de réponse Question 2

Un dollar vaut en fait deux fois plus qu'un franc suisse. Donc $1\$ = 2$ Francs Suisse (CHF).

Eléments de réponse Question 3

L'inflation n'est pas possible dans le système d'étalon-or. Cette proposition est fausse. Voir encadré ci-avant.

Il peut y avoir de l'inflation dans un système étalon-or si les réserves d'or du pays augmentent. Ceci équivaut à un accroissement de la masse monétaire, qui, dans le long terme, entraîne une hausse du niveau général des prix.

Un grand nombre d'économistes ont en outre montré qu'un système d'étalon-or est stable, au sens où plusieurs mécanismes tendent à ramener le taux de change vers la parité définie par les contenus métalliques. Ces mécanismes consistent dans des variations de la masse monétaire et du crédit à la suite de déséquilibres enregistrés dans la balance des paiements.

Les monnaies étaient définies par leur poids d'or, et les billets étaient librement convertibles. S'il apparaissait un déficit dans la balance commerciale, le taux de change se dépréciait sans pouvoir dépasser le point de sortie de l'or, à partir duquel les importateurs et les banques, au lieu de payer par transfert de papier commercial, demandaient de l'or à la banque centrale pour l'exporter. Cette dernière haussait son taux d'escompte pour défendre son encaisse.

Eléments de réponse Question 4

Un pays ayant une balance commerciale excédentaire fait entrer plus d'or qu'il n'en dépense à l'étranger. Il y aura donc un réajustement à court terme par le biais du taux d'intérêt : il baisse dans le pays et augmente dans le reste du monde, les banques nationales prêtent à l'étranger et les emprunteurs étrangers empruntent dans le pays. Il y a donc un flux de monnaie du pays vers le reste du monde. A long terme, l'accroissement de la masse monétaire nationale va engendrer une hausse des prix. Les produits du pays seront alors moins attractifs, il y aura donc plus d'importations et moins d'exportations. Le rééquilibrage de la balance commerciale s'opère alors.

Eléments de réponse Question 5

Le système d'étalon or a fonctionné de 1873 à 1914. La plupart des monnaies étaient directement convertibles en or, ce qui conduisait à des taux de changes fixes entre les monnaies. La Livre Sterling était détenue par toutes les banques centrales car elle était la monnaie de référence. La Banque d'Angleterre était le pivot du système monétaire mondial. Londres était « le centre international du clearing », c'est à dire que toutes les transactions y étaient enregistrées et qu'on y faisait jouer un mécanisme de compensation pour éviter les transferts. La France, de par ses grandes réserves d'or, jouait le rôle de banque mondiale de réserve.

Eléments de réponse Question 6

La stabilité n'était assurée que dans les pays les plus industrialisés. Dans les pays asiatiques, où l'étalon argent était utilisé, les changes se dépréciaient continuellement, le cours de l'argent diminuant de 1870 à 1914. En général, de nombreux pays peu développés subissaient de nombreuses dévaluations à la suite de poussées inflationnistes.

Eléments de réponse Question 7

« *Hot money* » désigne les capitaux flottants, c'est à dire des capitaux évoluant d'un pays à l'autre et d'un investissement à un autre en fonction de sa rentabilité.

Eléments de réponse Question 8

La conférence de Gênes prend place en 1922 et proposa de réserver l'or aux transactions internationales et de distinguer les devises-clés convertibles en or à taux fixes des devises périphériques indirectement convertibles. Les détenteurs de devises périphériques devaient alors convertir leur monnaie en devise-clé convertible en or pour pouvoir effectuer une transaction internationale.

Conséquences des Accords de Bretton Woods

Les décisions prises par les 44 États présents vont clairement à l'encontre des puissances de l'Axe : l'Allemagne et le Japon. L'Italie s'est déjà ralliée aux alliés à ce moment.

La décision principale qui résulte de ces accords est l'abandon de l'étalon-or, adopté avant la première guerre mondiale, au profit de l'étalon change-or ou Gold Exchange Standard. Le nouveau système donne une place prépondérante au dollar, et les autres monnaies voient leur cours indexé sur lui. Les réserves des Banques Centrales doivent alors être constituées de devises et non plus d'or (En fait, il est théoriquement possible de gager une monnaie nationale sur l'or, mais seuls les États-Unis peuvent se le permettre. La tentative en ce sens de la Grande Bretagne a été un échec.).

Les architectes de Bretton Woods avaient pour but premier d'assurer la stabilité des taux de change. Cependant, le système de l'étalon-or reposant sur des taux figés n'apparaissait plus adapté aux exigences de l'économie moderne. De plus la production mondiale d'or ne permettait plus de faire face aux besoins liés au commerce et à l'investissement. Enfin une partie des réserves d'or mondiale étaient détenues par l'Union Soviétique qui ne participerait pas à un système capitaliste de régulation des changes. La monnaie britannique qui avait été utilisée avant guerre pour seconder l'or, ne pouvait plus remplir ce rôle du fait de l'état de l'économie britannique. Seul le dollar était une monnaie suffisamment forte pour satisfaire la demande internationale croissante en liquidités. La force de l'économie américaine, le taux fixe du dollar par rapport à l'or (35\$ l'once) et le fait que ce taux soit garanti par le gouvernement américain rendaient le dollar aussi attractif que l'or. En réalité il était même plus attractif car il produisait des intérêts et était plus flexible d'utilisation que l'or.

Une critique formulée à l'encontre du système mis en place par ces accords porte sur le fait qu'aucun contrôle n'avait été instauré sur la quantité de dollars émis, ce qui permettait aux Etats-Unis de faire tourner la planche à billets et ainsi de s'enrichir sur le dos du reste du monde obligé de subir l'inflation résultante.

Les accords ont donné naissance à trois organismes internationaux :

- la Banque mondiale ou BIRD ;
- le Fonds monétaire international (FMI) ;
- un organisme visant à régler le commerce international.

Cependant, les États n'ont pu se mettre d'accord sur la définition exacte de ce dernier organisme. Ainsi, c'est une série d'accords qui est née de cette volonté de réguler le commerce : les accords du General agreement on tariffs and trade (GATT), formalisés en 1947 et modifiés par la suite sous forme de cycles. Au terme de l'Accord de Marrakech, le 1er janvier 1995, le GATT a été doté d'une personnalité morale officielle : l'Organisation mondiale du commerce (OMC).

Alors que le GATT dépendait de l'Organisation des Nations unies (ONU), l'OMC elle, n'y est plus soumise puisqu'une partie de leurs objectifs respectifs sont en contradiction, ce qui permettra à l'OMC d'élaborer ses propres règles.

Le système de Bretton Woods

Questions

1. Dans le régime de Bretton Woods, comment la banque centrale du pays concerné doit-elle intervenir en cas de sous-évaluation de la parité de la monnaie nationale ? Quels sont les effets de cette intervention sur ses réserves internationales et sur l'offre de monnaie ?
2. Si un pays veut maintenir un taux de change fixe pour la monnaie nationale, il doit renoncer à contrôler sa masse monétaire. Cette proposition est-elle vraie ou fausse ou bien est-il impossible de se prononcer ? Expliquez votre réponse.
3. Pourquoi un déficit de sa balance des paiements courants conduisait-il ordinairement un pays à appliquer une politique monétaire restrictive ?
4. Expliquer comment dans le cadre du régime de Bretton Woods, les déficits persistants de la balance des paiements aux Etats-Unis ont pu être à l'origine d'une inflation mondiale ?
5. Qu'est-ce que le dilemme de Triffin ?

Eléments de réponse Question 1

En cas de sous-évaluation de la monnaie, la banque centrale intervient en achetant sa monnaie pour augmenter la demande et ainsi le prix. Dans le régime de Bretton Woods, la banque est chargée avec la stabilisation du taux de change, donc elle doit intervenir en vendant des titres ou des devises contre sa propre monnaie chaque fois quand il y a un sous-évaluation importante (en Bretton Woods, les taux de changes peuvent flotter entre -1% et +1% (ce couloir change plus tard) du taux de change fixé). Les interventions se répercutent directement et dans la même direction sur le montant des réserves et la monnaie en circulation (baisse des réserves et baisse de la masse mon. en circulation dans le cas d'une intervention pour apprécier la monnaie).

Eléments de réponse Question 2

Un pays ancrant son taux de change sur la monnaie d'une « grande » économie perd l'autonomie de sa politique monétaire. Si celle-ci poursuit une politique monétaire plus restrictive et réduit son offre de monnaie, elle voit son taux d'inflation anticipé diminuer et sa monnaie s'apprécier. Au taux de change retenu comme point d'ancrage, la monnaie de la « petite » économie est maintenant surévaluée. Sa banque centrale doit procéder à des ventes de monnaie de la « grande » économie et à des achats de sa propre monnaie pour éviter qu'elle se déprécie. À la suite de cette intervention, les avoirs de réserve, la base monétaire et, par conséquent, l'offre de monnaie se contractent dans la « petite » économie. Il n'est pas possible d'envisager de stériliser le montant des interventions effectuées : cela ferait baisser le stock d'avoirs de réserve jusqu'à ce que la « petite » économie soit forcée de dévaluer. Elle ne contrôle plus sa politique monétaire, puisque l'évolution de sa masse monétaire est complètement déterminée par celle enregistrée dans la « grande » économie. Cette perte d'autonomie de la politique monétaire en cas d'ancrage à la monnaie d'une « grande » économie peut également être illustrée au moyen de la condition de parité des taux d'intérêt présentée dans le chapitre précédent. En cas de mobilité parfaite des capitaux, le taux d'intérêt national est égal au taux d'intérêt à l'étranger moins l'appréciation anticipée de la monnaie nationale. Avec un taux de change fixe, celle-ci est nulle, de sorte que les deux taux d'intérêt sont égaux. Les changements de la politique monétaire dans la « grande » économie agissent sur son taux d'intérêt et sont directement transmis au taux d'intérêt de la « petite » économie. Son taux d'intérêt ne pouvant pas s'écarter de celui de la « grande » économie, la politique monétaire ne peut pas y être utilisée pour réguler l'économie.

Éléments de réponse Question 3

Le solde des paiements courants mesure la balance des paiements. Un déficit des paiements courants reflète donc un déficit de la balance des paiements. Pour respecter le taux de change fixe, le pays doit réduire son offre de monnaie et vendre des dollars. La diminution de ses avoirs de réserves peut être dangereuse si elle devient trop importante car le pays sera alors dans l'impossibilité de corriger une éventuelle surévaluation. Il a donc intérêt à mener une politique monétaire restrictive. Autrement, si le solde de la balance des paiements courant est déficitaire, une politique monétaire restrictive, qui se traduit par la hausse des taux d'intérêts, fait rentrer les avoirs dans le pays. En effet, le taux d'intérêt élevé attire les capitaux étrangers qui seront mieux rémunérés, d'où une hausse des importations, ce qui va rééquilibrer la balance.

Éléments de réponse Question 4

Les Etats-Unis ne pouvaient pas rééquilibrer leur monnaie comme les autres pays car le dollar était monnaie de réserve. La dévaluation n'était pas possible en cas de surévaluation. Dans les années 1960, ils mènent une politique monétaire inflationniste pour lutter contre le chômage alors que le dollar est surévalué. S'en suit un déséquilibre fondamental. Les pays excédentaires (Japon, Allemagne, Pays-Bas...) n'étant pas disposés à réévaluer leur monnaie, il n'y a pas de retour à l'équilibre et le système s'effondre.

Éléments de réponse Question 5

Qu'une monnaie de crédit pouvant être créée par des banques privées, celle des États-Unis, devienne la liquidité internationale, ne correspond pas nécessairement à l'intérêt général. Contrairement à l'or qui était un produit, un avoir net, le dollar lui n'est qu'une dette, un passif, un engagement du système bancaire des États-Unis. Ainsi, avoir attribué à une monnaie nationale un rôle de monnaie internationale est déjà la cause de la grande faiblesse du système.

Encore plus, avoir voulu fixer à jamais la valeur de l'or, à 35 USD l'once, voilà qui relève d'une certaine candeur, pour ne pas dire d'une incompetence avouée (on n'avait prévu aucun mécanisme d'ajustement de la valeur du dollar !). Ainsi, le dollar américain ne saurait être dévalué !

La parité de 1934, qui est maintenue en 1944 et qui sera confirmée solennellement par le président Kennedy, à son arrivée à la Maison-Blanche en 1961, un peu comme un dogme, est aussi très surprenante. De 1934 à 1960, les prix avaient été multipliés par 2,2 rendant le maintien de cette parité totalement illusoire (Denizet, 1985).

Cette contradiction sera connue sous le nom de « dilemme de Triffin » (Triffin, 1961). Cet économiste belge, installé à l'Université Yale (Connecticut), posa le dilemme suivant : soit les États-Unis luttent contre leur déficit extérieur et alors les dollars étaient rares, ralentissant ainsi le développement de l'économie mondiale ; soit ils ne faisaient rien, laissant les dollars devenir abondant, remettant ainsi en cause la parité fixe dollar-or. Le problème surgit dès les années 60.

Il faut remarquer que la détention internationale d'une devise clé par les « usagers étrangers » signifie, en même temps, l'accumulation de la dette extérieure du pays émettant cette devise. Certes, l'usage et la détention continus de cette monnaie reflètent la reconnaissance implicite de la solvabilité internationale de la devise concernée par ses « consommateurs internationaux ». Mais cette reconnaissance étant fondée sur la nature collective de la monnaie, elle demeure donc fragile dans une perspective de long terme.

Le « dilemme de Triffin » traduit cette situation : la banque centrale qui émet une monnaie internationale est obligée de faire face à un « trade-off » (arbitrage) entre, d'une part, tous les bénéfices qu'elle peut retirer en qualité de fournisseur ultime de la liquidité internationale, et d'autre part, tous les problèmes relatifs à la « cohérence temporelle » de sa crédibilité et de sa solvabilité internationale. En cas d'abus de l'exploitation internationale d'une devise clé, son émetteur sera confronté à un doute collectif en sa solvabilité, et se déclencheront, au niveau international, des crises de confiance, dont l'ampleur sera plus grande que celle des crises au niveau national.

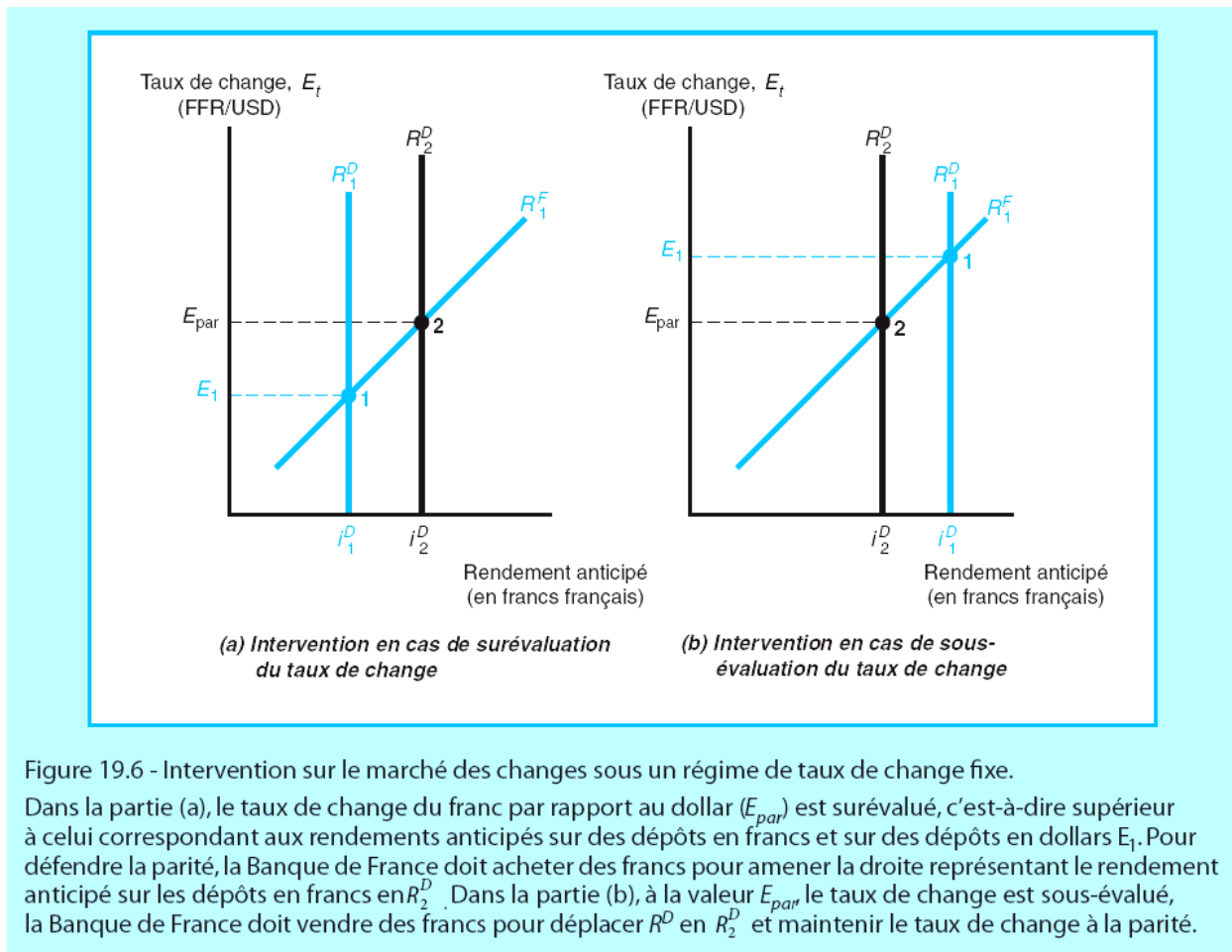


Figure 19.6 - Intervention sur le marché des changes sous un régime de taux de change fixe.

Dans la partie (a), le taux de change du franc par rapport au dollar (E_{par}) est surévalué, c'est-à-dire supérieur à celui correspondant aux rendements anticipés sur des dépôts en francs et sur des dépôts en dollars E_1 . Pour défendre la parité, la Banque de France doit acheter des francs pour amener la droite représentant le rendement anticipé sur les dépôts en francs en R_2^D . Dans la partie (b), à la valeur E_{par} le taux de change est sous-évalué, la Banque de France doit vendre des francs pour déplacer R^D en R_2^D et maintenir le taux de change à la parité.

Lisez obligatoirement les textes qui suivent.

4.1.1. Le régime de l'étalon-or (1879-1933)

« L'âge d'or » (1879-1914)

Introduction

Pendant des siècles, les échanges commerciaux intérieurs et internationaux se sont réglés en métaux précieux. Jusqu'à la fin des années 1870, l'or et l'argent ont coexisté comme instruments monétaires. Les billets de banque sont progressivement venus les rejoindre au cours du XIX^e siècle. Souvent émis par des banques privées, ces billets n'étaient pas toujours totalement couverts par des réserves métalliques, ce qui favorisait l'apparition de crises bancaires, exacerbées par la concurrence monétaire entre banques. La création des banques centrales nationales, seules détentrices du monopole de l'émission, mit fin à cette situation.

Normalement, les banques centrales devaient détenir une réserve d'or et d'argent capable d'assurer une couverture totale des billets qu'elles émettaient. En effet, les billets étaient complètement convertibles en or ou en argent, sous forme de pièces ou de lingots, sur simple demande au guichet de leurs détenteurs. En raison de cette couverture quasi intégrale, les billets de banque n'étaient finalement rien d'autre qu'une modalité plus commode de détention d'or ou d'argent.

Le système de l'étalon-or a fonctionné de 1879 à 1914. Issu de l'échec du système bimétallique, il ne surviva pas à la crise économique et financière créée par la première guerre mondiale.

Les principes de fonctionnement

Le succès de l'étalon-or a été imputé à ses mécanismes d'ajustement automatique. Cette capacité d'ajustement s'expliquait par le lien établi par l'étalon-or entre les conditions économiques nationales et internationales. Dans la réalité, le fonctionnement de l'étalon-or n'était pas sans problèmes. L'étalon-or était un régime de changes fixes. Imaginons, par exemple, que les Etats-Unis fixent le prix du dollar en or à 35 dollars pour une once d'or ; de son côté, la France fixe le prix du franc en or à 210 francs pour une once d'or. La parité entre les deux monnaies donne donc un taux de change de 6 francs pour un dollar. Ce taux de change peut-il varier ? Si le change passe de 6 francs à 6,2 francs pour un dollar, alors il devient intéressant d'acheter de l'or en France avec des francs, d'amener cet or aux Etats-Unis pour l'échanger contre des dollars, puis de revenir en France pour convertir les dollars ainsi acquis en francs. Cette opération d'achat-vente d'or donne un gain de 3,33%, hors coûts de transport.

$$\left(\frac{1}{210}\right)(35)(6,2) = 1.0333 \Leftrightarrow 3,33\%$$

Pour bien fonctionner, l'étalon-or supposait donc une libre circulation internationale de l'or, autrement dit la liberté des mouvements internationaux des capitaux. Le mécanisme automatique d'ajustement de la balance des paiements qui opérait est connu sous le nom de mécanisme de Hume. Un pays qui enregistre un déficit commercial va perdre de l'or au bénéfice de ses partenaires commerciaux, ce qui contracte son offre de monnaie et gonfle celle du reste du monde, hausse le taux d'intérêt national et favorise en retour un afflux de capitaux étrangers. L'excédent ainsi créé du compte financier contrebalance le déficit commercial. De plus, la contraction de l'offre de monnaie réduit les prix domestiques, ce qui améliore la compétitivité du pays et tend à rétablir finalement son équilibre commercial.

Avantages et inconvénients de l'étalon-or

Une inflation et une croissance faibles

Avec le système étalon-or, la politique monétaire fut fortement contrainte par le stock d'or mondial, ce qui limitait naturellement la croissance de la masse monétaire. L'avantage d'une telle contrainte résidait dans l'absence d'inflation. Par contre, elle a eu pour inconvénient majeur de dissocier largement la croissance de l'offre de monnaie de l'activité économique réelle. Comme les prix (prix des biens et services, salaires) évoluaient lentement, les modifications de conjoncture passaient par des ajustements sur les quantités (fort chômage en période de dépression et capacités de production insuffisantes en période de croissance). Il en résultait une croissance économique un peu plus faible et mais surtout beaucoup plus variable lorsqu'on la compare à d'autres périodes.

	Royaume-Uni		États-Unis	
	1870-1913	1946-1979	1870-1913	1946-1979
Indicateurs macroéconomiques pour les États-Unis et le Royaume-Uni				
<i>Taux de croissance PIB/hab.</i>				
Moyenne	1,4	2,4	1,9	2,1
Ecart-type	2,5	1,4	3,5	1,6
<i>Inflation</i>				
Moyenne	-0,7	5,6	0,1	2,8
Coefficient de variation	4,6	6,2	5,4	4,8
<i>Croissance de la masse monétaire</i>				
Moyenne	1,5	5,9	6,1	5,7
Coefficient de variation	1,6	1,0	0,8	0,5

Source : M. Burda et C. Wyplosz, 1998, *Macroéconomie, une perspective européenne*, De Boeck, p. 561.

Les limites de l'ajustement automatique

Pour fonctionner parfaitement, l'ajustement automatique des balances assuré par l'étalon-or exigeait que chaque pays suive une stricte discipline en matière de couverture-or de sa monnaie et garantisse la libre circulation des capitaux. Dans les faits, ce n'était pas toujours le cas pour au moins deux raisons : la première tenait à la domination économique et financière du Royaume-Uni, qui conféra de facto à la livre sterling le statut de monnaie internationale de réserve, alors que sa gestion était d'abord fonction de la conjoncture britannique. La seconde raison tenait au coût systémique d'une telle discipline en matière de chômage et de variabilité de la croissance économique. Ainsi, la plupart des pays engagés dans l'étalon-or, y compris le Royaume-Uni, prirent certaines libertés en matière de gestion monétaire.

La puissance financière du Royaume-Uni a largement facilité l'indépendance de sa politique monétaire. Avant 1914, le Royaume-Uni était le plus grand exportateur mondial de capitaux, avec une position extérieure nette très largement créditrice. Ainsi, il fournissait au reste du monde des avoirs en sterling (les "balances sterling") qui finirent généralement par servir de devise de réserve pour les autres banques centrales. Dans ces conditions, c'était la Banque d'Angleterre qui tendait à fixer le taux d'intérêt pour le reste du monde, mais d'abord en fonction de la conjoncture britannique, qui n'était pas nécessairement celle des autres pays européens. De plus, pour donner à la politique monétaire britannique une marge de manoeuvre suffisante en cas de modification de la conjoncture, la Banque d'Angleterre prit rapidement l'habitude de ne pas couvrir ses engagements (billets émis et réserves bancaires) à 100%, mais au mieux à 30-50%. De cette façon, le Royaume-Uni échappait partiellement au mécanisme de l'ajustement automatique des balances en déconnectant l'évolution de sa masse monétaire et, par voie de conséquence, de son taux d'intérêt, des évolutions de sa balance courante.

D'autres pays n'ont pas hésité non plus à prendre des dispositions pour briser le lien étroit entre déficits commerciaux et encours de la masse monétaire : limitations sur les exportations et les importations d'or ; couverture des billets nationaux assurée davantage par des réserves en devises internationales (livre, mais aussi franc français et mark allemand) que par des réserves en or.

Malgré cela, il semble que le système de l'étalon-or n'ait pas trop mal marché. En dépit de ses écarts, le Royaume-Uni, pilier du système, a maintenu des taux d'intérêt relativement élevés, en liant d'une façon étroite l'émission de billets à son encaisse métallique, alors qu'elle a toujours détenue très peu d'or, beaucoup moins par exemple que la France. Une telle politique crédibilisait la livre mais freinait le rythme des investissements et la croissance de l'économie britannique¹. De plus, avant 1914, le rôle de la livre comme monnaie internationale de réserve demeura modeste, et sans aucune commune mesure avec celui du dollar après la Seconde Guerre mondiale. Les balances sterling restaient faibles, d'un montant à peu près égal à l'excédent de la balance des services britannique. Ce sont les deux conflits mondiaux qui vont les gonfler exagérément (multiplication par deux puis par six), par le financement de l'effort de guerre qu'ils entraînent.

L'entre deux-guerres (1919-1939)

Introduction

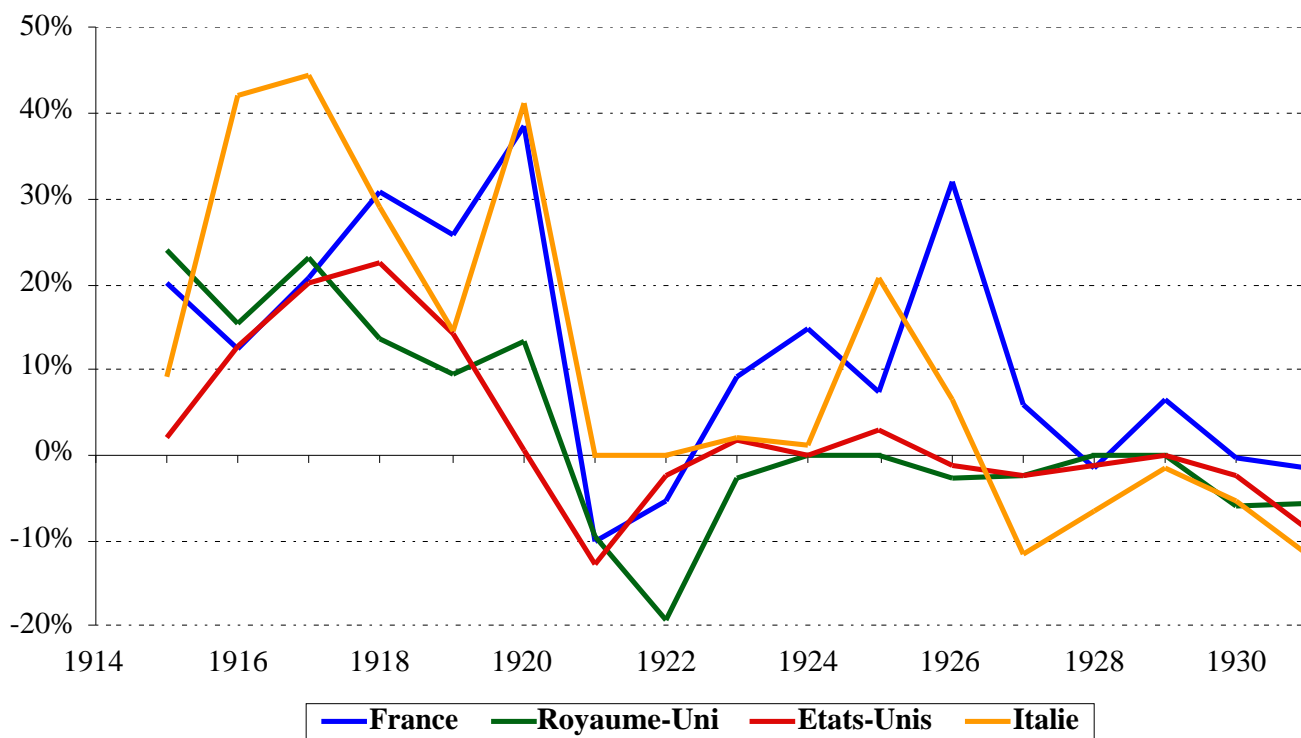
La première guerre mondiale marqua la fin du système de l'étalon-or sous sa forme originelle avec la suspension de la convertibilité-or par tous les belligérants (cours forcé). L'inflation consécutive à la guerre fut si forte que le retour à l'étalon-or fut lent (de 7 à 10 ans), partiel et provisoire (il sera définitivement abandonné dans les années 1930). On distingue donc trois périodes : 1919-1926, période de flottement libre ; 1927-1931, retour à l'étalon-or ; 1931-1939, le flottement administré.

Le flottement libre (1919-1926)

Le principal souci des économies européennes au lendemain de la première guerre mondiale était la lutte contre l'inflation engendrée par quatre années de conflit et par la reconstruction. Les économies européennes subirent une inflation plus forte que celle des Etats-Unis ; de plus, il existait des écarts importants d'inflation au sein même de l'Europe. Ainsi, conformément à la règle de la parité des pouvoirs d'achat, les principales monnaies européennes se sont mises à flotter.

¹ Pour plus de détails, cf. Lelart Michel, 2000, *Le système monétaire international*, Paris, La Découverte, p. 16-20.

Taux d'inflation 1914-1931

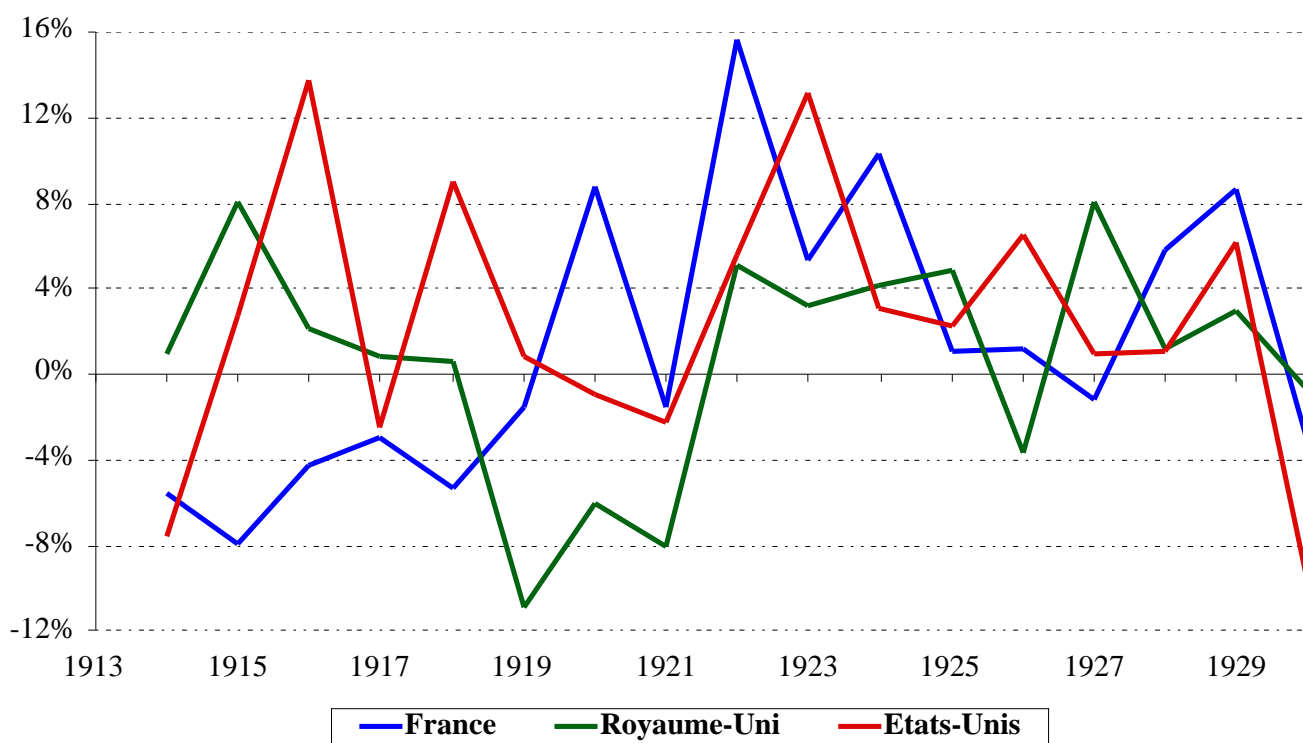


Source : Angus Maddison, 1981, Les phases du développement capitaliste, *Economica*, tableau E-3 p. 300.

La politique britannique était tournée vers la restauration de la valeur de la livre au moyen d'une politique fortement déflationniste, marquée par la restriction monétaire et l'austérité budgétaire. Dès 1921, la livre retrouvait sa parité d'avant-guerre avec le dollar, mais restait surévaluée en raison du déclin de l'économie britannique. Les prix britanniques étaient trop élevés par rapport aux prix américains. La libre circulation internationale de l'or ne fut rétablie qu'en 1925. La France revint également à l'étalon-or en 1926 avec la stabilisation Poincaré. L'Allemagne, l'Autriche et les pays d'Europe centrale ne rejoignirent l'étalon-or qu'après avoir jugulé leurs hyperinflation.

La politique britannique de désinflation a été critiquée dès 1930 par Keynes. Destinée à maintenir le leadership du Royaume-Uni en matière financière, elle s'est révélée particulièrement désastreuse pour son industrie et sa croissance économique. Sur la période 1919-1930, la croissance annuelle moyenne du PIB britannique a été pratiquement nulle, alors qu'elle atteignait 2,10% aux Etats-Unis et près de 4% en France. La faible activité économique aboutit à un niveau élevé de chômage, autour des 8-9% durant toutes les années 1920, alors qu'il était tombé à moins de 2-3% aux Etats-Unis et en France.

Croissance du PIB réel 1914-1931



Source : Angus Maddison, 1981, *Les phases du développement capitaliste*, *Economica*, tableau A-8 p. 222.

L'éphémère retour à l'étalon-or (1927-1931)

A partir de 1927, la reconstruction du système de l'étalon-or était achevée. Il regroupait à nouveau la majeure partie du monde, à l'exception de l'Espagne, de la Chine et de l'Union Soviétique. Cependant, il était devenu passablement différent et beaucoup plus fragile que le système original d'avant 1914.

La première cause de fragilité du système fut due au fait que tous les pays avaient aboli la convertibilité des billets en or et suspendu ou limité la circulation des pièces d'or. Donc, l'ajustement automatique des balances par le mécanisme de Hume disparut. Seule la convertibilité externe (échanges de devises) et la fixité des changes demeuraient. Les monnaies étaient convertibles en or, mais seulement entre banque centrale, les nouvelles règles imposant un taux de couverture-or des monnaies de 40 %. Normalement, la coordination des politiques monétaires nationales était prévue par la conférence de Gênes de 1922 et devait pouvoir pallier à la disparition de l'ajustement automatique. Dans les faits, cette coordination fut défailante, en partie en raison du refus des Etats-Unis d'y participer.

La seconde raison de fragilité du système tenait à son caractère bicéphale. Depuis 1918, il était dominé par deux centres rivaux, Londres et New York, et deux monnaies à statut international, la livre et le dollar. Or, à cette époque, les Etats-Unis n'étaient pas prêts à subordonner leur politique économique intérieure à la gestion d'une monnaie internationale et le Royaume-Uni n'en avait plus la capacité.

La surévaluation persistante de la monnaie britannique révéla rapidement les dysfonctionnements du système. La France et l'Allemagne, pays dont les monnaies étaient sous-évaluées par rapport à la livre, menèrent une politique monétaire rigoureuse destinée à empêcher tout retour de l'inflation. A partir de 1926, cette politique les conduisit à échanger leurs réserves en livres contre de l'or, ce qui gonfla les stocks d'or français et allemands au détriment du stock britannique. Cependant le déficit courant britannique et l'excédent courant français persistèrent en raison de la fixité des changes et de l'absence d'ajustement sur les prix. La conséquence de l'absorption de l'or par la France et l'Allemagne fut de

pousser les autres banques centrales européennes à hausser les taux d'intérêt et à restreindre le crédit pour défendre des réserves de plus en plus rares.

Les Etats-Unis auraient pu rétablir le fonctionnement du système. Détenteur du plus important stock d'or mondial depuis 1918, une politique américaine d'expansion monétaire et de baisse des taux d'intérêt auraient encouragé les sorties de capitaux et favorisé la redistribution de l'or dans le monde. Or, à partir de 1927, la politique de la Réserve Fédérale s'orienta au contraire vers un durcissement des taux pour freiner la spéculation boursière et limiter la baisse du taux de couverture du dollar par rapport à l'or provoqué par la croissance monétaire des années 1920.

Stock d'or, en % des réserves mondiales				
	États-Unis	Royaume-Uni	France	Allemagne
1923	44,4	8,6	8,2	1,3
1924	45,7	8,3	7,9	2,0
1925	44,4	7,8	7,9	3,2
1926	44,3	7,9	7,7	4,7
1927	41,6	7,7	10,0	4,7
1928	37,4	7,5	12,5	6,5
1929	37,8	6,9	15,8	5,3
1930	38,7	6,6	19,2	4,8
1931	35,9	5,2	23,9	2,1

Source : Barry Eichengreen, 1996, *L'expansion du capital. Une histoire du système monétaire international*, L'Harmattan, p.87.

A partir de 1929 et le déclenchement de la Grande Dépression, les fuites d'or firent fondre les réserves britanniques au point que le passif de la Banque d'Angleterre devint très supérieur à ses réserves. En septembre 1931, elle décidait de suspendre la convertibilité externe de la livre et de la laisser flotter librement.

Le flottement administré (1931-1939)

Le flottement entraîna une forte dépréciation de la livre par rapport au dollar. Tous les pays détenteurs d'importantes balances sterling, comme la Norvège ou le Danemark, virent alors leurs devises se dévaluer. A partir de 1933, la situation empira. Les Etats-Unis, seul pays à adhérer encore à l'étalon-or, mirent en place un embargo sur les exportations d'or (le dollar s'était fortement apprécié par rapport aux autres monnaies), un contrôle des changes et déprécièrent le dollar par rapport à l'or de 20,67 à 35 dollars l'once. Ce qui restait du système éclata en 1935 avec la dévaluation du franc belge, qui provoqua l'éclatement du bloc-or formé en 1931 par la France, la Belgique, les Pays-Bas, l'Italie, la Suisse et la Pologne pour maintenir les parités-or et empêcher les dévaluations compétitives.

Dévaluations compétitives, 1931-1938 (valeur des devises en % de leur parité-or de 1929)						
	États-Unis	Royaume-Uni	France	Allemagne	Italie	Belgique
1931	100,0	93,2	100,1	99,2	98,9	100,1
1932	100,0	72,0	100,3	99,7	97,4	100,2
1933	80,7	68,1	100,0	99,6	99,0	100,1
1934	59,6	61,8	100,0	98,6	97,0	99,9
1935	59,4	59,8	100,0	100,3	93,0	78,6
1936	59,2	60,5	92,4	100,1	82,0	72,0
1937	59,1	60,0	61,0	99,7	59,0	71,7
1938	59,1	59,3	43,4	99,6	59,0	71,8

Source : M. Burda et C. Wyplosz, 1998, *op. cit.*, p. 564

Pourtant, bien que désormais flexibles, les taux de change fluctuèrent moins qu'ils ne le firent dans les années 1920. Le Fond international de stabilisation des changes créé en 1931 intervenait sur les marchés pour réguler les cours. Et les politiques monétaires et budgétaires apparurent aussi moins erratiques que ce qu'elles avaient été une décennie plus tôt, même si l'absence de coordination internationale, souvent par peur de certains pays d'un retour de l'inflation, affaiblissait considérablement l'efficacité des politiques de relance.

4.1.2. Le système de Bretton-Woods (1945-1971)

La genèse du nouveau système

Les leçons de l'entre-deux-guerres

L'effondrement du SMI au cours des années 1930 a marqué les responsables de la reconstruction après 1945. Plusieurs leçons sont tirées de cette expérience :

1. Les taux de change en flottage libre sont hautement volatils et néfastes en période de crise économique grave.
2. Les dévaluations compétitives favorisent la montée des tensions protectionnistes, ce qui affaiblit le commerce mondial et approfondit la crise.
3. Le SMI ne peut être stable qu'avec un seul pôle dominant. La coexistence dans les années 1920-1930 de deux devises à statut international (livre sterling et dollar américain) est jugée partiellement responsable de l'instabilité manifeste du système de l'étalon-or entre les deux guerres.
4. Le pays qui joue le rôle de pôle monétaire dominant se doit de respecter certaines contraintes macroéconomiques : politiques budgétaires équilibrées ; monnaie ni sous-évaluée ni surévaluée, comme la livre dans les années 1920.
5. Les banques centrales doivent être indépendantes et hors d'atteinte du pouvoir politique.

À partir de 1942-43, britanniques et américains entamèrent des négociations pour définir les principales caractéristiques de l'organisation monétaire internationale de l'après-guerre. Leurs positions étaient communes concernant les traits généraux du nouveau système, c'est-à-dire un système de changes fixes, beaucoup plus organisé et contrôlé que ne l'était l'étalon-or dans l'entre-deux-guerres. Cependant, dans le détail, la conception britannique défendue par John Maynard Keynes différait sensiblement de l'américaine, prônée par Harry Dexter White.

Le compromis anglo-américain

Les plans Keynes et White

Les plans Keynes et White divergeaient sur les questions essentielles relatives aux obligations imposées aux pays, au degré de flexibilité autorisé aux taux de change et au degré acceptable de mobilité internationale des capitaux. Ces divergences de vue s'expliquent d'abord par les priorités économiques différentes des deux nations : retour à la croissance et au plein emploi pour le Royaume-Uni ; retour au libre-échange et à l'essor du commerce mondial pour les Etats-Unis. Mais elles se comprennent également par deux conceptions très différentes des mécanismes d'ajustement des balances courantes : en raison de leur rôle et de leur expérience séculaires dans le fonctionnement du système monétaire international, les Britanniques, Keynes en tête, jugeaient insuffisants les mécanismes automatiques de rééquilibrage du compte courant. Les Américains, peu impliqués jusqu'alors dans la gestion du SMI, adoptèrent une attitude beaucoup plus libérale, qui leur offrait l'avantage de limiter leur engagement et les contraintes attachées au pays leader en matière de monnaie internationale.

Le plan Keynes autorisait les ajustements de parité et les restrictions sur les changes et le commerce, mesures nécessaires pour concilier plein emploi et équilibre extérieur. À l'opposé, le plan White prévoyait un monde libre de tout contrôle et des taux de change fixes supervisés par une institution internationale avec droit de veto sur les réaménagements de parités. De même, pour empêcher que les politiques déflationnistes étrangères ne forcent les pays à importer du chômage, le plan Keynes envisageait de financer largement les pays aux balances des paiements déficitaires (assortis de conditions strictes sur les taux d'intérêts) par les contributions de ceux dont les balances étaient excédentaires. Une flexibilité significative des taux de change devait compléter ce système de compensation des balances.

Compte tenu de la faiblesse relative des Britanniques dans la négociation, le compromis final adopté, à l'origine du système de Bretton-Woods, refléta davantage les préoccupations américaines que britanniques. En particulier, le système de compensation des balances fut rejeté parce que jugé par les Américains trop désavantageux pour les pays créanciers¹. À la banque centrale mondiale, émettrice de la monnaie internationale et gestionnaire du système de compensation, imaginée par Keynes, fut substitué un Fonds Monétaire International aux compétences beaucoup plus limitées. Par contre, les propositions britanniques furent partiellement reprises pour ce qui concerne les taux de change, fixes mais ajustables, et le maintien provisoire de contrôles sur les mouvements internationaux des capitaux.

Les principes de fonctionnement

Le nouveau SMI imaginé en juillet 1944 s'articula autour de quatre grands principes, fruits du compromis anglo-américain :

1. Adoption d'un régime de changes fixes. Chaque pays se devait de défendre une parité fixe, ou taux central, par rapport à l'or ou au dollar. Cette parité officielle ne pouvait fluctuer que dans une bande étroite de $\pm 1\%$.
2. Les contrôles des changes et les tarifs douaniers protecteurs furent bannis, sauf à titre provisoire et dans l'immédiat après-guerre (retour à la convertibilité totale des monnaies européennes en 1958).
3. Officiellement, toutes les devises étaient définies par rapport à l'or. Mais dans les faits, comme les Etats-Unis détenant en 1945 70% des réserves mondiales d'or, seule la parité-or du dollar restait crédible. Ce qui explique que même si l'or reste l'étalon de valeur de référence, de facto, toutes les devises autres que le dollar furent évaluées par rapport à la monnaie américaine. C'est le système de l'étalon de change-or. Le bon fonctionnement de ce système reposait donc sur la capacité des Etats-Unis à défendre la parité officielle de 35 \$ pour une once d'or.
4. Création d'une institution de contrôle et de régulation : le Fonds Monétaire International (FMI). Le FMI fut le garant du système des taux de change fixes. Les changements de parité étaient interdits sans son accord. Ils n'étaient normalement autorisés, jusqu'à hauteur de $\pm 10\%$, qu'en cas de « déséquilibres fondamentaux ». Ce concept, sans définition précise, supposait simplement que des déséquilibres persistants de la balance des paiements sont le résultat de parités fixes non conformes aux fondamentaux. Depuis sa création, Le FMI dispose de ressources financières pour assurer des prêts aux pays en difficulté. Ces prêts sont accordés sous réserve que les pays bénéficiaires acceptent de mettre en œuvre les politiques et les réformes préconisées par le Fonds (principe de conditionnalité). Les ressources sont constituées par les souscriptions au capital des pays membres au moment de leur adhésion : 25% en or ou en dollar et 75% en monnaie nationale. Le montant de la souscription dépend du poids du pays dans le commerce mondial, la quote-part².

¹ Si les Etats-Unis s'étaient trouvés dans une situation d'excédents persistants, comme ce fut le cas dans les années 1930, ils auraient été obligés de financer la totalité des droits de tirage des autres pays.

² La quote-part est importante car elle définit le poids du vote de chaque pays membre au sein de la plus haute instance du FMI, le Conseil des gouverneurs, qui se réunit en principe une fois par an. Les gouverneurs sont les ministres des finances ou les gouverneurs des banques centrales des pays membres. Ils disposent d'un nombre de voix proportionnel à la quote-part de leur pays. Le Conseil des gouverneurs vote le budget, décide de l'admission des nouveaux membres et de la révision des quote-parts. Il délègue la direction exécutive du Fonds au Conseil d'administration, qui compte 22 membres. Les pays qui disposent des quote-parts les plus élevées ont chacun un administrateur, les autres administrateurs représentant plusieurs pays regroupés sur une base régional ou élective. En 1995, les pays disposant des quote-parts les plus élevées étaient, dans l'ordre décroissant, les Etats-Unis (18,3 %), le Japon (5,7%), l'Allemagne (5,7%), la France (5,1%), le Royaume-Uni (5,1%), l'Arabie Saoudite (3,5%), l'Italie (3,2%), le Canada (2,9%).

La faille du système : le paradoxe de Triffin

Une organisation contradictoire

La principale difficulté rencontrée par le nouveau SMI fut de tenter de concilier deux objectifs contradictoires. D'un côté, le bon fonctionnement de l'étalon de change-or reposait sur la capacité des Etats-Unis à défendre la parité-or du dollar ; ce qui supposait de leur part une stricte discipline monétaire. De l'autre, le recours systématique au dollar comme monnaie internationale obligeait les États-Unis à alimenter le monde en liquidités pour soutenir la croissance mondiale et éviter les risques de déflation ; ils devaient donc accepter des déficits persistants de leur compte courant.

La naissance d'un paradoxe

À ses débuts, le système a fonctionné correctement en raison du plan Marshall et de l'afflux de capitaux américains en Europe. Mais à partir des années 1950, le retour à la croissance et l'essor du commerce mondial ont nécessité davantage de moyens de paiement internationaux, c'est-à-dire davantage de dollars. La balance des paiements américaines est en déficit permanent, mais jusqu'aux années 1970, ce déficit n'en a pas été un au sens courant du mot, puisque presque chaque année, les Etats-Unis ont enregistré un excédent commercial. Mais chaque année, ils ont donné, investi ou prêté des quantités croissantes de dollars à l'étranger. Une partie de ces dollars a servi à acheter des produits américains, le reste étant conservé dans les banques américaines ou étrangères, placé en bons du Trésor américain ou investi aux Etats-Unis. Comme la majeure partie de ces dollars étaient des avoirs à court terme, au fil des ans, les engagements extérieurs des Etats-Unis n'ont pas cessé de croître alors que leurs réserves métalliques diminuaient peu à peu, et que leurs créances sur l'étranger n'augmentaient pas au même rythme. Leur position en terme de liquidité s'est donc progressivement dégradée. Leur balance des paiements, qui prend en compte la liquidité de leurs avoirs et de leurs engagements est donc, tout naturellement en déficit³.

³ Pour plus de détails, cf. Lelart Michel, 2000, *Le système monétaire international*, Paris, La Découverte, p. 49-52.

Réserves internationales totales			
	1950	1970	1973
Australie	1,5	1,7	6,2
Autriche	0,1	1,8	4,3
Belgique	0,8	2,8	8,1
Canada	1,8	4,7	7,3
Danemark	0,1	0,5	1,5
Finlande	0,1	0,5	0,7
France	0,8	5,0	15,6
Allemagne	0,2	13,6	41,5
Italie	0,6	5,4	12,2
Japon	0,6	4,8	13,7
Pays-Bas	0,5	3,2	10,4
Norvège	0,1	0,8	1,6
Suède	0,3	0,8	2,9
Suisse	1,6	5,1	14,3
Royaume-Uni	3,4	2,8	7,9
Etats-Unis	24,3	14,5	33,7
Total	36,9	67,9	182,0

Source : Angus Maddison, 1981, *Les phases du développement capitaliste*, Paris, Economica, p. 186

Inévitablement, ce mécanisme de financement devait engendrer un excédent croissant des engagements extérieurs des Etats-Unis par rapport à leurs réserves d'or. Les réserves étrangères en dollar augmentèrent de 12,6 milliards en 1950 à 53,4 milliards en 1970 alors que sur la même période, les réserves d'or américaines diminuaient, passant d'un peu plus de 20 milliards à 10 milliards de dollars. Il y eut donc une hausse systématique du rapport :

Réserves étrangères en dollar
Réserve d'or des Etats- Unis

Jusqu'en 1964, ce rapport resta inférieur à 1. En 1970-1971, il atteignit 5. Cette hausse forte et rapide finit par installer un doute sérieux quant à la capacité des Etats-Unis à garantir la valeur du dollar par rapport à l'or. Cette faille majeure du système de Bretton-Woods est connue sous le nom de paradoxe de Triffin. Ce paradoxe soulève une question fondamentale pour la construction d'un SMI : Quel doit être l'étalon monétaire mondial ?

Les métaux précieux (or, argent) ont une offre indépendante de tout pays émetteur, ce qui est un avantage, mais cette offre évolue aussi indépendamment des besoins monétaires internationaux ; ils ne peuvent donc pas, sauf par le plus grand des hasards, garantir le niveau de liquidité suffisant au financement des transactions internationales. De plus, aucun pays ne suffit à fournir la monnaie mondiale de réserve : si cette monnaie est intégralement couverte par de l'or, l'échec est quasi-certain. Si elle n'est pas couverte ou mal couverte par de l'or, elle offre au pays émetteur une possibilité de seigneurage⁴ difficilement tolérable par les autres pays participant au SMI.

Le plan britannique de 1944 soulignait déjà qu'un système de changes fixes ne pouvait être crédible qu'avec une véritable monnaie internationale, émise par une autorité supranationale indépendante (le bancor de Keynes). Cette autorité offrirait des crédits suffisants pour financer les déséquilibres, surtout dans un contexte de libéralisation des contrôles des capitaux multipliant les risques de fuites spéculatives. Une telle solution semblait enfin trouvée lorsqu'en 1967, à la conférence de Rio, le FMI créa les droits de

⁴ Le seigneurage désigne la pratique consistant pour un pays à financer sa dette publique au moyen de la banque centrale. Ce terme fait référence à la pratique féodale autorisant les seigneurs à battre monnaie sur leurs fiefs. Certains, peu scrupuleux, n'hésitaient pas à rogner discrètement leurs pièces ou à les fourrer de plomb pour réduire leur teneur en métal précieux.

tirage spéciaux (DTS) destinés dans un premier temps à éviter la pénurie des liquidités au plan mondial, puis à se substituer au dollar comme monnaie internationale. Dans les faits, les DTS ne sont restés qu'un palliatif sans importance⁵.

⁵ Au départ, le DTS était destiné à faciliter les échanges internationaux des États en manque de devises (pays pauvres, plus récemment pays en transition vers l'économie de marché). À chaque pays était allouée, en fonction de sa quote-part, une certaine quantité de DTS fonctionnant comme une ligne de crédit bancaire. Il s'agit en fait de positions créditrices auprès du FMI, mobilisables par les États membres en contrepartie de devises convertibles. L'or ou le dollar ne figurant pas obligatoirement dans l'exigence de couverture des DTS, leur valeur in fine réside dans leur acceptation comme moyen de paiements. La valeur de l'unité de DTS est fixée à l'époque à 35 DTS pour une once d'or, soit la même parité-or que le dollar. Après 1971, date de la suspension de la convertibilité-or du dollar, le DTS fut redéfini comme un panier de devises. Jusqu'à aujourd'hui, il n'y a eu que trois allocations de DTS (en 1967, à la fin des années 1970 et fin 1997) pour un montant total de 42,8 milliards, ce qui ne constituait à la fin des années 1990 que moins de 4 % des réserves mondiales de liquidités.

4.1.3. Le flottement généralisé des monnaies

L'effondrement du système de Bretton-Woods (1965-1971)

Le problème de la convertibilité du dollar

Le paradoxe de Triffin aurait pu être surmonté par une politique de réformes destinée à arrêter la marche du SMI vers le déclin de l'inconvertibilité du dollar. Ce ne fut pas le cas, essentiellement en raison de l'attitude américaine. À l'origine, les négociateurs de Bretton-Woods pensaient que les États-Unis mèneraient une politique permettant d'assurer à long terme la convertibilité en or de leur monnaie, comme la Grande-Bretagne l'avait fait avant la Première Guerre mondiale. En fait, les États-Unis n'ont jamais accepté de soumettre leur politique économique nationale à des impératifs d'équilibre international, alors même que leur monnaie était utilisée par le monde.

Une telle attitude plonge ses racines jusqu'en 1913, avec la création de la Réserve Fédérale des États-Unis. Prévue pour assurer une plus grande liquidité monétaire au sein de l'Union, réguler le système bancaire et mener une politique monétaire contra cyclique, elle ne reçoit aucune mission concernant l'équilibre des transactions avec l'extérieur ou la valeur externe du dollar. L'attitude américaine ne changea pas après 1945 et l'instauration du système de Bretton-Woods. L'Employment Act de 1946 subordonnait la politique monétaire américaine au seul soutien de la croissance et de l'emploi dans l'Union.

Le système de Bretton-Woods aurait pu rester viable si la politique monétaire américaine des années 1960 avait évolué dans le sens d'une plus grande rigueur et si la parité-or du dollar avait été réévaluée. Sur le premier point, ce fut exactement le contraire qui se produisit. Par deux fois, en 1965 puis 1968, le Congrès américain prit la décision de réduire le taux officiel de couverture en or de la monnaie en circulation. De plus, les États-Unis pratiquèrent délibérément à cette époque une politique de seigneurage pour financer la guerre du Vietnam et les programmes sociaux de la présidence Johnson. Sur le second point, il y eut toujours opposition du Congrès des États-Unis, qui estimait être seul juge en la matière, en dépit des demandes répétées de réévaluation de la France et de l'Afrique du Sud. C'est ainsi que l'or a conservé le même cours officiel (0,888671 gramme pour un dollar) de 1934 à 1971, alors même que durant les seize années qui ont suivi la guerre, les avoirs officiels en dollars convertibles en or sont passés de 3 à 50 milliards.

Faute d'un vrai changement d'attitude des États-Unis, leur politique tout au long des années 1960 se résuma à la mise en place de palliatifs qui avaient pour objectif, ou de limiter la croissance des engagements extérieurs des États-Unis (accords bilatéraux de swap¹), ou de contrôler le marché privé de l'or pour conserver la parité-or officielle du dollar (mise en place en 1961 du pool de l'or²). Dans tous les cas, ils n'ont fait que retarder de quelques années à quelques mois une crise de confiance que le paradoxe de Triffin rendait inévitable.

La fin de la convertibilité

L'effondrement du SMI au cours des années 1960-1970 résulte fondamentalement de l'inévitable crise de confiance que ce système engendrerait tôt ou tard, à partir du moment où les États-Unis seraient dans l'incapacité, ou ne voudraient plus garantir la parité-or du dollar. Or, l'efficacité du pool de l'or dépendait du respect par les pays participants d'une règle implicite simple : les dollars obtenus par les ventes d'or des réserves officielles devenaient inconvertibles. Cette discipline fut rompue par la France, qui quitta le

¹ Le swap, ou crédit croisé, est un échange de monnaies pendant une période convenue (3 ou 6 mois) et à un taux de change fixé. Les États-Unis passèrent des accords de swap avec les principaux pays détenteurs de réserves en dollars pour réduire le risque engendré par l'importance de leurs engagements par rapport à leurs réserves.

² Le pool de l'or réunissait le Royaume-Uni, les États-Unis, l'Allemagne, la France, l'Italie, la Belgique, les Pays-Bas et la Suisse. Son but était d'intervenir sur le marché par des ventes ou des achats d'or de façon à maintenir la parité-or du dollar.

pool en 1966 et commença à vendre des dollars contre de l'or, faisant passer son stock d'or de 3,7 milliards en 1964 à 5,2 milliards de dollars en 1966. En 1967, la dévaluation de la livre engendra un regain de spéculation sur l'or. Cette dévaluation de la monnaie du principal partenaire des États-Unis dans le pool de l'or avait semé le doute sur la pérennité d'un tel procédé

La réaction des marchés contraignit les autres pays du pool de l'or à vendre leur or contre des dollars pour tenter de sauvegarder la parité-or de la monnaie américaine. À mesure que les réserves officielles d'or s'épuisaient, ces pays firent savoir qu'ils n'échangeraient plus désormais de l'or qu'entre eux au prix officiel, et refuseraient tout achat ou vente avec le secteur privé³. Sur le marché, l'or commença à se vendre à des prix nettement supérieurs aux prix officiels. Les tensions devinrent si fortes que le 15 août 1971, le président Nixon prit la décision historique de suspendre la convertibilité-or du dollar. Bretton-Woods était mort, même si la croyance dans une restauration du système dura jusqu'en 1976.

Des accords de Washington à ceux de la Jamaïque (1971-1976)

La montée de l'inflation

La rupture du lien dollar-or avait sapé le fondement même du SMI. Mais la crise de l'or n'en était pas la seule cause. Dès la fin des années 1960, l'inflation avait commencé de s'accroître, et à des taux de plus en plus différents d'un pays à l'autre. Une simple application du principe de la PPA suffisait à remettre en cause une série de parités inchangées depuis la fin des années 1940.

Taux d'inflation pour les principaux pays de l'OCDE : 1961-1979						
	France	Allemagne	Italie	Japon	Royaume-Uni	Etats-Unis
1961	2,41	2,28	2,70	5,40	3,58	1,08
1962	5,25	2,88	3,95	6,77	4,10	1,12
1963	4,94	2,99	7,59	7,66	2,07	1,21
1964	3,23	2,35	5,88	3,84	3,21	1,31
1965	2,71	3,23	4,44	6,59	4,81	1,67
1966	2,57	3,62	3,19	5,08	3,91	2,99
1967	2,82	1,61	3,09	3,98	2,42	2,78
1968	4,55	1,63	2,00	5,37	4,73	4,22
1969	6,04	1,87	1,96	5,24	5,46	5,41
1970	5,85	3,44	4,81	7,67	6,36	5,90
1971	5,40	5,24	5,50	6,37	9,41	4,26
1972	6,06	5,50	5,22	4,88	7,09	3,31
1973	7,38	7,00	10,74	11,65	9,21	6,22
1974	13,65	6,96	19,40	23,12	15,90	11,04
1975	11,69	5,94	16,88	11,76	24,24	9,13
1976	9,63	4,30	16,58	9,39	16,53	5,74
1977	9,49	3,69	17,43	8,20	15,88	6,49
1978	9,25	2,69	12,11	4,15	8,22	7,65
1979	10,65	4,12	14,63	3,76	13,47	11,27

Source : Banque Mondiale. Global Development Finance & World Development Indicators

L'accélération des mouvements internationaux des capitaux autorisa les attaques spéculatives, qui commencèrent à menacer les changes fixes. La livre fut dévaluée en 1967, suivie du franc français en

³ Cette décision de 1968 met fin au pool de l'or et instaure un second marché, limité aux banques centrales, parallèle au marché privé.

1969, année au cours de laquelle le mark allemand fut au contraire réévalué. En 1969, le Royaume-Uni et l'Italie durent se soumettre à la conditionnalité du FMI.

Les tentatives de réformes


Pour sauver le système, une série d'accords furent conclus en décembre 1971, à Washington. La parité du dollar par rapport à l'or fut ramenée à 38 onces, mais le dollar demeurait inconvertible en or, même entre banques centrales. Certaines devises furent réévaluées, d'autres dévaluées, tandis que les bandes de fluctuation passaient de $\pm 1\%$ à $\pm 2,5\%$. De leur côté, les pays de l'Union européenne mettaient en place le système du serpent monétaire européen, avec une marge de fluctuation réduite de moitié ($\pm 1,25\%$). Cet ensemble de mesures n'arrêta pas l'amorce du flottement généralisé des monnaies. Dès la fin de 1972, la livre fut autorisée à flotter, bientôt suivie du franc suisse, de la lire et du yen. En mars 1973, les pays du serpent monétaire adoptèrent un flottement concerté à l'égard de toutes les autres devises, y compris le dollar, dans une bande de fluctuation élargie à $\pm 2,25\%$.

Dès 1975, le régime des changes fixes avait vécu, du moins en ce qui concerne les monnaies convertibles des pays industrialisés. En janvier 1976, les accords de la Jamaïque officialisèrent le nouveau rôle du FMI : désormais, celui-ci allait superviser un système monétaire mondial de taux de change flottants, dans lequel chaque pays est libre de choisir le régime de change qu'il veut et qui n'accorde aucun rôle privilégié à quelque monnaie que ce soit.

Le système actuel

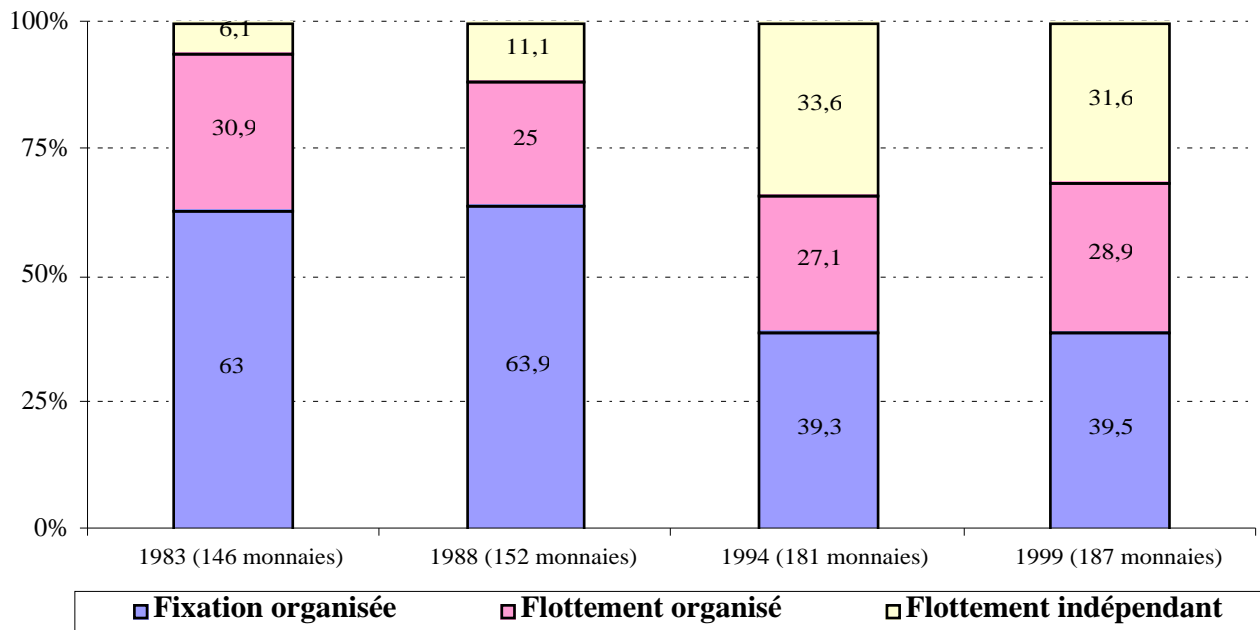
Une « anarchie » limitée

Depuis 1973, le système monétaire international peut être décrit comme un non-système. Les pays peuvent choisir pratiquement toute politique de change qu'ils souhaitent. Il existe donc tout un spectre de régimes de change, allant des changes fixes aux changes purement flottants. Le découpage officiel du FMI prend en compte quatre régimes :

		Régime	Caractéristiques
<p>Flottement pur</p>  <p>Changes fixes</p>		Flottement indépendant	Le pays confie au marché la libre fixation de son taux de change et s'abstient de toute intervention
	Flottement organisé	Flottement dirigé	Le flottement est plus ou moins contrôlé par divers ajustements et interventions, de façon à limiter les mésalignements du change. L'intervention n'est pas systématique et n'obéit pas à une norme précise.
		Flexibilité limitée	Le flottement est étroitement limité selon une norme précise : bandes de fluctuation, parités glissantes, etc.
		Changes fixes	Le pays fixe son taux de change par rapport à une devise ou par rapport à un panier composé de plusieurs devises : dollar, euro ou yen

La tendance générale officielle qui se dégage sur une vingtaine d'années est un mouvement continu vers le flottement indépendant (31,6% des monnaies en 1999 contre seulement 6,1% en 1983).

Accords de change, 1983, 1988, 1994 et 1999



Source : FMI, Statistiques financières internationales

Cette évolution doit cependant être nuancée pour trois raisons : d'abord, parce que les pays qui pratiquent le flottement indépendant restent assez minoritaires ; ensuite, parce que cette évolution semble marquer le pas dans la seconde moitié des années 1990 ; surtout parce qu'elle n'est fondée que sur les déclarations officielles des accords de change auprès du FMI. Or, sur ce dernier point, plusieurs travaux récents tendent à démontrer que, pour la plupart, les petits pays qui se déclarent officiellement en régime de flottement indépendant pratiquent dans les faits un régime de flottement organisé⁴.

Ainsi, contrairement à une idée reçue, le SMI actuel n'est pas dominé par le laissez faire en matière de change. Les pays pratiquant le change flottant pur restent l'exception et ceux qui recherchent une certaine stabilité des parités, la règle.

Le nouveau rôle du FMI

Sur bien des aspects, le FMI a aujourd'hui plus d'importance dans l'organisation et la régulation du SMI que durant la période de Bretton-Woods. En effet, bien que le dollar reste la première monnaie à statut international, la fin du système de Bretton-Woods a sanctionné l'échec des Américains comme organisateurs du SMI. De plus, l'essor de l'Europe, du Japon puis des économies émergentes a réduit le poids des États-Unis dans la richesse mondiale et a multiplié les pôles commerciaux et financiers mondiaux. L'organisation par le FMI de cet ensemble monétaire et financier international beaucoup plus diversifié et hétérogène que par le passé est devenu indispensable.

⁴ Cf. en particulier les articles de Branson et Bénassy-Quéré. Branson W. H., « Régimes de change intermédiaires pour cinq groupes de pays en développement, » dans J. Braga de Macedo, D. Cohen et H. Reisen (dir. pub.), 2001, *Taux de change : ni fixe, ni flottant*, OCDE. Bénassy-Quéré A., 2000, « Régimes de change : avec ou sans sucre ? », *La lettre du CEPII*, n° 191, juin.

Le FMI et la balance des paiements

On pourrait croire que dans un monde où les taux de change sont totalement flottants, le FMI perd sa raison d'être puisque normalement, les déséquilibres externes ne peuvent être que temporaires : les taux de change s'ajustent pour les résorber. Cependant, en raison des phénomènes de surajustement et plus généralement des risques de mésalignement des parités sur des périodes de temps parfois assez longues, la plupart des pays n'aiment pas particulièrement cette solution. Beaucoup préfèrent « contrôler » le flottement des monnaies.

Or, le flottement contrôlé réintroduit potentiellement le risque d'apparition de déséquilibres externes, surtout dans le contexte de la libéralisation mondiale rapide des marchés financiers : des perturbations temporaires peuvent engendrer des déficits et des excédents dont l'ampleur dépasse parfois les moyens des pays concernés. Ainsi, même s'il n'est plus le garant de la fixité des changes, le FMI a vu croître son rôle de prêteur en dernier ressort pour les pays qui subissent des difficultés graves de balance des paiements.

Le FMI et l'orthodoxie

Le FMI a développé au cours des années un rôle important de surveillance. Il suit l'évolution des situations économiques de tous les pays membres, et non pas seulement des pays emprunteurs. Chaque année, il soumet confidentiellement à chaque pays membre ses évaluations et ses recommandations en matière de politique économique. Ces recommandations pèsent davantage dans le cas de petits pays ou de ceux qui ont besoin d'aide. Néanmoins, tout gouvernement sait que ses politiques économiques font l'objet d'un examen dont les conclusions sont soumises au Conseil d'administration du FMI. Même s'il est souvent critiqué, ce rôle de surveillance du FMI est indispensable pour éviter le retour à des pratiques perturbatrices pour l'économie mondiale.