

I. L'évolution du système monétaire international depuis le XIXe siècle

Les transactions monétaires équivalent à 100 fois les échanges de marchandises aujourd'hui. Bourguinat parle d'« **assomption du change** ». L'assomption est la séparation du corps et de l'esprit dans la religion chrétienne. Il y a donc une déconnexion du marché des changes par rapport au commerce international.

Pour **Jean Denizet**, le SMI peut se définir comme « l'ensemble des règles permettant à la fois de déterminer les modalités de conversion des monnaies, de faciliter le rééquilibrage des balances extérieures et d'alimenter l'économie mondiale en liquidités internationales ».

1. L'étalon-or et l'étalon de change or

L'étalon-or est effectif de 1873 à 1914

a. L'étalon-or

L'origine de l'étalon-or

Du début du 18e siècle à la fin du 19e siècle, deux régimes monétaires coexistent. Le premier est le **monométallisme**. Il caractérise le fait qu'un seul métal précieux sert d'étalon monétaire et possède les attributs de la monnaie intermédiaire des échanges, étalon et réserve de valeur. Il s'agit, en général, de l'or. Le second est le **bimétallisme**. Il caractérise le fait que deux métaux (or/argent le plus souvent) se partagent les fonctions monétaires, un rapport fixe s'établissant entre eux (1g d'or vaut 15,5g d'argent en France).

En 1717, la GB choisit le régime du monométallisme et assure la convertibilité des billets en or. La fin du 18e siècle est marquée par les tensions diplomatiques et la guerre contre la France révolutionnaire *French Wars*. **En 1797, la situation exige la suspension de la convertibilité du billet en or.** Le **Bank Restriction Act de 1797** suspension de la convertibilité or des billets pour garder de l'or et ainsi faire face à la fuite des capitaux engendre toutefois des tensions inflationnistes. Un débat s'engage alors sur les conditions du retour à la convertibilité. **Cette controverse, fondamentale pour l'histoire monétaire, voit deux thèses s'affronter.**

La controverse bullionniste, *Banking School vs Currency School*

Les anti-bullionistes T. Tooke et J. Fullarton considèrent que la circulation monétaire doit essentiellement reposer sur le crédit. C'est le **Banking Principle**. Les banques doivent pouvoir créer plus de monnaie qu'elles ne détiennent d'or afin de **permettre le financement de l'activité économique**. Cela suppose la possibilité de créer la monnaie scripturale. **Il s'agit donc d'un principe de liberté d'émission, fondé sur le système préconisé par le banquier suédois Palmstruch.** Le billet devient **un moyen de prêt au commerce et à l'industrie**. Défendu par **Say**, le *Banking Principle*, parfois assorti d'une limite d'émission, devient **le régime monétaire de la France au 19e siècle.**

Les bullionistes, menés par **Ricardo**, défendent une approche strictement quantitative de la monnaie, le **Currency Principle** même les génies ont de mauvaises idées.... Selon ce principe, **la circulation monétaire doit être entièrement couverte par le stock d'or. L'inflation provient de la non-observation de ce principe.** Cette contrainte fait que les agents ont confiance en la capacité des banques à les rembourser en monnaie « **sonnante et trébuchante** ».

La victoire de la *Currency School* en 1844

Le débat est finalement conclu par la victoire de la *Currency School*. Le *Bank Charter Act* ou *Peel Act de 1844* consacre la victoire des thèses de **Ricardo** en GB, et l'attachement de la couronne à sa monnaie. **Après cette date, le système d'étalon-or se généralise progressivement** grâce à son adoption au détriment du bimétallisme or-argent par un nombre croissant de pays. L'Allemagne l'adopte en 1875, et la France en 1878. **L'ensemble de la planète adopte le gold standard à la fin du 19e siècle**. Une crise déflationniste apparaît cependant dès 1849.

Les 4 caractéristiques de l'étalon-or

L'existence de monnaies nationales dont l'unité est définie par un poids d'or / La liberté de frappe moyennant l'acquittement des frais occasionnés par la frappe de la monnaie / **La convertibilité à vue de la monnaie fiduciaire / La libre circulation interne et externe de l'or.**

Les 3 vertus du système de l'étalon-or

La stabilité des taux de changes, le mécanisme des points d'or de Thornton

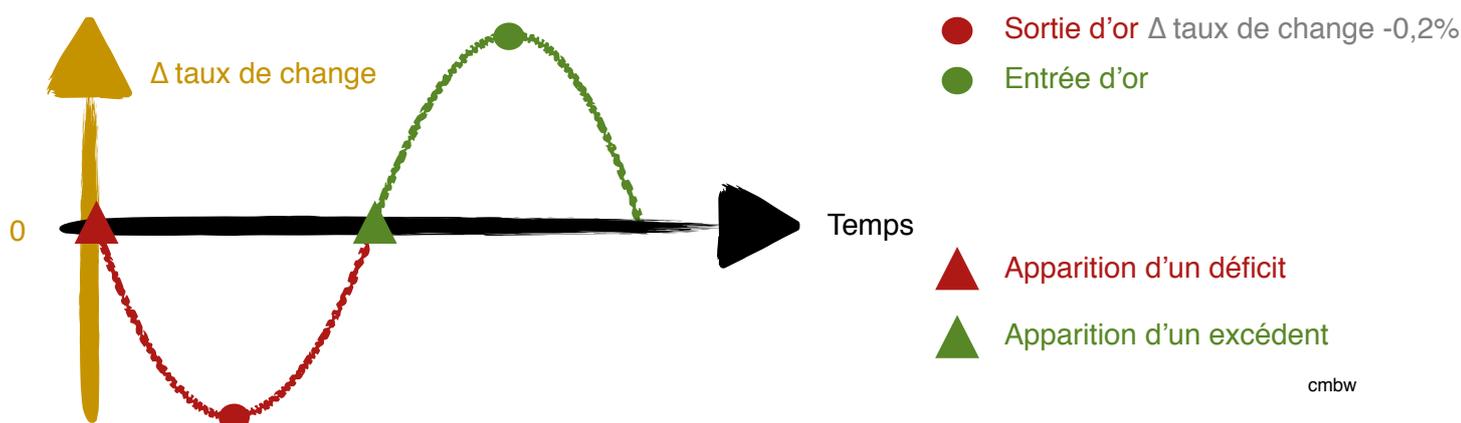
L'étalon-or est doté d'un mécanisme de régulation automatique des taux de change, le mécanisme des *gold points* (points d'or), mis en évidence par **Thornton**. Le taux de change est strictement encadré par les points d'entrée et de sortie d'or.

Mécanisme assez compliqué mais qui demeure très important...

Le règlement des créances et des dettes au niveau international s'effectue habituellement par lettre de change. **Si un pays A souffre d'un déficit commercial face à un pays B** il importe plus qu'il n'exporte, **alors la monnaie du pays A se déprécie** en important beaucoup il offre plus de sa monnaie qu'elle n'est demandée, ce qui fait baisser sa valeur par le mécanisme de l'offre et de la demande, **et il devient à un certain moment plus coûteux pour le pays A de payer ses importations avec sa monnaie qu'avec l'or**. Ceci limite la dépréciation de la monnaie A.

En effet, lorsque le rapport (monnaie A)/(Monnaie B) devient plus faible que le rapport (Or)/(monnaie B), alors **il devient plus avantageux de payer les importations directement avec l'or**, même en tenant compte des frais de transport et d'assurance. **C'est le point de sortie de l'or** l'or sort du pays. La dépréciation est ainsi limitée car l'offre de monnaie A est arrêtée.

La dépréciation de la monnaie du pays A se limite donc à une marge correspondant aux frais d'acheminement et d'assurance de l'or. Les frais ont été estimés à 0,2% des montants en or transférés. **La situation inverse, lorsque le pays A est excédentaire, déclenche un phénomène d'ajustement symétrique** substitue B à A dans le raisonnement précédent. Les *gold points* constituent alors des butoirs pour la variation des taux de change et expliquent la grande stabilité des taux de change au 19e siècle. **La parité du franc germinal reste ainsi inchangée de 1803 à la Première Guerre mondiale.**



Le rééquilibrage des balances extérieures, le principe Hume-Ricardo

L'étalon-or permet un équilibrage automatique des balances extérieures. En effet, un pays commercialement déficitaire subit une sortie d'or et par conséquent une baisse de la masse monétaire en circulation. **Il y a donc baisse du niveau des prix selon la théorie quantitative de la monnaie, ce qui stimule les exportations, ralentit les importations et rétablit l'équilibre.** Inversement, un pays excédentaire connaît une entrée d'or qui **renchérit les prix et pénalise les exportations.** Ce mécanisme, décrit par **Ricardo** ou **Say**, et déjà mis en lumière par **Hume** au 18e siècle, permet donc par **le libre jeu du marché** d'équilibrer les balances extérieures.

Il suppose une libre circulation des biens et des moyens de paiement, condition indispensable mais peu respectée au 19e siècle, où le protectionnisme est la règle notamment durant les périodes de crise / Outre le mécanisme des points d'or, le rééquilibrage automatique est donc assuré par **la variation des prix en fonction de la variation de la masse monétaire** théorie quantitative de la monnaie / et par **la contrainte de convertibilité**, ou discipline de l'or, qui impose que la circulation fiduciaire soit intégralement couverte par un stock d'or.

L'effet anti-inflationniste de l'étalon-or

L'étalon-or rend impossible une hausse durable du niveau général des prix. Si, dans un pays, une hausse des prix se manifeste, la balance commerciale devient déficitaire et les autorités monétaires réagissent en élevant leur taux d'intérêt afin d'attirer les capitaux, augmenter l'épargne, et donc le stock d'or, compte tenu de la contrainte de convertibilité. **Il s'ensuit une réduction de la masse monétaire en circulation et donc un processus déflationniste. On voit alors que la stabilité des prix est obtenue au prix d'une instabilité de l'économie réelle.**

Les prix sont relativement stable durant le 19e siècle. **En France, on estime que le taux d'inflation a été de 0.25% par an en moyenne sur l'ensemble du siècle.** Les variations des prix sont présentes mais correspondent aux périodes d'expansion et aux périodes de dépression. **L'inflation, en tant que phénomène structurel et cumulatif est inconnue, le terme « inflation » n'existe d'ailleurs pas encore.**

Les limites du système

Des tendances déflationnistes et une instabilité de l'économie réelle

La stabilité monétaire se paie par l'instabilité économique. Chaque déficit de la balance commerciale et chaque dépréciation de la monnaie impose une politique de déflation réduction de l'offre de monnaie et hausse des taux d'intérêt. La conséquence est double : la dépréciation est jugulée / mais l'activité économique est contractée l'investissement diminue, le chômage progresse. Ceci expliquerait la prégnance des cycles au 19e siècle.

Selon **Hawtrey** « **le cycle est un phénomène purement monétaire** ». Lorsque les banques disposent de liquidité, les taux d'intérêt sont faibles, ce qui stimule les emprunts. **La coexistence de faibles taux d'intérêt et de prix croissants pousse les entrepreneurs à investir** endettement. L'expansion est alors enclenchée. **Ce sont les contraintes de l'étalon-or qui provoquent le retournement.** Les banques centrales sont tenues de respecter un rapport strict entre la masse monétaire en circulation et le stock d'or dont elles disposent. **La phase d'expansion, permise par les crédits se traduit par une croissance de la masse monétaire.** Puis, lorsque le risque inflationniste est trop grand, les banques centrales réagissent en **élevant leurs taux d'escompte** c'est le taux d'intérêt lié au prêt de masse monétaire aux banques de second rang. Plus le taux d'escompte est élevé, plus l'emprunt est cher, ce qui limite les prêts aux banques de second rang et donc la création monétaire, **ce qui se répercute sur les possibilités de création monétaire des banques commerciales.** La restriction des crédits qui s'ensuit fait basculer l'économie dans la dépression.

Un étalon-sterling de facto

La présence britannique sur les 5 continents, liée à la colonisation, fait de la livre une véritable monnaie internationale. Les règlements des échanges commerciaux se font le plus souvent en lettres de change ancêtres des chèques libellées en livres. De plus, la livre circule facilement hors du territoire britannique du fait de la **confiance** qu'elle inspire.

Avant 1914, la GB est le plus grand exportateur mondial de capitaux, avec une position extérieure nette très largement créditrice. **Ainsi, elle fournit au reste du monde des avoirs en sterling** les balances sterling **qui finissent généralement par servir de réserve de devises pour les autres banques centrales.** La place de la livre dans le commerce et les flux de capitaux fait que **la variation du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre entraîne des répercussions sur le reste du monde. Il est devenu le véritable taux directeur de l'économie mondiale.** Il est modifié 800 fois durant le XIXe siècle, chaque fois dans le seul souci des intérêts britanniques.

b. Le système de l'entre-deux-guerres, le premier « Gold Exchange Standard » (GES)

Le déclin de la GB au lendemain de la première guerre mondiale

L'étalon-or est en déclin. Deux évolutions irréversibles ont entraîné cette dégénérescence. **La GB perd son statut de leader avec la montée en puissance des USA et de l'Allemagne du fait de la seconde révolution industrielle** électricité, chimie, sidérurgie, pétrole. La GB paraît être restée à la première révolution industrielle textile, machine à vapeur... La place de la GB dans le commerce international reste dominante, mais n'est plus exclusive. Cette remise en cause économique nourrit une contestation du pouvoir financier. **Le recul de la GB sur les marchés industriels se traduit par un recul de la livre au bénéfice du franc et du mark qui deviennent progressivement des monnaies de réserve.**

Le financement de l'économie au lendemain de la première guerre mondiale

Le financement de la Première Guerre mondiale porte un coup décisif à l'étalon-or. **L'émission de billets n'est plus contrainte par le stock d'or détenu par les banques** du fait de l'urgence de reconstruction. Ainsi, dans le cas français, la couverture en or passe de 70% en 1914 à 20% en 1919. **La certitude, largement partagée par les belligérants, que la guerre serait de courte durée entraîne une multiplication des emprunts,** ce qui encourage à l'utilisation de politiques inflationnistes afin de les rembourser. **Le niveau d'inflation atteint à la fin de la guerre rend illusoire le retour à la convertibilité.** Ce retour induit un risque fort de déflation. **Le cours forcé** les banques sont dispensées d'échanger les billets contre de l'or, instauré durant la guerre, n'est pas levé à la fin du conflit.

Les pays engagés dans la guerre ont supporté l'effort de guerre en recourant massivement aux importations armes, produits alimentaires... en provenance des USA. **Ainsi, les déficits commerciaux des pays européens et l'excédent américain entraînent des mouvements financiers qui ont deux conséquences principales.** D'une part, **les années 1914-1918 ont vu une redistribution mondiale des actifs et des engagements à long terme.** Les USA sont devenus créancier net alors qu'ils étaient débiteur net à l'égard de l'étranger / **D'autre part, le rôle international du dollar s'est fortement accru par l'accumulation de « balances dollar » détenues par de nombreux pays** ensemble des avoirs monétaires libellés en dollars détenus par des non-résidents hors des USA, d'où l'émergence d'une « **dollarisation** » de l'économie mondiale.

La conférence de Gênes, naissance des principes du GES (1922)

En réalité on n'invente rien à Gênes, on met sur papier le système qui existait depuis lors, à la différence que la livre sterling n'est plus la monnaie de référence.

La conférence de Gênes de 1922 réunit tous les pays ayant participé à la guerre, à l'exception des USA. Elle a pour principal objectif de reconstruire un SMI adapté au nouveau contexte. **Seul le dollar et quelques autres monnaies restent convertibles en or. Le stock d'or mondial est très inégalement réparti.** Il faut trouver un nouveau système fondé sur de nouvelles bases.

L'étalon reste toujours l'or. Il existe toujours un rapport fixe entre l'or et les monnaies, c'est un **système de changes fixes**. **La convertibilité n'est plus obligatoire toutefois.** Seuls les grands pays ayant des réserves d'or peuvent garantir une convertibilité selon deux modalités : la convertibilité totale **gold specie standard** / ou le plus souvent limitée au lingot de 400 onces **gold bullion standard**. Les pays dépourvus de stock d'or pouvaient adopter le **gold exchange standard** en constituant leurs réserves de changes en devises clés, elles-mêmes convertibles en or. Les monnaies convertibles en or sont, de fait, des instruments de réserve. **L'émission monétaire est donc fondée sur les réserves d'or ainsi que sur les réserves en devises clés.**

La fin du Gold Exchange Standard, 21 septembre 1931

Le leadership non assumé des USA

Selon J. Marseille, les USA n'ont pas assuré leur rôle de grande puissance en souhaitant cumuler les avantages d'une balance commerciale excédentaire et une balance des capitaux excédentaire, cédant au protectionnisme avec le tarif Fordney-McCumber de 1922. L'étalon-or n'a pu fonctionner qu'en raison du rôle de monnaie internationale de la livre, qui découlait de la domination sans partage de la GB. Mais après la Première Guerre mondiale, la domination économique des USA devient évidente. Pourtant, les USA refusent s'assumer leur leadership.

La crise de 1929 et la conférence d'Ottawa de 1932

Le GES ne résistera pas à la crise de 1929. C'est dû à une **absence de réelle coopération entre les pays centre-or** rivalité exercée notamment par le biais des taux d'intérêt, entre les USA et la GB, chacun souhaitant le leadership monétaire / Il y a aussi une **absence de véritable arbitre supranational capable de faire respecter les règles du jeu monétaire et d'être une instance de régulation.** La crise de 1929 se traduit en effet par un fort repli lié aux **politiques de sortie de crise** New Deal aux USA, politiques d'autarcie et de préparation à la guerre en Allemagne et en Italie..., **dont le protectionnisme constitue un instrument privilégié.** **Le 21 septembre 1931, la livre est rendue inconvertible. Une des monnaies clés ne peut plus tenir ses engagements internationaux. Cette décision sonne la fin du GES.** La GB forme une **zone sterling** avec les pays du Commonwealth constitué en 1931 puis, **lors de la conférence d'Ottawa de 1932, le libre-échange est abandonné** en instaurant le principe de préférence impériale.

La conférence de Londres de 1933, naissance de la zone dollar et du bloc or

La conférence de Londres de juin 1933 a pour objectif de rétablir la stabilité monétaire, mettre fin au repli protectionniste, et trouver une solution concertée à la crise économique. L'échec de cette conférence aboutit à la création d'une **zone dollar** regroupant les USA, qui décrochent le dollar de l'or en 1933, et quelques pays d'Amérique latine.

La France et 5 autres pays Suisse, Belgique, Italie, Pays-Bas, Pologne se déclarent fidèles à la parité-or et forment le **bloc or**. **Cette zone devient ainsi un véritable refuge, qui attire des capitaux, mais qui exige le maintien de parités élevées, ce qui érode la compétitivité alors que la crise sévit.** Déficit commercial, ralentissement de l'activité, et chômage font que le bloc or se termine en 1936. **À partir de 1936 on assiste donc à une véritable « balkanisation »** séparation et isolement économique et monétaire, consacrant ainsi l'échec d'une sortie de crise négociée. **Une véritable guerre des monnaies** ESH ESSEC 2016.

Les tentatives de retour à l'or

Partie importante car elle illustre pourquoi l'étalon-or n'est plus possible, et non souhaitable

En Grande-Bretagne, le problème des balances sterling et des politiques de rigueur

Le retour à l'or, à la parité d'avant-guerre, est l'objectif premier. Le **rapport Cunliffe de 1919** montre que cet objectif, très ambitieux, est toutefois possible, la livre n'ayant perdu que 20% de sa valeur d'avant-guerre 60% pour le franc germinal. **Ce sont surtout des considérations de restauration de la confiance internationale et de prestige financier qui motivent ce retour à l'étalon-or, qui apparaît alors comme une condition pour que Londres reste la première place financière mondiale.**

Mais se pose cependant le problème de l'énorme volume de « **balances sterling** » réserves de livre sterling détenues à l'étranger acquises par les autres pays durant la guerre. Aux USA, la FED mène une politique de taux d'intérêt très élevés, et c'est un problème. **En effet, pour ne pas risquer de voir les balances sterling se convertir en dollars** ce qui provoquerait la chute brutale de la livre **il faut les rémunérer de façon satisfaisante, c'est-à-dire proposer un taux d'intérêt supérieur à celui proposé par les USA.** Si le taux d'intérêt des bons du trésor américains est supérieur au taux d'intérêt des balances sterling, alors les gens vont placer leur argent dans les bons du trésor, ce qui risque de faire baisser le taux de change de la livre et donc sa capacité à jouer le rôle d'étalon. Les USA acceptent de jouer le jeu en maintenant leur taux d'intérêt au-dessous du taux britannique.

La politique déflationniste menée par le Premier Ministre Churchill en 1925 permet à la GB de rétablir la parité d'avant-guerre, au prix d'une récession sans précédent sacrifiant durablement l'appareil industriel au profit du prestige financier. Le chômage est à plus de 10% entre 1925 et 1929. Cette politique est sévèrement critiquée par **Keynes** qui, dans *Economic Consequences of Sterling Parity* (1925), estime que le régime d'étalon-or appartient désormais au passé et que l'or n'est plus qu'une « **relique barbare** ». **La livre est surévaluée, ce qui a de plus pour conséquence de freiner les exportations et ainsi de miner la croissance anglaise.** En outre, la surévaluation de la livre et le climat de crise font fuir les capitaux hors de la GB, alors obligée d'augmenter ses taux d'intérêt, et donc de freiner d'autant plus l'investissement et la croissance. **C'est un véritable cercle vicieux de la déflation qui se met en place.** Au cours des années 1920, la livre est de plus en plus attaquée par les spéculateurs. Ces attaques cessent lorsque **la livre se détache de l'or le 21 septembre 1931.** Pour **Alfred Sauvy**, le retour à l'or fut « **une question de prestige, une question de dogme, nous dirions presque une question de religion** ».

En France, les effets bénéfiques du franc Poincaré n'incitent pas au retour à l'étalon-or

La Première guerre mondiale crée des tensions inflationnistes importantes en France, si bien que le retour à la convertibilité or des billets est impossible. L'opinion publique est convaincue que l'Allemagne paiera. Dans ce contexte, le **laxisme budgétaire** s'installe et les déficits publics s'accumulent.

En 1924, le gouvernement du cartel des gauches prend le pouvoir. Il n'a pas la confiance du milieu des affaires et est très vite confronté à **une fuite des capitaux qui vient affaiblir davantage le franc.** La situation devient très critique, les déficits s'accroissent et le cartel des gauches se heurte au **mur de l'argent.** La banque de France, encore entre les mains d'intérêts privés les « 200 familles », refuse d'accorder de nouvelles avances au gouvernement. **En 1926, le cartel des gauches est contraint de démissionner suite à une forte chute du franc** 225F = 1£.

Raymond « Big boss » Poincaré prend le pouvoir en 1926 et en quelques jours, parvient à rétablir la confiance du milieu des affaires. Il met en place une politique déflationniste classique équilibre budgétaire / remboursement à la Banque de France des avances consenties au Trésor / achat de livres sterling sur le marché des changes. **La stabilisation se fait avant décembre 1926 mais la nouvelle définition du franc, instaurant la convertibilité-or, ne se fait qu'en juin 1928,** date de naissance du **franc Poincaré**, qui vaut 66 mg d'or. Le cours s'établit ainsi : 1£=125F, 1\$=25,5F. **Le franc est très sous-évalué comme le souligne Sauvy.** En s'appuyant sur la PPA, la livre devrait valoir 83F, soit 35% de moins que le cours effectif. **Cette sous-évaluation du franc va stimuler les exportations françaises par l'amélioration de la compétitivité des produits français.**

En Allemagne, l'hyperinflation de 1923 et le gold bullion standard

Lors de la conférence de Versailles, l'Allemagne est condamnée à verser d'importantes réparations, dont le montant est fixé à 132 milliards de marks-or en 1921. L'Allemagne doit payer 2 milliards par an et s'acquitter d'un impôt de 26% sur ses exportations pendant 42 ans. **L'interprétation classique de l'hyperinflation consiste à dire que la situation a été entraînée par une création monétaire excessive.** En effet, la création monétaire est hors de toute limite et est destinée à financer le déficit engendré par les réparations. En conséquence, l'inflation se transforme très vite en hyperinflation et le mark s'effondre. Fin 1923 il faut 1000 milliards de mark-papier pour un mark-or de 1914. **Mais cette thèse, qui attribue la cause première de l'hyperinflation allemande à la création monétaire est contestée notamment par Aftalion qui met en avant une autre séquence explicative.** Le mark a d'abord été victime d'une dépréciation sur le marché des changes liée au contexte international querelle des réparations allemandes, ce qui a conduit à une inflation importée et au déclenchement d'un mécanisme cumulatif d'inflation.

Pour sortir de l'hyperinflation, le Dr. **Schacht** nouveau directeur de la Reichbank, fait passer le taux d'escompte de 5% à 90% en septembre 1923 et en octobre, le Rentenmark est introduit 1000 milliards de Mark = 1 Rentenmark. **Ces mesures provoquent la fin de la fuite devant la monnaie, et la fin de l'inflation galopante. Dès 1924 la situation est consolidée, et en août 1924, le Reichsmark remplace le Rentenmark.** Le Reichsmark vaut 0,36g d'or. Le retour à la convertibilité est néanmoins limité, l'Allemagne ayant adopté le **gold bullion standard** à la conférence de Gênes de 1922. Elle n'assure ainsi la convertibilité-or qu'à partir d'une certaine somme.

2. Le système de Bretton-Woods : 1944-76 58-69 dans les faits

a. Les fondements théoriques

Le plan Keynes

La GB est plutôt préoccupée par **le chômage et la déflation**. Le plan **Keynes** *Proposals for an international clearing union* repose sur deux éléments essentiels. Il faut instituer **une banque centrale internationale**, affranchie de toute puissance nationale, et émettant dans les limites définies sa propre monnaie, le Bancor, qui serait la monnaie de référence internationale déconnectée de l'or, cette « relique barbare » / Mais il faut aussi mettre en place **un mécanisme international de compensation** *Clearing union* dont le rôle serait d'assurer le financement des déséquilibres par une mise en connexion des pays déficitaires et des pays excédentaires, les seconds finançant les premiers par des crédits en Bancor.

La victoire du plan White

Les USA, représentés par **White**, sont favorables à une politique de fixité des changes et de suppression des barrières protectionnistes pour **lutter contre le désordre monétaire international**. Le plan White propose **un nouveau étalon de change-or** GES mais avec **une seule devise clé, le dollar**. Les pays choisiraient une définition de la parité de leur monnaie, soit en or, soit en dollar. Ceci donne à la monnaie américaine un rôle de monnaie internationale et d'instrument de réserve / Le plan White prévoit également **la création d'un fonds de stabilisation monétaire**, financé par les dépôts des pays membres. C'est ce plan qui est adopté à l'issue de la conférence de Bretton Woods.

b. Le contenu de l'accord

Le fonds monétaire international

Cet organisme international a été créé pour gérer les dépôts et aider les banques centrales à faire respecter les parités or de leur monnaies. Le FMI est alors le garant du système de Bretton Woods, un gendarme des monnaies. Le FMI est également, selon l'expression de **Denizet**, une « **société de secours mutuel** » financée par l'ensemble des États membres et chargée de venir en aide aux pays connaissant des difficultés monétaires temporaires. Le but est d'éviter qu'un pays dévalue trop rapidement sa monnaie ou prenne des mesures d'austérité trop drastiques pour pallier à un déficit de sa balance extérieure en cas de difficulté conjoncturelle. La dévaluation est ainsi seulement envisagée en cas de difficulté durable.

Chaque pays apporte une quote-part au fonds. Elle est constituée d'un quart d'or et de trois quart de monnaie nationale. La quote-part de chaque pays est censée refléter son poids dans l'économie mondiale. Ce sera un objet de critique du FMI, qui sera de fait dominé par les USA car **les quotes-parts ne déterminent pas uniquement la participation de chaque pays financièrement, mais aussi son pouvoir de droit de vote**.

La banque internationale pour la reconstruction et le développement

La BIRD est créée en 1945, à la suite de la mise en place du SMI de Bretton Woods. **Elle a pour objectif premier l'aide à la reconstruction en promouvant la coopération financière**. Elle sera vite aidée par le **Plan Marshall** de 1947. Dès les années 1950 mais surtout 1960, le rôle de la Banque mondiale BIRD + Association Internationale pour le Développement est réorienté vers le financement du développement des pays du tiers-monde.

Les règles de fonctionnement du système de Bretton-Woods

Chaque pays signataire définit une parité exprimée soit en or soit en dollars, le système de Bretton Woods est donc un système de change fixe. L'accord tolère toutefois des marges de $\pm 1\%$ par rapport à la parité. La défense de la parité est assurée par les banques centrales qui doivent intervenir sur les marchés des changes pour acheter ou vendre des monnaies nationales ou des devises chaque fois que le taux de change s'écarte de la parité officielle. La lettre de Snyder de 1947 informe le FMI que la parité or du dollar est à 35\$ l'once 1 once = 0,03 kg. Les 80% du stock d'or mondial sont enterrés dans les coffres de Fort Knox, Kentucky.

Chaque État doit veiller à l'équilibre de sa balance des paiements, principalement par le biais des politiques budgétaires et monétaires. En cas de déficit, il faut ralentir les importations et stimuler les exportations en veillant à ce que l'inflation interne soit inférieure à celle des pays partenaires. Cependant, en cas de déficit durable la dévaluation est autorisée. Pour empêcher des dévaluations sauvages, les changements de parité de plus de 10% sont néanmoins soumis à l'accord du FMI.

Les 2 nécessités du système

Le dollar est et doit être « aussi bon que l'or » comme l'a été la livre au XIXe siècle / Un contrôle des capitaux doit avoir lieu, même si cela n'apparaît pas dans l'accord. C'est une nécessité pour que le système puisse perdurer. Le contrôle des capitaux permet de garantir une certaine autonomie de la politique monétaire et, surtout, d'assurer une certaine stabilité du système, en évitant les mouvements de capitaux flottants susceptibles de déstabiliser les taux de change. Toutefois, cette nécessité ne peut pas être respectée au sein du système car un contrôle des capitaux sans contrôle des changes est difficile à réaliser. Ainsi dès sa construction, le système de Bretton-Woods apparaissait être voué à l'échec.

b. La pénurie de dollar de 1945 à 1958

Les débuts difficiles, le « dollar gap » et inconvertibilités de 1945 à 1950

L'Europe, en pleine reconstruction, a besoin de dollar pour financer ses importations. Les débuts du système de Bretton Woods sont marqués par une situation de pénurie de dollars *dollar gap*. Les réserves de devises des pays européens étant au plus bas, la circulation du dollar comme monnaie internationale ne peut venir que de sorties de dollars hors des USA. Pour que le système fonctionne, la balance des paiements américaine doit être déficitaire. Mais entre 1946 et 1951, les USA accumulent les excédents commerciaux. D'autre part les investissements américains à l'étranger sont peu nombreux compte tenu de la situation... Cette sous-liquidité du SMI, liée à la rareté du dollar, fait de cette monnaie le véritable maître du jeu. *Dollar is as good as gold*. Formule à retenir

Les 3 dangers d'un dollar as good as gold selon Bénichi

Il menace l'économie américaine d'une crise de surproduction, les pays européens étant soumis à une pénurie de dollars danger économique / Tout ce qui retarde la reconstruction maintient la misère, or celle-ci est le meilleur allié de Staline selon Truman danger politique / L'excédent américain provoque une diminution des réserves de devises des pays signataires, ce qui rend difficile le rétablissement de la convertibilité externe des monnaies danger monétaire.

L'apogée du système de Bretton-Woods

À partir des années 1950 le dollar devient progressivement une monnaie abondante. Cette évolution est liée à **la dégradation de la balance des paiements américaine, qui devient déficitaire**. En effet, **le stock de capitaux investis à l'extérieur par les USA double entre 1950 et 1959** 40 Mrds \$ en 1959. Les fonds accordés par **le Plan Marshall** aident également à lutter contre le *dollar gap*. De plus, **l'Union Européenne des Paiements 1950-58** facilite la répartition des aides et des prêts à long terme entre les pays de l'Union.

La reconstruction se fait rapidement, les économies européennes repartent dès 1950. Le déficit de la balance globale américaine impose un achat de dollar par les autres pays pour empêcher une dépréciation. Les banques centrales étrangères achètent des \$ et renflouent leurs réserves. Le dollar devient une monnaie abondante. Ainsi, les taux d'intérêts des USA et du reste du monde convergent le **taux directeur américain augmente** car la demande de dollar augmente et les **taux directeurs des pays étrangers diminuent** car leur offre de monnaie dépasse la demande. **Bretton Woods fonctionne bien et entre ainsi pleinement en fonction le 1er janvier 1959.**

Ce déficit ne remet pas en cause la convertibilité du dollar en or. Les balances dollars stock de dollar détenu à l'étranger restent très inférieures au stock d'or américain. Par ailleurs, **ce déficit a contribué au retour à la convertibilité des monnaies européennes en 1958** en permettant aux pays excédentaires de reconstituer leurs réserves de devises convertibles. Enfin, **le déficit maîtrisé et modéré de la balance des paiements américaine alimente le monde en dollars et écarte ainsi tout risque de pénurie de liquidités qui aurait gêné le redémarrage de l'économie tout en évitant une forte inflation.**

c. Un système pleinement fonctionnel de 1958 à 1968 mais qui repose sur un système monétaire international fragile

Le problème de l'ajustement

En 1959 le surplus de la balance des paiements courants américaine se réduit. Mais des conversions en or sont demandées. Le cours de l'or monte sur le marché officiel 40\$ l'once et **le dollar est considéré comme surévalué**. Mais les **USA refusent la dévaluation de leur monnaie** car il y a risque de perte de confiance et la reconnaissance d'une perte de puissance. De plus, les IDE deviendraient plus chers pour les FMN américaines. Le stock d'or américain devient peu à peu inférieur au stock de dollar détenu à l'étranger et la convertibilité du dollar devient progressivement impossible, c'est le **dollar glut**.

Contrairement aux autres systèmes étalon-or et système de changes flottants, **le système de Bretton-Woods n'assure pas mécaniquement les ajustements des balances des paiements**. Lorsqu'il y a des déséquilibres, l'ajustement ne peut s'opérer que par l'intervention des autorités économiques, c'est à dire par des modifications de parité. **Les autorités économiques s'avèrent toutefois réticentes à opérer des changements de parité, même en cas de déséquilibre important de la balance des paiements.**

En effet, si un pays est excédentaire, prendre la décision de réévaluer sa monnaie peut créer un handicap pour ses propres exportations / D'autre part, si un pays est déficitaire, il ne peut user facilement de la dévaluation du fait des règles fixées par le FMI. Une dévaluation peut être perçue par les autres partenaires comme relevant d'une politique de **dévaluation compétitive** pouvant mener à une remise en cause de la coopération internationale souvenir des années 1930. La dévaluation peut créer une fragilité supplémentaire dans la mesure où elle risque de **favoriser une spéculation contre sa propre monnaie** une dévaluation est le signe qu'une autre va suivre pour les spéculateurs. De plus, la dévaluation est associée à une certaine **perte d'image du pays**. Ainsi, selon **André Malraux** « **le général De Gaulle ne dévalue pas, car si le général De Gaulle dévalue, c'est la France qui se dévalue elle-même** »

Le problème de la liquidité

Le dilemme de Triffin soulève une contradiction intrinsèque au système de Bretton-Woods. La lecture du fonctionnement même du système explique en quoi le système était voué à l'échec, en quoi il y a une faille dans le système lui-même. **Triffin** explique en 1961 dans *L'or et la crise du dollar* qu'on a à la fois la nécessité d'avoir un dollar abondant, afin d'alimenter le monde en liquidité afin d'assurer la croissance mondiale et le développement des échanges internationaux, **et le besoin d'un dollar rare pour que la confiance faite au dollar perdure** as good as gold.

Autrement dit, soit les USA présentent un déficit extérieur structurel qui permet aux autres pays de se procurer des dollars, mais qui remet en cause de la couverture or du dollar, soit les USA disposent d'une balance structurellement excédentaire qui assure la couverture or du dollar, mais qui remet en cause le commerce international du fait du *dollar gap*. **Le fait que le dollar soit une monnaie à la fois nationale et internationale implique qu'il ne doit donc pas y avoir trop de dollar, ni pas assez.** La mise en place du **bancor** de **Keynes** pourrait résoudre ce problème.

Le « déficit sans pleurs » et le risque inflationniste

Les USA signent les chèques comme Picasso signe les serviettes pour payer ses repas

Les USA ont le privilège de créer la monnaie utilisée mondialement, ils ont donc le privilège d'avoir une balance des paiements déséquilibrée sans aucune répercussion car le déficit est comblé par une création monétaire supplémentaire. **La contrainte d'équilibre de la balance des paiements, qui pèse sur tous les pays, ne pèse pas sur le pays qui émet la monnaie internationale.** C'est donc un « **déficit sans pleurs** » pour les USA, selon la formule de **Jacques Rueff**.

L'inflation découle de cette création monétaire par les USA à partir du milieu des années 1950 et se diffuse à l'ensemble de l'économie mondiale. Dans les autres pays, compte tenu des excédents des balances globales, les réserves en devises augmentent. Cela est accentué par le phénomène des eurodollars. « **Les eurodollars sont des dollars circulant hors des USA et qui échappent ainsi aux réglementations américaines.** Les euromarchés sont des marchés internationaux de capitaux sur lesquels se réalisent des opérations de prêts et d'emprunts libellés en devises majoritairement des dollars. Comme l'écrit **Friedman**, « l'eurodollar, comme le dollar, est produit par la plume du comptable ». **Le préfixe euro ne doit pas induire en erreur. Ces marchés débordent largement le cadre européen et ne concernent pas exclusivement l'euro.** D'où l'usage fréquent des expressions xénodollars et xénomarchés. »

La crise confiance

Au cours des années 1960, la confiance dans le dollar s'érode de plus en plus et celui-ci connaît trois vagues d'attaques spéculatives en 1961, en 1964 et en 1968. Différents plans de sauvetage vont être mis en place pour tenter de sauver le système de Bretton Woods. Si ces stratégies freinent un moment la spéculation, les réserves d'or des USA ne cessent de décliner et les avoirs en dollars détenus à l'étranger de gonfler. Les mesures prises apparaissent alors comme des soins palliatifs.

Au fur et à mesure que les avoirs internationaux en dollars augmentent, la confiance s'affaiblit, d'autant plus que parallèlement mécaniquement les réserves en dollars des USA diminuent. Le stock d'or américain devient insuffisant face à l'augmentation de ces avoirs. Il y a une surabondance de dollars par rapport aux réserves d'or. Les engagements extérieurs américains dépassent le stock d'or. On retrouve encore une fois le rôle des eurodollars.

Les tentatives de sauvetage du système de Bretton Woods

Le plan Kennedy (1961)

En 1961, 8 banques centrales CEE, USA, GB mettent en place **le pool de l'or** pour éviter une appréciation du dollar en vendant de l'or. Le but est de maintenir le dollar à 35\$ l'once / D'autre part, on crée **les bons Roosa**. Ce sont des titres du Trésor émis à des taux avantageux, proposés aux banques centrales étrangères afin de les inciter à placer leurs dollars aux USA plutôt que de les convertir en or / Est également créé **le Groupe des Dix**. Les dix pays les plus riches acceptent une augmentation de leur quote-part au FMI afin de donner à celui-ci les moyens de renforcer son action / Enfin, le plan Kennedy met en place **une taxe sur les achats de titres étrangers achetés par les américains** afin de réduire les investissements de portefeuille à l'étranger et ainsi réduire les sorties de dollars.

Le premier plan Johnson (1964)

Les 500 plus grandes firmes américaines limitent leurs IDE et rapatrient leurs profits dans le but de participer à la défense du dollar / Il y a **une nouvelle augmentation des quote-parts au FMI** en vue de lui donner les moyens de renforcer son action / **La fiscalité augmente** dans le but de juguler les tensions inflationnistes et de réduire les dépenses militaires à l'extérieur.

Le deuxième plan Johnson (1967)

Les IDE sont plafonnés / Le dollar n'est plus convertible pour les particuliers à sa parité officielle. On aboutit alors à la création d'un double marché de l'or. La convertibilité or du dollar à sa parité officielle n'est plus réservée qu'aux banques centrales tandis que les autres détenteurs de dollars pourront convertir ces derniers sur le marché libre à taux variable. L'écart entre le taux officiel et le taux du marché libre se creuse rapidement, puisqu'il atteint 41\$ l'once sur ce dernier. **C'est la preuve d'une surévaluation du dollar / Les droits de tirages spéciaux sont créés.** Le DTS est un instrument de réserve international créé par le FMI en 1969 pour compléter les réserves officielles existantes des pays membres. Les DTS, qui valent initialement un dollar, sont alloués aux pays membres proportionnellement à leur quote-part au FMI. **La création des DTS répond à la crainte paradoxale de manquer des liquidités internationale et au soucis de la diversification des réserves. Ainsi, les DTS avaient pour objectif d'assouplir le système le Bretton Woods en permettant de dépasser le dilemme de Triffin.**

d. L'éclatement du système (1968-1973)

Chronologie

En 1967-68 la spéculation contre le dollar s'intensifie, et le prix de l'or monte au dessus de 35\$ l'once. La fragilité du dollar mène ainsi à la fin de sa convertibilité externe en 1968. Désormais, seules les banques centrales peuvent convertir le dollar au taux de 35\$ l'once. Toutefois, dès 1970 les taux d'intérêt sont plus élevés en Europe qu'aux USA, ce qui accélère la sortie des capitaux américains. La balance des paiements américaine a de mauvais résultat. **La balance commerciale devient déficitaire en 1971, du jamais vu.** Cela provoque une nouvelle spéculation à la baisse du dollar. **En juillet 1971, la banque centrale suisse converti 50 millions de dollars en or et le 13 août 1971 la banque d'Angleterre fait la même chose.** Les USA ne peuvent donc plus assurer la demande de convertibilité. **Nixon décide finalement de l'abandon de la convertibilité du dollar en or durant l'accord du Smithsonian Institute de décembre 1971.** Le dollar est dévalué de 8% par rapport à l'or. La parité or théorique passe de 35\$ l'once à 38\$. De plus, les USA mettent en place une taxe de 10% sur leurs importations afin de résorber le déficit de la balance commerciale. En février 1973 il y a une deuxième dévaluation du dollar qui atteint 42 dollars l'once **Le 8 janvier 1976 les accords de la Jamaïque sont signés.** Il sont l'officialisation de la fin du système de Bretton-Woods.

Le facteur principal est la croissance des eurodollars

Le développement des euromarchés date des années 1950 et est lié à deux phénomènes. **Les restrictions réglementaires appliquées aux USA et datant dans certains cas des années 1930 ne permettaient pas une valorisation suffisante des dépôts.** Les banques américaines étaient ainsi incitées à s'implanter hors des USA. Il s'agit notamment de la **Réglementation Q de 1930** plafonnement du niveau des taux d'intérêt créditeurs pour les dépôts bancaires et du **Glass Steagall Act, ou Banking Act de 1933** séparation des activités d'investissement et des activités commerciales des banques / Le phénomène décisif a toutefois été **le recyclage des pétrodollars** provenant des excédents de balance des paiements des pays de l'OPEP à partir de 1973 ces pays ont beaucoup d'excédents en dollar grâce au pétrole, ce qui augmente le stock de dollar détenu à l'étranger. **Résultat, en 1970, les dollars détenus à l'extérieur des USA vont représenter 5 fois le stock d'or des USA.**

Le système de changes fixe est de plus en plus inadapté

En prenant en compte l'évolution des fondamentaux, les parités officielles deviennent inadaptées, en particulier la parité du dollar. Certes, il existe dans le système de Bretton-Woods la possibilité de procéder à des dévaluations et des réévaluations, mais ce procédé est limité par les règles du FMI. La dévaluation et la réévaluation se heurtent au risque de mouvements spéculatifs qui accompagnent des changements de parité trop fréquents. **D'où la supériorité d'un système de changes flottants sur un système de changes fixes selon Friedman.** Les changements de parité du dollar sont particulièrement difficiles au sein du système de Bretton-Woods car cela implique un changement de la parité par rapport à l'or, et donc un changement de parité de toutes les monnaies. Si on dévalue le dollar tendance qui se manifeste depuis les années 1950, il faut une réévaluation parallèle de toutes les monnaies, ce qui n'est pas favorable à tous les pays.

L'évolution de l'inflation

Vers la fin des années 1960, on voit apparaître une **inflation rampante** inflation durable autour de 4-5% d'abord aux USA, puis en France et en GB. **L'inflation américaine coïncide avec des dépenses budgétaires importantes du fait de la mise en place du système d'assurances sociales du président Johnson** Medicaid et Medicare en 1965 **et du fait des dépenses liées à la guerre du Vietnam à partir de 1964.** De plus, l'intensité de la croissance du commerce international 7,5 % par an et des IDE 9%, permises par les Trente Glorieuses, font que la FED a du croître la masse monétaire mondiale au rythme de 7, 8 ou 9% par an. Cette inflation crée une instabilité au sein d'un système censé assurer la stabilité monétaire, et contribue à décrédibiliser les accords de Bretton-Woods.

Des différences d'évolution en termes de productivité

Ces évolutions se manifestent davantage sur le long terme et traduisent la réduction de l'écart de productivité entre les USA, l'Europe et le Japon. La productivité américaine devient de moins en moins supérieure à la productivité européenne, le dollar devrait donc être dévalué pour corriger cette perte, mais il n'en est rien. **L'évolution de la productivité européenne et japonaise remet donc en cause la parité du dollar à 35 \$ l'once d'or.** En effet, les USA ont une croissance moyenne de 4% pendant les Trente Glorieuses. À l'exception de la GB, tous les autres pays font mieux. **Les économies européennes et japonaises ont rattrapé leur retard.**

3. Le système monétaire international depuis l'abandon du système de changes fixes

Dans un système de change flottant, la parité d'une monnaie par rapport à une autre est déterminée par la loi de l'offre et de la demande sur le marché des changes

a. Instabilités

Un non système monétaire international, une instabilité totale

L'économie mondiale est dans un « **non-système monétaire international** » depuis 1973 selon **Williamson**. Pour tous les auteurs qui ne sont pas libéraux au sens économique du terme, les keynésiens notamment, **un système qui n'est pas institutionnalisé n'est pas un système**. Chacun peut tomber d'accord sur le fait qu'il n'y ait pas eu en 1973 d'officialisation de l'entrée dans un nouveau système. Ce sont les USA qui de manière unilatérale ont décidé de mettre fin à la convertibilité et de laisser flotter le dollar par rapport à l'or. Il faut attendre le 8 janvier 1976 et les **accords de la Jamaïque** pour officialiser un système de changes fixes, mais il n'est pas institutionnalisé. **Derrière cette idée de non-système, il y a l'idée qu'on entre dans une ère d'instabilité totale.**

La dépréciation du dollar des années 1970

L'effondrement du système de change fixes est renforcé par le contexte politique. De 1976 à 1980 les USA perdent en puissance, le mandat de **Carter** est une catastrophe. La prise d'otage de l'ambassade des USA suite à **la révolution iranienne** fragilise le dollar. **Volker** arrive à la présidence de la FED en 1979 pour mettre en place un « **plan de sauvetage** » du dollar. Ce plan monétaire, inspiré des thèses de **Friedman**, fonctionne parfaitement. « **L'inflation est toujours et partout un phénomène monétaire** », il faut donc réduire la création monétaire afin de limiter l'inflation à moins de 5%. Le succès est confirmé par **Reagan**. Toutefois, le fait que cette politique soit efficace ne prouve pas que l'inflation est un phénomène monétaire, on y reviendra ;-)

Ce succès mène à l'abandon des politiques d'open market refinancement automatique des banques **au profit d'un contrôle plus strict de la masse monétaire**. Cela fait toutefois naître **une crise de liquidité** il n'y a plus d'argent qui se répand dans toute l'économie. Les taux d'intérêts flambent jusqu'à 20% l'offre de monnaie diminue donc le prix de la monnaie, le taux d'intérêt, augmente. C'est très dangereux. Il faut savoir qu'un taux d'intérêt à 10% fait que la somme que l'on doit rembourser atteint le double de la somme empruntée au bout de 7 ans. **Le système de change flottant connaît donc des débuts difficiles.**

L'appréciation du dollar de 1980 à 1985 et ses conséquences

Reagan président de 1981 à 1989 est principalement élu sur une perspective de baisse d'impôt et met en place **une politique ultra-libérale**. Le déficit budgétaire augmente jusqu'à 4% du PIB, ce qui est très important à l'époque, surtout pour les USA. Les taux d'intérêts sont tels que l'État est obligé de s'endetter. **Le dollar s'apprécie fortement entre 1980 et 1990**. Il double par rapport au franc. C'est lié à l'afflux de capitaux du fait de taux d'intérêts très élevés ; le dollar attire. Deux conséquences.

D'un côté, **les pays du Sud doivent faire face à une crise d'endettement terrible** le dollar monte, donc le coût de leurs dettes en dollar aussi. En août 1982, la première crise apparaît lorsque le Mexique menace de se déclarer insolvable. Les pays du Sud sont obligés d'emprunter en dollar, ce qui augmente le taux d'intérêt de celui-ci et augmente encore leur dette, ce qui pousse à de nouveaux emprunts... **Un véritable cercle vicieux apparaît**. De plus, ces pays sont frappés de plein fouet par la crise pétrolière qui mine la croissance.

D'un autre, **le déficit courant et le déficit budgétaire américains se creusent** il devient de plus en plus difficile de vendre des produits américains. Cette situation ne dure cependant que jusqu'en 1982 car la croissance réapparaît. **Sans le savoir ni le vouloir, Reagan met en effet en place une politique de relance en creusant le déficit budgétaire.** Il crée une **demande d'armement** dans le cadre de l'Initiative de Défense Stratégique (IDS), ce qui profite aux entreprises. De plus il baisse les impôts donc **les ménages consomment plus**. En 1985 le taux de chômage revient à 5%. L'inflation a été vaincue.

La politique de baisse d'impôts poursuivie par Reagan pousse toutefois le déficit à un niveau insoutenable. Le dollar est tellement fort que la compétitivité américaine est en peine. Le système bancaire est si mal en point que **la Continental Illinois, deuxième banque américaine, est nationalisée.** Le réseaux de caisses d'épargne *Savings and Loans* est lui aussi mal en point. En 1983, la loi **Gramm Rudman Hollings** impose qu'au delà d'un certain déficit, le congrès opère automatiquement des coupes dans les dépenses. Le dollar commence à baisser en 1985. **La récession des années 1980 est une des pire qu'ait connu les USA.**

Une coopération monétaire de 1985 à 1992 autour de la chute du dollar

Les accords du Plaza du 22 septembre 1985, en présence des USA, la France, la RFA, la GB et le Japon, **visent à un atterrissage en douceur du dollar *soft landing*.** Cela consiste à un accord sur des interventions concertées sur le marché des changes pour racheter du dollar lorsque qu'il est trop vendu. **C'est un échec complet**, les banques centrales vont céder face aux opérateurs privés les spéculateurs. La liberté de circulation des capitaux est telle que les réserves des banques centrales ne sont plus à la hauteur des capitaux engagés. **Le dollar chute aussi rapidement qu'il est monté.** Il perd 40% de sa valeur par rapport au Mark en 2 ans.

Les accords du Louvre du 22 février 1987, en présence des pays signataires des accords du Plaza et du Canada, **visent une nouvelle fois à stabiliser le dollar.** Les pays se mettent d'accord pour **1\$ = 1,8 Mark**. Avec la chute du dollar, les tensions inflationnistes renaissent car les importations américaines deviennent de plus en plus chères. **Les accords du Louvre mettent en place des zones cibles. La théorie des zones cibles de Williamson puis Krugman** explique qu'il existe un **taux de change fondamental d'équilibre qui assure la croissance la plus forte possible tout en permettant l'équilibre externe** balance des paiements, l'équilibre du marché du travail chômage et l'équilibre interne inflation. Les banques centrales doivent alors maintenir ce taux de change dans la fourchette correspondant à la zone cible. Les banquiers centraux ne doivent communiquer au marché ni le taux de change moyen ni l'ampleur des marges d'intervention. Une consigne qu'applique religieusement **Allan Greenspan** lorsqu'il est à la tête de la FED il disait toujours une chose et son contraire le coquin. Les banques centrales doivent donc créer une asymétrie d'information pour rééquilibrer le pouvoir entre des spéculateurs et les banquiers centraux. **Cette stratégie fonctionne jusqu'en 1992-93, date de la crise du système monétaire européen.**

b. Les crises monétaires des années 1990 et du début des années 2000

La crise du SME de 1992-93

Les années 1990 débutent avec la crise de change du SME. En 1992, le SME interdit aux devises de fluctuer de plus ou moins de 2,25% autour d'un cours prédéterminé comme l'a fait le serpent de 1972 à 1978. Or, la principale puissance de la zone, l'Allemagne, incarnée par la très indépendante Bundesbank, pratique une politique de taux d'intérêt très hauts pour soutenir le deutschemark et lutter contre l'inflation. Les autres pays, la France de **Pierre Bérégovoy** en tête, sont donc obligés de l'imiter pour rendre leur monnaie attractive et lui éviter de sortir de la zone cible... Une situation qui devient intenable alors que se combinent un ralentissement économique, les difficultés de l'Allemagne après sa réunification, le "non" danois au traité de Maastricht et la perspective d'un référendum serré en France sur le même sujet. Il faudrait en effet une baisse des taux d'intérêt afin de faciliter l'endettement et donc la reprise

La crise mexicaine de 1994

Greenspan, arrivé à la tête de la FED en 1994, explique au congrès que les taux sont anormalement bas et qu'il faut donc les réévaluer. **Les taux remontent ainsi pour la première fois depuis 1989**. Le Mexique doit faire face à un gonflement de sa dette interne de l'ordre de 30% du PIB et à l'inflation. Malgré cela, le président **Zadillo** met fin à la politique d'arrimage du peso au dollar. **Le peso est ainsi dévalué de 15%, ce qui lance un signal très négatif aux investisseurs, c'est la « faute de décembre »**. Le peso ne cesse alors de se dévaloriser, tandis que les investisseurs retirent leurs capitaux du pays, et perd 50% de sa valeur, c'est l'« **effet tequila** ».

La crise asiatique de 1997

La crise asiatique débute en Thaïlande avec l'effondrement du baht en 1997. La monnaie thaïlandaise est arrimée au dollar et ce dernier s'apprécie à la fin des années 1990. Cela a pour conséquence de rendre la monnaie thaïlandaise surévaluée par rapport au yen japonais. Le Japon jouit donc d'une meilleure compétitivité prix en plus de sa très bonne compétitivité hors-prix comparé aux autres pays de la région. Cela alerte les marchés financiers et une spéculation à la baisse sur le bath commence. **La Thaïlande est obligée d'abandonner son arrimage au dollar ce qui dévalue fortement sa monnaie**. Cela aurait pu avoir un effet bénéfique *courbe en J*, cependant la Thaïlande a acquis une trop grande dette extérieure et le pays est en faillite même avant l'effondrement de sa monnaie. **La crise asiatique est fondamentalement une crise de surinvestissement**. La chute du bath augmente le poids déjà conséquent des dettes du pays et renchérit le poids des importations. La crise inflationniste est inévitable. Il n'en faut pas plus aux « **esprits animaux** » des marchés financiers pour que la spéculation s'étende à tous les pays de la région. La crise atteint ainsi rapidement la majorité des pays d'Asie du sud-est qui ont basé leur développement sur un système d'arrimage.

La crise argentine de 2000-01

L'Argentine met en place en 1991 un système de **currency board**. Se met en place un nouveau pesos argentin complètement convertible en dollar, émis en contrepartie complète du dollar 1 \$ = 1 pesos, pas de pesos s'il n'y a pas de dollar dans les réserves. Cela freine la croissance car **l'excédent courant est obtenu en contraignant de manière drastique la demande interne** et donc la production des entreprises. Le système d'arrimage au dollar se révèle particulièrement dangereux face aux mouvements erratiques et violents du marché des changes flottants qui suivent la crise économique asiatique. **Le peso sombre ainsi lorsque l'économie mondiale entre en récession avec la crise de la bulle Internet au début des années 2000**.

La dépréciation de l'euro en 2002

En 2002 se met en place une action coordonnée pour mettre fin à la dépréciation de l'euro. L'euro se déprécie de 15% par rapport au dollar et au yuan entre 1999 et 2002. Les banques centrales européennes interviennent donc sur le marché pour défendre la valeur la monnaie **et surtout pour freiner le danger qui plane sur l'avenir de la zone**. Mis à part cela il n'y aura plus de tentative de concertation pour tenter de contrôler les taux de change.

c. Quel système monétaire international depuis 1976 ?

Volatilité, variabilité et spéculation déstabilisatrice

Selon **Bourguinat**, « **qu'il s'agisse de la volatilité à court terme ou de la variabilité à moyen-long terme, c'est l'instabilité qui a été la règle** ». Depuis les années 1970 le cours du dollar est extrêmement volatil. Globalement, on observe des variations quotidiennes euro/dollar de plus de 1% et de fortes périodes d'instabilité. Le dollar se déprécie de manière nette face à l'euro entre 2002 et 2008. Il est toutefois instable depuis 2008. On observe une spéculation déstabilisante comme l'imaginait **Nurske** en 1944 plutôt qu'une spéculation stabilisante comme le défendait **Friedman** en 1953. En 2008 puis 2010, il a pu être tentant d'expliquer la flambée des cours par la spéculation.

Les changes flottants encouragent le commerce international

Les opposants au système de changes flottants affirment qu'il crée nécessairement une instabilité des taux de changes, signe d'incertitude qui nuit aux échanges. Les entreprises seraient plus réticentes à investir. **En réalité, on observe un développement du commerce international et de l'internationalisation des entreprises mondialisation qui coïncide avec les changes flottants.**

Les changes flottants encouragent aussi les déséquilibres

Les écarts se creusent depuis l'avènement des changes flottants. Dans les années 1980, il s'agit des déficits américains et des excédents japonais. Dans les années 1990, il s'agit des déficits américains et des excédents chinois. Depuis le début des années 2000, les excédents chinois et allemands sont pointés du doigt. **Ces déséquilibres font partie des causes à l'origine de la crise de 2007-2008.** En effet, selon **Agnès Bénassy-Quéré, Jean Pisani-Ferry et Yu Yongding**, la discipline est insuffisante et asymétrique. **Il y a une asymétrie car la discipline s'applique plus sur les pays déficitaires que sur les pays excédentaires.**

Le rééquilibrage ne se fait que du côté des pays déficitaires. Ces derniers doivent mettre en place des politiques de rigueur qui nuisent à la croissance et qui sont déflationnistes. Les pays excédentaires, eux, ne profitent pas de leur excédents pour relancer la croissance, principalement par peur de l'inflation. Il apparaît un **biais déflationniste** selon **Agnès Bénassy-Quéré** expression très importante car du côté des pays déficitaires la création monétaire est limitée mais du côté des pays excédentaires la demande de monnaie n'augmente pas.

L'hégémonie du dollar

Le dollar comme monnaie internationale, les 3 + 1 fonctions de Bourguinat		
Fonctions	Usages privés	Usages officiels
Unité de compte	Cotation action de coter quelque chose, de lui affecter une note	Rattachement point d'ancrage pour les autres monnaies
Moyen de paiement	Facturation et demande de change	Intervention des banques centrales
Réserve de valeur	Diversification de portefeuille	Réserve de devises
Bouclage du circuit financier international, la fonction +1 de Bourguinat	Intermédiation entre épargne et investissement équilibrer les capacités et besoins de financement au niveau international	Prêteur en dernier ressort notamment en cas de crise de liquidité-solvabilité

L'absence de prêteur en dernier ressort est une des causes de la crise des années 1930 selon **Kindleberger**. **Le pays émetteur de la monnaie internationale doit avoir une capacité financière suffisante pour équilibrer les capacités et besoins de financement globaux, par des crédits et des emprunts, et donc avoir un secteur bancaire puissant assurant l'intermédiation entre épargne et investissement.** La fonction de bouclage du circuit financier international est assurée par le dollar, le secteur bancaire américain est celui qui est dominant. Il y a encore aujourd'hui le maintien du « **déficit sans pleurs** » pour les USA. Ce dernier est à 3% du PIB en 1987, à 6% du PIB en 2006 et à 3% en 2016. Il faut toutefois observer une tendance à la hausse ces deux dernières années, ce qui appuie la thèse du déficit sans pleurs. En effet, le déficit américain a augmenté de 35% entre 2015 et 2016

Un « déficit sans pleurs » nécessaire dans un système de changes flottants

Cette asymétrie dans le système monétaire international peut sembler nécessaire.

On a abandonné le système de changes fixes de Bretton-Woods reposant officiellement sur un dollar « voué à l'échec » pour un système de changes flottants où le dollar est toujours la monnaie internationale « de fait ». **Le paradoxe de Triffin ne se manifeste cependant pas dans les mêmes conditions aujourd'hui qu'au sein de Bretton-Woods**, ce qui renforce l'hégémonie du dollar. La crise de 2007-2008 ne s'est pas transformée en crise contre le dollar malgré certaines tensions. C'est aussi lié au fait qu'il n'y pas d'alternatives au dollar contrairement à Bretton-Woods, où il y avait l'or aujourd'hui démonétisé.

d. La réforme du système monétaire international

Comment réformer le système monétaire international ? Agnès Bénassy-Quéré, Jean Pisani-Ferry, Yu Yongding, 2011	
Maîtriser les taux de change et les flux financiers une meilleure adéquation des taux de change aux fondamentaux	Tout d'abord, un consensus doit être trouvé sur les taux de change, les flux de capitaux et les réserves. Ce consensus, moins inatteignable qu'on pourrait le penser, devrait être consigné dans une sorte de code de bonne conduite assorti d'un dispositif de surveillance
Réformer la régulation financière des mécanismes garantissant une provision coordonnée et suffisante de liquidité internationale	Ensuite, les filets de sécurité financière doivent être améliorés afin d'éliminer le motif d'auto-assurance de l'accumulation de réserves officielles. La voie la moins difficile pourrait être un nouveau mode de décision concernant les allocations des Droits de Tirage Spéciaux (DTS), facilitant leur utilisation plus fréquente
Renforcer le cadre multilatéral adapter le SMI à une économie mondiale dont le centre de gravité s'est déplacé avec la montée en puissance des grands pays émergents tels que la Chine	Enfin, un changement dans la composition des DTS devrait être programmé pour y inclure le renminbi, afin de renforcer le cadre multilatéral. Ces réformes partielles seraient un premier pas vers d'autres évolutions à venir. Le SMI hégémonique centré sur le dollar ne convient plus à la multipolarité croissante de l'économie mondiale. La transition qu'il s'agit d'encourager est donc celle vers un SMI plus multipolaire. Cette transition est souhaitable mais n'est pas sans dangers. D'où la nécessité de la réflexion approfondie sur les chemins à prendre proposée dans ce rapport

Focus sur le renminbi

Le renminbi est jusqu'en 2012 une monnaie inconvertible. La Chine a aujourd'hui intérêt à réévaluer sa monnaie. Une réévaluation permet de lutter contre l'inflation car les importations deviennent moins chères, fait augmenter demande intérieure et le pouvoir d'achat, et permet d'attirer des capitaux ce qui permet une plus grande marge de manoeuvre dans la détermination des taux d'intérêts. **Pour que la monnaie chinoise devienne une monnaie internationale, qu'elle fasse partie des DTS donc, elle doit flotter.**

La réforme du FMI de 2008, un premier pas vers la réforme

Les ressources sont multipliées par trois 750Mrds\$, les quotes-parts sont révisées transfert de 6% des quotes-parts aux pays émergents, l'allocation DTS est multipliée par dix 250Mrds\$, et un rôle de prêteur en dernier ressort est envisagé. Ce dernier rôle est déjà considéré comme possible et souhaitable en 1999 sous la plume de **Fisher**.

Faut-il réformer le système monétaire international ?	
Oui	
Prêteur en dernier ressort	L'absence de prêteur en dernier ressort en cas de crise de liquidité/ solvabilité est dangereuse selon FISHER 1999. Les interventions concertées des banques centrales dès décembre 2007, et les plans de relance en 2008 font qu'il n'y ait pas eu de scénario 1929. La question du prêteur en dernier ressort a été particulièrement vive depuis la crise de 2007-2008, qui a d'abord été une crise de liquidité qui avait tendance à se transformer en crise de solvabilité touchant de nombreux pays développés.
Guerre des monnaies en 2008	Discours de MANTEGA en septembre 2010 qui dénonce les pays qui cherchent des avantages commerciaux en manipulant leur monnaie. G20 de Séoul en novembre 2010 : question de la sous-évaluation du renminbi par rapport au dollar et de la politique monétaire accommodante des USA en réponse à la crise bancaire et économique mais aussi pour déprécier le dollar et relancer les exportations. L'attitude plus récente du Japon pour affaiblir le yen 2012 représente également le risque de ces tensions monétaires accrues.
Renforcer le rôle des DTS	Un rôle accru pour les DTS dans le SMI. Déclaration du gouverneur de la Banque centrale chinoise ZHOU 2009 pour en faire l'instrument de la stabilité monétaire et financière internationale. On se rapprocherait du plan Keynes bancor. C'est ce qu'on observe dans les faits avec la réforme du FMI de 2008.
Polycentrisme monétaire	EICHENGREEN 2011 Polycentrisme monétaire reposant sur le dollar, l'euro et le yuan. Conditions : convertibilité du yuan qui deviendrait aussi une monnaie flottante et non plus arrimée au dollar, forte coopération des autorités monétaires avant tout pour éviter toute guerre de monnaies.
Mais	
Thèse de la stabilité hégémonique	KINDLEBERGER , thèse de la stabilité hégémonique : seul un système unipolaire reposant sur l'hégémonie d'un pays et d'une monnaie permet d'assurer un SMI stable à travers l'existence de ce prêteur en dernier ressort. Le dollar est au cœur du système mais une coopération semble pouvoir exister. La thèse d' Eichengreen est plausible, mais l'histoire va dans le sens de Kindleberger
Le dollar reste hégémonique	ARTUS 2012 « La monnaie internationale forte du futur : le dollar » car : réindustrialisation des USA, indépendance énergétique, crise de la zone euro, et parce que « la Chine a des difficultés à passer d'un modèle mercantiliste basé sur les exportations de produits bas de gamme à un modèle de production plus haut en gamme soutenu par la demande intérieure. »

Fin