

Chapitre 13. Le système monétaire international

1. Les systèmes monétaires internationaux (SMI)

1.1. Qu'est ce qu'un SMI ?

Un SMI est un ensemble d'arrangements entre Etats et de pratiques des acteurs économiques qui rendent possibles et encadrent les relations économiques internationales.

On peut caractériser empiriquement un SMI par :

- **Les régimes de change.**
- **La nature des « liquidités internationales »**, c'est-à-dire des moyens de paiement qui, étant acceptés partout dans le monde, ont de ce fait également les fonctions d'unité de compte : le commerce international est libellé dans ces instruments, et de réserve de valeur : ce sont eux qui constituent les « réserves » des banques centrales et qui sont conservés par les agents privés.
- **La manière dont sont traitées les situations d'illiquidité d'un pays entier**, en particulier :
 - Que se passe-t-il lorsque les entrées de devises dans un territoire ne permettent plus aux résidents (dont l'Etat) de payer leurs dettes en devises, dont la dette publique en devises?
 - Existe-t-il un prêteur « en dernier ressort » pour prendre encore le risque de prêter à ce pays?

1.2. Régimes de change : le triangle d'impossibilité de Mundell

Le régime de change présente deux cas polaires : changes fixes ou flottants. Un régime de change fixe suppose que les gouvernements qui y participent affichent le taux de change de leur monnaie contre les autres et le défendent, généralement collectivement²¹. En change flexible,

²¹ Ainsi dans le Système Monétaire Européen qui a précédé l'Euro. La charge de la défense d'une

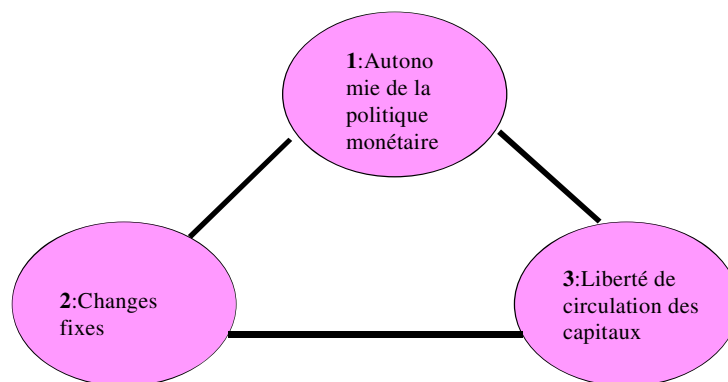
les gouvernements ne s'engagent à rien. Ceci ne signifie pas qu'ils n'interviennent jamais pour influencer leur taux de change, mais ils le font à leur gré et pour défendre des objectifs de change qu'ils décident eux-mêmes, qui ne sont pas déclarés et qui peuvent changer.

Le célèbre « triangle d'impossibilité » de Mundell affirme qu'un SMI ne peut présenter à la fois les trois caractéristiques suivantes, mais seulement deux d'entre elles :

- 1- autonomie des politiques monétaires des Etats.
- 2- changes fixes
- 3- liberté de circulation internationale des capitaux

Le triangle d'impossibilité de Mundell

Les trois sommets ne peuvent être vérifiés en même temps



Nous avons vu plus haut pourquoi. Si les capitaux circulent librement (3), la politique monétaire influence le taux de change. Si un gouvernement veut maintenir son taux de change fixe (2), sa politique monétaire est largement asservie à cet objectif : elle n'est plus autonome (non 1).

Exemple bien connu : lorsqu' avant l'euro, le gouvernement français avait choisi de défendre une parité fixe entre le franc et le mark, quand la Bundesbank relevait ses taux d'intérêts, la Banque de France devait en faire autant.

Si les capitaux circulent librement (3) et si les politiques monétaires restent autonomes (1), les

monnaie qui fléchissait ne reposait pas sur la seule Banque Centrale du pays concerné, mais aussi sur celles des monnaies qui s'appréciaient.

taux de change ne peuvent être fixes (non 2).

On ne peut avoir autonomie des politiques monétaires (1) et fixité des changes (2) que si la liberté de circulation des capitaux est très entravée (non 3 : contrôle des changes).

Les encadrés ci dessous donnent deux exemples historiques de SMI et de la manière dont était configuré le triangle de Mundell.

2. Le SMI actuel

2.1 Le système de change

Dans le monde actuel, la situation est la suivante.

Depuis l'abandon officiel en mars 1973 du régime de change de Bretton Woods qui était caractérisé par (1, 2, non 3) (cf encadré 2), les monnaies des pays les plus riches ont entre elles des taux de change flexibles. Ainsi du dollar, de l'euro et du yen. Entre ces trois zones le système est caractérisé par : (1+3, non 2).

Pour les autres pays, la situation est variable. Certains grands pays, tels la Chine, affichent une politique de change en pratique fixe à l'égard du dollar, mais librement ajustable à leur initiative. De plus, leur monnaie n'est pas totalement convertible : ils exercent un contrôle des changes. Ils conservent ainsi une certaine autonomie de politique monétaire. Leur situation se caractérise donc par (1 + 2, non 3).

La plupart des autres pays ont adopté une politique « d'ancrage », à une des trois devises clefs ou à un « panier » de celles-ci. Cela signifie qu'ils s'engagent à tout faire pour tenir une parité fixe, ou ajustable, mais dans des conditions généralement prévues. L'ancrage au dollar est dominant (Amérique latine, une bonne partie de l'Asie). Le nombre de pays dont la monnaie est ancrée à l'Euro (antérieurement au Franc : Afrique francophone ou au mark : Europe de l'est et Balkans) a cru avec l'effondrement du socialisme à l'est de l'Europe. La nature de cet ancrage (« peg » en anglais) est variable. La forme la plus rigide est le « currency board » (caisse d'émission). Dans ce cas, le taux de change est fixé « définitivement » et la création monétaire interne est strictement asservie au volume des réserves en devises. Le gouvernement abandonne ainsi toute autonomie de politique monétaire : (2+3, non 1). D'autres formes sont plus « souples » et autorisent un « glissement » des taux qui sont défendus par les autorités monétaires alors que subsistent des formes de contrôle des changes, ce qui procure une autonomie monétaire minimale. Relativement peu nombreux sont les pays qui ont adopté un régime de pure flexibilité.

2.2 Les liquidités internationales

Quant aux liquidités internationales, dans le système monétaire international actuel, ce sont des monnaies nationales. Le dollar est la principale, suivi de l'Euro et du Yen. La livre sterling et le franc suisse jouent encore ce rôle. La prépondérance du dollar introduit une dissymétrie dans le système monétaire international sur laquelle nous reviendrons ci dessous.

2.3. Anatomie d'une crise de paiements

La troisième caractéristique d'un SMI est la manière dont sont réglées les situations d'illiquidité d'un pays. On peut poser le problème par analogie avec une banque ou plus généralement une entreprise. Raisonons à partir du cas d'un pays dont la monnaie est convertible, mais n'est cependant pas acceptée à l'étranger en règlement d'un achat de bien ou en remboursement d'une créance. Elle ne fait donc pas partie des « liquidités internationales ». Cela nous permettra ensuite d'aborder une caractéristique du SMI actuel qui est la dissymétrie introduite par le fait que certaines monnaies nationales soit de fait, des monnaies internationales, c'est-à-dire acceptées partout.

Prenons par exemple le Brésil, dont le réal est convertible, mais n'est pas une monnaie internationale. Supposons pour simplifier que la seule monnaie internationale est le dollar. Le pays « Brésil » c'est, pour notre propos, l'ensemble des acteurs économiques résidant et travaillant au Brésil, gouvernement compris. Le Brésil peut s'analyser comme une entreprise qui vend des biens et titres brésiliens à l'étranger, qui lui sont payés en dollars et qui, avec ces dollars, achète des biens et des titres à l'étranger. A toute période, certains achats à l'étranger sont obligatoires. Il s'agit du rachat des créances que les acteurs publics et privés ont vendu dans les périodes antérieures. Autrement il s'agit du remboursement des emprunts en dollars contractés antérieurement.

Si le comportement spontané des acteurs privés, résidents et étrangers est tel que, pendant une période donnée, le Brésil achète plus qu'il ne vend, c'est la banque centrale qui doit faire le bouclage, on l'a vu, en puisant dans des réserves en dollars préalablement constituées, c'est-à-dire en vendant des titres libellés en dollars qu'elle a antérieurement achetés. Quand elle n'en a plus, la seule solution, pour le gouvernement brésilien, c'est d'émettre de nouveaux titres de dette publique en dollars et de tenter de les vendre à l'étranger. Si personne, entendons aucun acteur privé étranger, ne veut les acheter, c'est la « faillite », en un sens certes très particulier. Le Brésil est en situation de défaut de paiement. En particulier, il ne peut plus rembourser une partie des dettes qui arrivent à échéance, c'est-à-dire racheter les créances qu'il avait émises en s'endettant.

Qu'est-il prévu dans l'organisation actuelle du SMI dans ce cas ? **Curieusement : rien, ou plutôt rien d'officiel et de systématique.**

Que se passe-t-il alors ?

- **Soit le gouvernement décrète unilatéralement un moratoire sur sa propre dette (il en repousse les échéances) et laisse plonger sa monnaie**, qui naturellement s'effondre puisque les résidents brésiliens soumis à une contrainte de paiement en dollars vendent le réal en excès par rapport aux quantités demandées. La chute du réal ne fait qu'aggraver la situation de défaut de paiement. En effet les acteurs résidant au Brésil endettés en dollars qui devaient par exemple rembourser un million de dollars n'avaient besoin de changer qu'un million de réal quand le cours était de 1 réal = 1 dollar. Supposons qu'ils en disposaient et pouvaient donc honorer leur dette. Si le cours s'effondre à 1 réal = 0,5 dollar. Il leur faut disposer de deux millions de réals pour honorer leur dette. Beaucoup ne pourront le faire. Les situations de défaut de paiement se multiplient donc. La chute du réal a cependant normalement une fin. Quand il s'est suffisamment déprécié, les biens et certains titres brésiliens (comme les droits de propriété) deviennent en effet très bon marché en dollar. Un courant d'achat de ces biens et titres par des étrangers se reconstitue donc, ce qui équilibre à nouveau le marché du réal contre dollar. Mais entre-temps de nombreux acteurs brésiliens endettés en dollars auront fait faillite et leurs créanciers étrangers n'auront pas été remboursés.
- **Soit le gouvernement brésilien se tourne vers le Fonds Monétaire International (FMI)**, c'est-à-dire en fait vers les gouvernements des pays riches qui détiennent le pouvoir dans cette institution internationale. Au FMI, il demande de lui prêter des dollars, c'est-à-dire d'acheter les titres de dette publique dont personne ne voulait. Il utilise ces dollars à assurer les échéances de sa propre dette en dollar, éventuellement à prêter à des résidents brésiliens qui ont aussi des échéances (en particulier des banques qui ont emprunté en dollars), à reconstituer ses réserves et à les vendre aussitôt pour essayer de limiter la chute du réal. En pratique, le FMI ne prête pas sans conditions. Il négocie un plan de restructuration de la dette publique, mais aussi de la dette privée (car le FMI amène avec lui les grandes banques qui avaient prêté au Brésil, qui donc auraient subi les défauts de paiement, publics ou privés, et ont par conséquent un intérêt évident à participer à la restructuration, quitte pour cela à renouveler les crédits arrivés à échéance). Les conditions imposées par le FMI visent toutes à ce que le Brésil se mette en situation d'acheter moins et de vendre plus à l'étranger, pour reconstituer ses réserves et tenir sa monnaie.

Deux remarques conclusives s'imposent à ce stade.

La première est que la crise que nous venons de décrire peut résulter d'anticipations autoréalisatrice en raison de l'importance des capitaux mobiles.

Si une majorité d'acteurs, résidents et non résidents, détenant des titres brésiliens anticipent une baisse du réal, les capitaux mobiles vont « fuir » le Brésil. Le flux d'achats de titres à l'étranger par les résidents brésiliens augmente rapidement et le flux d'achat par l'étranger de titres brésiliens devient négatif. Le pays va donc se trouver instantanément dans une situation où il achète plus qu'il ne vend à l'étranger. Après épuisement rapide des réserves, la monnaie s'effondre, justifiant les anticipations.

La seconde remarque concerne le rôle du FMI.

Même en supposant qu'il agisse dans l'intérêt général, en supposant donc que ce concept puisse être défini, le FMI se trouve devant le même type de difficulté qu'une banque centrale voulant défendre, face à une crise bancaire, ce bien d'intérêt général qu'est la qualité d'une monnaie(cf Chapitre 5).

La question pour le FMI est : s'agit-il d'une simple crise de liquidité ou d'une crise d'insolvabilité exigeant des destructions et des transferts importants de droits de propriété ? Autrement dit, le besoin de liquidité (de dollars) du Brésil est-il temporaire, parce que les emprunteurs y sont fondamentalement solvables et que l'ensemble des résidents est capable, structurellement, de vendre autant de biens et titres à l'étranger qu'il n'en achète, ou bien la crise de liquidité est-elle le signe d'une situation d'insolvabilité telle que, si des mesures drastiques ne sont pas prises, le Brésil va continuer à vendre à l'étranger moins qu'il n'achète ?

Telle est la question à laquelle le FMI a la lourde responsabilité, quand il est sollicité, de devoir répondre. Dans les faits, la forte conditionnalité des prêts du FMI (les politiques économiques et les restructurations qu'il impose) indiquerait qu'il se place toujours dans l'hypothèse d'une crise d'insolvabilité. Le prêteur en dernier recours, face à une crise d'illiquidité, prête en effet sans condition, puisque par définition, la crise n'est que temporaire et que le fonctionnement normal des marchés, après l'injection de monnaie, remettra tout en ordre. Le FMI agit plutôt comme une banque centrale à l'égard d'une banque particulière au bord de la faillite : elle la prend en tutelle et la réorganise. Cela fait dire à certains qu'il manque dans le système un véritable prêteur en dernier recours.

3. Dissymétrie du SMI actuel

Ce qui arrive, périodiquement, au Brésil peut-il arriver aux Etats-Unis ? La description même de la crise brésilienne donne la réponse : c'est non. **En effet si les résidents américains veulent**

acheter plus de biens et titres à l'étranger qu'ils n'en vendent, rien n'est plus simple : ils empruntent à leur système bancaire qui crée des dollars pour cela. Les Etats-Unis, en tant que pays, n'ont aucune réserve à constituer, puisque leur monnaie est une monnaie de réserve pour les autres. Ainsi l'excès des achats sur les ventes des résidents américains ne se traduit-il pas par la baisse des réserves américaines (concept qui n'a aucun sens), mais par l'augmentation des réserves en dollars des banques centrales des autres pays, ou des dépôts en dollars détenus par des acteurs privés étrangers. Banques centrales et détenteurs privés ne peuvent les utiliser que pour acheter des titres aux Etats-Unis. C'est cette vente supplémentaire « contrainte » de titres américains qui assure le bouclage que le Brésil est obligé, dans la même situation, d'aller quémander au FMI.

Le SMI actuel est ainsi profondément dissymétrique.

On voit néanmoins où réside l'éventuelle difficulté pour les Etats Unis. Dans le système actuel, le dollar n'est en effet plus la seule monnaie acceptée internationalement. l'euro et le Yen le sont aussi, bien qu'à un moindre degré. Ainsi, si les banques centrales et les acteurs privés chez qui ont fini par se concentrer les dollars dont nous venons de parler souhaitent les changer pour acheter non des titres en dollars mais des titres en euro, le dollar baissera vis-à-vis de l'euro. Est-ce grave et surtout pour qui est-ce grave aux Etats-Unis ? Pour peu de gens en vérité si la baisse est de faible ampleur. Naturellement, il ne faudrait pas que cette baisse du dollar se révèle cumulative par fuite de capitaux. Eventuellement un léger resserrement de la politique monétaire stoppera toute velléité de ce genre. Car où iraient se placer les centaines de milliards de dollars investis aux Etats-Unis par des non-résidents ? En Europe ? Avec l'euro, c'est désormais tentant.

La compétition entre le dollar et l'euro a donc commencé. La première conséquence en sera de fortes fluctuations du taux dollar-euro, à moins que les deux zones ne décident de coordonner systématiquement leurs politiques monétaires.

Les Etats-Unis devraient alors abandonner un peu de ce qu'ils considéraient jusqu'ici comme une liberté absolue : conduire la politique monétaire américaine en fonction des seuls intérêts des Etats-Unis. Car de violentes fluctuations dollar-euro ne leur permettait plus de manifester la plus parfaite indifférence, le fameux « benign neglect », à l'égard de la valeur extérieure de leur monnaie.

Encadré 1 : L'étalon sterling du milieu du 19ème siècle à l'entre-deux-guerres

Dans ce système, la livre sterling mais aussi les principales monnaies européennes sont convertibles en or, si bien qu'on le qualifie souvent de système de l'étalon or. En vérité en 1913, alors que le statut de la livre comme monnaie internationale n'est nullement contesté, l'or détenu par la banque d'Angleterre ne représente que 38% des avoirs liquides²² en sterling des non-résidents. Alors qu'en 1967 quand se manifestent les premiers signes de défiance à l'égard de la convertibilité du dollar, les avoirs en or du F.E.D.²³ représentent encore 95% des liquidités en dollars et qu'à la veille de la suspension de la convertibilité du dollar en Juillet 1971 ce chiffre est encore de 40%. La confiance dans la livre comme monnaie internationale jusqu'en 1914 et la stabilité du système d'étalon sterling ont donc d'autres causes que la convertibilité en or de cette monnaie.

Le principe qui organise le système de l'étalon sterling est la stabilité absolue des changes dont la convertibilité or n'est qu'une expression. Cette volonté de stabilité, partagée par l'ensemble des gouvernements participant au système, signifie qu'à l'époque le maintien de la valeur des contrats privés passe avant les objectifs macro-économiques nationaux qui pourraient éventuellement être atteints par les manipulations monétaires, et ceci y compris en Grande-Bretagne. Le système se caractérise aussi par une liberté pratiquement totale de circulation des capitaux.

Dans les pays, et c'est alors le cas des États-Unis, qui ne disposent pas véritablement d'un système monétaire capable d'une régulation autonome de la monnaie nationale, c'est la livre sterling qui est acceptée comme réserve monétaire directement par les banques commerciales. Et les actifs en sterling sont détenus par ces banques sans couverture de change en raison de l'intangibilité des taux de change.

La régulation de la liquidité internationale résulte du maniement par la banque d'Angleterre de son taux de réescompte (qui détermine les taux d'intérêt à court terme). L'émission de liquidités internationales est en effet la contrepartie du déficit de la balance de base de la Grande-Bretagne (généralement un excédent de la balance commerciale plus que compensé par un déficit de la balance des capitaux à long terme). Lorsque ce déficit devient excessif, menaçant, si cet excès se prolongeait, la convertibilité de la livre, la banque d'Angleterre relève son taux de réescompte. Cela entraîne une hausse des taux d'intérêt en Grande-Bretagne qui provoque une récession et donc augmentation de l'excédent commercial en même temps que cela réduit les sorties de capitaux à long terme. Compte tenu de la complète liberté de mouvement des capitaux, cette hausse des taux anglais contraint les autres banques centrales à relever également les taux d'intérêt. Il y a donc transmission internationale de la conjoncture économique qui limite a priori les déséquilibres des balances commerciales.

Pour les autres pays la politique monétaire se borne à la défense de la parité de leur monnaie. De légères fluctuations, par rapport au taux anglais, des taux d'intérêt intérieurs suffisent à rétablir les déséquilibres limités des balances commerciales. L'efficacité des politiques monétaires résultait à l'époque d'une grande sensibilité des salaires et des prix aux variations des taux d'intérêt.

La destruction du système de l'étalon sterling viendra, entre les deux guerres, de la résurgence des nationalismes monétaires qui utiliseront les dévaluations comme arme économique. On sait que cela finira par un fractionnement de l'économie mondiale en zones monétaires autonomes n'ayant plus que peu de rapports entre elles mais que cela s'accompagnera d'un effondrement du commerce international.

²²Les avoirs ou actifs "liquides", ou les "liquidités" sont ceux qui peuvent se transformer instantanément ou très rapidement en monnaie.

²³FED : La banque centrale américaine.

Encadré 2 : L'étalon dollar de Bretton Woods à 1971

L'organisation du système

Le système monétaire international institué par la conférence de Bretton Woods en 1944 se fixe les règles suivantes :

– Les règles de change :

Les autorités monétaires des pays participant à l'accord sont libres de déclarer ou non la convertibilité de leur monnaie nationale en or. En fait, seul le dollar se déclare convertible en or au cours de 1934 (35\$ l'once). Les autres monnaies auraient pu le faire en théorie, mais ne l'ont pas fait.

La règle de change est que tous les gouvernements participant à l'accord doivent maintenir la parité de leur monnaie vis-à-vis de l'or ou d'une monnaie convertible avec une marge de $\pm 1\%$. Ainsi, compte tenu de la décision américaine de rendre le dollar convertible :

(i) Toutes les autres gouvernements doivent maintenir leur parité vis-à-vis du dollar (donc entre elles à $\pm 2\%$) en faisant intervenir leur banque centrale sur les marchés des changes. Par exemple si le franc baisse par rapport au \$ en raison d'offres de francs contre \$ par les banques privées qui interviennent sur le marché des changes supérieures aux demandes de francs contre \$, la banque de France achète des francs en vendant des \$. Cela suppose qu'elle ait des réserves en \$.

(ii) Les États-Unis n'ont pas à intervenir sur les marchés des changes, mais à assurer la convertibilité du dollar en or.

– L'organisation des ajustements des balances des paiements : le Fonds Monétaire International (F.M.I.)

Sa création affirme une responsabilité collective sur l'organisation du S.M.I.. Les pays membres confient au Fonds des dépôts. Au départ : 25 % en or, le reste dans leur monnaie (dépôts en or supprimés en 1975 et remplacés par des dépôts en devises). Le principe général est que le F.M.I. prête aux pays qui en ont besoin pour équilibrer leur balance des paiements. Il prête dans les monnaies que le pays désire acquérir. Dans l'exemple précédent, si la banque de France n'a plus assez de réserves en \$ pour soutenir le franc, elle demande un prêt en \$ au F.M.I., en donnant des francs en garantie. Plus les prêts sont importants, plus ils sont conditionnels c'est à dire assortis d'engagements de politique économique destinées à rétablir l'équilibre de la balance de base.

Si le déficit ou l'excédent a des causes structurelles et que donc les prêts du Fonds ne peuvent suffire à le réduire, le pays est amené à modifier la parité de sa monnaie. Si la variation est inférieure à 10 %, il suffit de prévenir. Si la variation est supérieure à 10 %, il faut négocier avec le FMI, donc avec les autres membres. En pratique, il est clair que pour éviter la spéculation, personne n'a jamais prévenu dans le premier cas.

– Les liquidités internationales

Rien n'est explicitement prévu dans les accords de Bretton Woods concernant l'émission des liquidités internationales c'est-à-dire des instruments monétaires servant à régler les excédents et les déficits et détenus en réserves par les banques centrales, mais aussi éventuellement par des agents privés. Keynes, qui représentait la Grande-Bretagne, avait proposé que le F.M.I. ou une autre instance internationale soit chargé de l'émission d'une monnaie internationale : le "bancor". Mais cette proposition avait été écartée par les négociateurs américains. En pratique le dollar fut la principale liquidité internationale.

Le fonctionnement du système de Bretton Woods

Ce système n'a véritablement fonctionné selon ses règles initiales que pendant 13 ans. En effet jusqu'en 1958 les monnaies européennes étaient inconvertibles. Le solde des échanges commerciaux et des mouvements de capitaux longs en Europe s'effectuait dans le cadre d'un mécanisme de compensation multilatéral : l'Union Européenne des Paiements, organisée par la BRI (Banque des Règlements Internationaux, située à Genève). Les États-Unis jouaient globalement le rôle de prêteurs à ce système (en particulier avec le plan Marshall). Pendant toute cette période une sous-évaluation manifeste des monnaies européennes stimule la reconstruction.

La plupart des monnaies européennes se déclarent convertibles et fixent leurs parités par rapport au dollar en 1958. Le système fonctionne alors tel que l'a prévu la conférence de Bretton Woods. Les mouvements de capitaux monétaires (à court terme) sont très contrôlés et les déséquilibres des balances de base ont donc comme contrepartie essentielle les règlements officiels (les variations de réserves des banques centrales).

La contrainte d'ajustement sur les pays en déficit de BOC est exercée par le F.M.I. auprès de qui peuvent s'endetter temporairement les pays en déficit et avec qui ils doivent négocier des réajustements de parités. Ce système permet cependant une relative indépendance des politiques économiques et celles-ci, combinées avec des différences de performances économiques, conduiront à de nombreuses dévaluations. Ainsi, si le contrôle des mouvements de capitaux monétaires favorisait a priori le maintien des changes fixes en limitant la spéculation, l'indépendance des politiques, liée en particulier au développement de la régulation keynésienne à l'intérieur des économies nationales, conduira à des ajustements nombreux tout particulièrement dans les pays qui pratiqueront assez systématiquement des politiques monétaires et budgétaires expansionnistes et inflationnistes, tels que la France ou l'Italie.