

Association d'Économie Théorique et Appliquée (AETA)

Colloque de Cotonou

11-13 novembre 2014

Le système monétaire international

face aux critères du développement durable

(version provisoire)

Michel LELART
Directeur de recherche émérite au CNRS
Laboratoire d'Économie d'Orléans

michel.lelart@wanadoo.fr

Résumé

Les Accords de Bretton Woods en 1944 ont mis en place un système monétaire international qui n'en était pas un puisqu'il était un système monétaire sans monnaie. C'est le dollar qui peu à peu a rempli cette fonction. Soixante-dix ans après, quelques réformes ont été adoptées mais rien de fondamental n'a été changé à cet égard. Quelques autres monnaies sont utilisées entre les pays, mais le dollar reste la principale monnaie internationale.

Avec le bilan des OMD, l'actualité accorde une large place aux objectifs du développement durable. Les mesures envisagées sont concrètes, ponctuelles, faciles à isoler, mais à long terme, l'environnement monétaire et financier international n'est sans doute pas sans incidence.

Nous n'allons pas explorer cette relation, mais simplement analyser les mécanismes qui sous-tendent ce système international du dollar à la lumière des critères du développement durable. Après un rapide retour sur le système de Bretton Woods, nous verrons que la création du dollar comme monnaie internationale se fait chaque jour en méconnaissance de l'intérêt des parties prenantes, puis que l'accumulation des avoirs et des engagements en dollars dans le monde se fait au fil des années en méconnaissance de l'intérêt des générations futures.

Mots clés : système monétaire international, endettement, création monnaie internationale, accumulation, développement durable.

Code JEL : F 33 – F 34 – G 15

L'heure est au bilan des Objectifs du Millénaire pour le Développement (OMD) et à l'élaboration des Objectifs du Développement Durable (ODD) qui devraient prendre le relais en 2015. Les Nations-Unies y travaillent, qui ont engagé une concertation mondiale. Les négociations impliquent une centaine de pays ou d'organisations. Les nouveaux objectifs devraient être ambitieux mais pas trop nombreux. Comme pour les OMD le but final en sera l'éradication de la pauvreté, et les objectifs devront être très concrets – l'alimentation, l'eau, la sécurité, l'éducation... ils feront l'objet de cibles bien définies et ils pourront être quantifiés. Mais le développement durable est en fait très large si l'on se réfère à la définition qu'en a donnée le Rapport BRUNTLAND : « Un processus permettant de répondre aux besoins des générations présentes sans compromettre la capacité des générations futures à satisfaire les leurs ». On s'accorde maintenant pour lui reconnaître une triple dimension : économique, sociale et environnementale. On ajoute parfois « et culturelle ». On pourrait également ajouter « et financière », car si la finance fait naturellement partie de l'économie, elle s'en distingue de plus en plus. Depuis les années 80 les transactions financières explosent littéralement, surtout entre les pays. On sait à quels excès mène cette globalisation financière qui concerne tous les pays, ceux du Nord mais aussi ceux du Sud, ceux qui ont émergé, ceux qui sont « émergents », et ceux qui sont encore « en voie de développement ».

On devrait même ajouter une dimension monétaire, car si la finance est incluse dans l'économie, elle est aussi dépendante de la monnaie. Alors que dans les transactions commerciales la monnaie est la contrepartie de la transaction, dans les transactions financières la monnaie devient l'objet même de la transaction, c'est elle qui est prêtée et empruntée. Par conséquent il ne peut guère y avoir de finance sans monnaie¹. Dans ces conditions, si à court terme le développement durable passe par des mesures concrètes, ponctuelles, faciles à isoler, il dépend aussi sans doute, à long terme, de l'environnement international, et au premier chef de l'environnement financier... et monétaire.

Il n'y a pas à proprement parler de relation directe entre le système monétaire international et le développement durable, mais peut-on vraiment parler d'un développement durable, peut-on espérer mettre les pays sur cette voie à l'horizon sans doute d'une dizaine d'années, voire bien au-delà, si rien ne change à cet égard ? Nous n'allons pas répondre à la question en développant les arguments qui s'imposent. Nous allons simplement nous interroger sur le système monétaire international tel qu'il fonctionne aujourd'hui, car il est très loin de respecter les principes qui caractérisent le développement durable. Après un rapide retour sur le système de Bretton Woods, nous verrons que dans le monde d'aujourd'hui la création monétaire internationale méconnaît l'intérêt des parties prenantes (les générations présentes), puis que l'accumulation financière internationale méconnaît l'intérêt des générations futures.

¹. On peut bien sûr imaginer qu'un paysan emprunte un sac de riz ou de blé et en rende une plus grande quantité quelques mois plus tard...

Retour sur le système de Bretton Woods

La Conférence de Bretton Woods en 1944 a débouché sur un système monétaire international qui n'en était pas un car il ne reposait pas sur une vraie monnaie internationale, le plan Keynes qui au contraire en prévoyait une n'ayant pas été adopté ni même discuté. Comme les pays avaient besoin d'une monnaie pour régler leurs transactions, c'est le dollar qui a été utilisé et qui a pris peu à peu la place laissée vacante. Cela était normal au lendemain de la guerre. Il faut ajouter cependant que les Accords de Bretton Woods ouvraient une voie en conférant au dollar un statut particulier. D'une part les pays devaient exprimer la parité de leur monnaie « en termes d'or... ou en dollars des Etats-Unis d'Amérique du poids et du titre en vigueur le 1^{er} juillet 1944 » (art.4.1). D'autre part, les pays devaient racheter les avoirs en leur propre monnaie acquis récemment par les autres pays par le jeu des transactions courantes... ils pourront le faire « soit en la monnaie du membre demandeur, soit en or » (art.8.4). Compte tenu de leurs réserves, les Etats-Unis étaient le seul pays capable de convertir sa monnaie en métal. Le dollar devenait ainsi « as good as gold ». Enfin les pays qui convertiraient leur monnaie en or ne seraient pas tenus de la stabiliser dans les marges prescrites autour de la parité (art. 4.4). Ainsi les Etats-Unis ne seront pas tenus d'intervenir sur les marchés des changes, ce sont les autres banques centrales qui interviendront... en dollars. Unité de compte et base du système de changes, avoir de réserve et monnaie d'intervention, le décor est planté, le dollar peut entrer en scène. Effectivement, le 10 décembre 1946, le Trésor US annonce son intention de convertir les dollars en or à la demande des banques centrales étrangères.

Pour faciliter le fonctionnement du système, il était prévu que la parité de toutes les monnaies pourrait être modifiée dans une proportion uniforme (art. 4.7). Cela voulait dire que l'or serait réévalué... et le dollar dévalué. Les Etats-Unis s'y sont opposés – il fallait leur accord. Dès lors le système était condamné, comme l'a bien vu Robert Triffin dès 1947². De deux choses l'une en effet : ou bien peu de dollars « sortiraient » des Etats-Unis et le reste du monde n'aurait pas assez de monnaie internationale pour accompagner l'expansion des échanges et la croissance de l'activité s'en trouverait ralentie ; ou bien les Etats-Unis laisseraient leurs dollars sortir en quantité, mais le jour viendrait où ils ne pourraient plus les convertir en or. C'est bien ce qui s'est passé. Malgré quelques mesures pour gagner du temps – le pool de l'or en 1960, le double marché en 1968 – le Président Nixon annonce le 15 août 1971 que les Etats-Unis ne rachèteront plus les avoirs en dollars des banques centrales étrangères.³

En fait ce système qui reposait sur le dollar n'était pas viable pour une seconde raison. Lorsque les dollars étaient transférés à des pays étrangers, comme il ne s'agissait guère de billets, ils devenaient une dette des Etats-Unis inscrite au passif de leurs banques. Ce n'était qu'un simple jeu d'écritures. Toutefois à mesure que ces dollars « sortaient », la dette du pays

². Dans une étude effectuée pour le Conseil des Gouverneurs de la FED et signalée par B. Eichengreen (2011, page 71). Triffin a surtout exposé son « dilemme » dans *L'or et la crise du dollar* (1968).

³. Au lendemain de la guerre, le stock d'or américain à Fort Knox s'élevait à 24 milliards de dollars et les banques centrales détenaient à peine 2 milliards de dollars. A u 30 juin 1971, le stock d'or n'était plus que de 16 milliards, tandis que les banques centrales détenaient 85 milliards ! Sur le système de Bretton Woods et son évolution, cf. Lelart 2011, pp. 27-57.

augmentait, et sa balance des paiements devenait déficitaire⁴. Et Robert Triffin pouvait continuer à dénoncer le dilemme qui porte toujours son nom : pour que le dollar soit effectivement une monnaie internationale, il faut que le reste du monde en détienne suffisamment ; mais pour cela la balance des paiements doit être – et de plus en plus – déficitaire... dès lors le dollar ne pourra pas rester une monnaie acceptée mondialement. Comme l'a dit clairement Robert Roosa, Secrétaire d'Etat au Trésor US, « les Etats-Unis doivent naturellement rétablir l'équilibre de la balance des paiements pour maintenir la confiance dans le dollar »⁵.

Le gouvernement américain n'a cessé pendant les années 60 d'affirmer sa volonté de faire disparaître ce déficit, et les plus hautes autorités financières ont sans cesse annoncé qu'il allait disparaître (Rueff 1971, page 188). Il s'y est encore engagé formellement avant que les droits de tirage spéciaux ne soient institués le 1^{er} janvier 1971. En fait leur balance a été plus déficitaire que jamais dans les années qui ont suivi. Ils n'ont jamais réussi à rétablir l'équilibre de leurs comptes extérieurs... ont-ils vraiment voulu renoncer à ce que Jacques Rueff appelait « le merveilleux secret du déficit sans pleurs qui permet de donner sans prendre, de prêter sans emprunter et d'acquérir sans payer » (1963, page 134).

Depuis 70 ans bien des choses ont changé dans le monde... et continuent de changer, mais les Etats-Unis peuvent toujours utiliser leur monnaie dans leurs transactions avec le reste du monde. Les réformes qui ont été décidées ont changé peu de choses au système monétaire international : on a créé les DTS, les pays peuvent choisir leur régime de change, le Fonds Monétaire International a incité les pays à libérer les flux de capitaux... mais on n'a pas réussi à modifier en profondeur le système. Les idées, voire les tentatives, n'ont pas manqué pour autant. Mais nous avons toujours un système sans monnaie, le dollar est une monnaie nationale qui n'a pas été adoptée délibérément par tous les pays du monde pour remplir cette fonction. C'est bien pourquoi on peut considérer qu'il n'y a pas à l'heure actuelle un vrai système monétaire international. M. Camdessus parle d'un « non-système » (2011) et on pourrait même, comme R. Triffin autrefois, parler du SMI comme d'un « scandale monétaire international »... Cette formule percutante ne pourra que se justifier si on examine par quels mécanismes quotidiens le dollar devient une monnaie internationale : on va voir qu'ils ne font pas une grande place à l'intérêt des « parties prenantes » !

La création monétaire internationale : la méconnaissance des parties prenantes

Le dollar devient une monnaie internationale lorsqu'un résident américain le transfère à un non-résident. Ce peut être des billets cédés par un touriste à l'étranger, c'est presque toujours un transfert du compte d'un résident dans une banque américaine au compte d'un non-résident dans cette même banque ou dans une autre. Dans ce cas le dollar n'est pas « sorti » des Etats-Unis, il reste inscrit dans une banque, mais il appartient maintenant à un non-résident. Il n'est pas sorti physiquement, disons qu'il est sorti juridiquement. Il est toujours dans une banque US, mais il est devenu une monnaie internationale. C'est ainsi que les Etats-Unis créent de la monnaie internationale chaque fois qu'ils achètent des produits étrangers, qu'ils investissent à

⁴. A vrai dire tout dépend de la contrepartie. Si les dollars sont transférés pour régler les importations, il y a déficit de la balance courante. Si les dollars sont investis ou prêtés, il n'y a pas de déficit à proprement parler, mais comme ces avoirs ou ces créances sont à plus long terme que les engagements, la balance en termes de liquidités – que le Département du Commerce a publiée jusqu'en 1976 – était déficitaire chaque année.

⁵. Dans un article de *Foreign Affairs* de 1963, cité par J. Rueff (1966, page 17).

l'étranger, que leurs banques prêtent à l'étranger, que les ménages placent de l'argent à l'étranger... Toutes ces opérations se retrouvent à la balance des paiements. Elles sont les contreparties de la création monétaire internationale qui correspond à l'ensemble des transferts effectués.

Naturellement les non-résidents ne vont pas conserver tous ces dollars sur leur compte, ils vont sans doute les déposer à terme, souscrire des bons du Trésor ou des obligations US, voire investir aux Etats-Unis⁶. Cela ne modifie pas la quantité de dollars détenus par des non-résidents, ces comptes en dollars sont seulement remplacés par des avoirs extérieurs plus ou moins liquides et qui restent autant d'engagements US correspondants. Ces transactions se retrouvent elles aussi à la balance des paiements US qui peut être considérée comme un bilan bancaire : au passif (dans les crédits) les engagements US qui représentent la monnaie internationale créée par les Etats-Unis, à l'actif (dans les débits) les contreparties de cette création.

Cette analyse ne fait pas l'unanimité. Dans les années 60, quand on reprochait aux Etats-Unis d'avoir toujours une balance en déficit, trois auteurs américains bien connus, Emile Despres, Charles Kindleberger et Walter Salant ont expliqué dans *The Economist* en février 1966 que ce déficit tenait à ce que les Etats-Unis empruntaient à l'Europe à court terme des dollars qu'ils reprêtaient aux pays moins développées à plus long terme. Ils faisaient donc le travail d'intermédiation que l'Europe hésitait à faire, ils prenaient des risques à sa place ! Le déficit de leur balance des paiements ne s'expliquait pas autrement, l'Europe ne pouvait donc se plaindre.

La thèse paraît séduisante, elle ne tient pas. Comment les Etats-Unis pourraient-ils – voire devraient-ils ? – emprunter des dollars avant de les reprêter ? A qui pourraient-ils les emprunter, d'où viendraient ces dollars ? Dans le cas présent, comment l'Europe se les aurait-elle procurés ? Le dollar est la monnaie américaine qui ne peut être créée que par le système monétaire américain. Il ne peut revenir dans son pays que s'il en est sorti au préalable. En d'autres termes, ce ne sont pas les dépôts reçus qui permettent d'accorder des crédits, c'est en accordant des crédits que les banques font naître des dépôts, qu'elles prêtent à des résidents ou à des étrangers. C'est le même principe qu'au niveau national et il est bien connu : *loans make deposits*. La thèse DKS comme on l'a appelée nie la création internationale de dollars par les Etats-Unis. Elle est encore aujourd'hui la thèse officielle du Département du Commerce qui analyse la balance des paiements en faisant apparaître les *Net Financial Flows*, c'est-à-dire en faisant la compensation entre les avoirs et les engagements, entre la création de monnaie et ses contreparties⁷ ! Ce solde financier est nécessairement égal au solde des opérations courantes, plus ou moins les Erreurs et Omissions !

⁶. Ils peuvent aussi importer des Etats-Unis, mais dans ce cas des dollars ne sont pas transformés en d'autres avoirs, ils « rentrent » dans leur pays, définitivement, et viennent en déduction des dollars qui sont « sortis » et de la création de monnaie internationale. Il n'est pas facile d'expliquer tous ces mécanismes en quelques lignes. Ils le sont plus longuement dans Lelart (2011 et 2012).

⁷. Il arrive aussi que des auteurs parlent des entrées et des sorties de capitaux aux Etats-Unis en faisant dépendre celles-ci de celles-là. C'est une maladresse ou un manque d'attention plus souvent que la défense d'une véritable thèse. On parle aussi souvent de ce pays comme d'un pays « importateur net de capitaux » (par exemple Prasad 2014). Comme il s'agit de dollars, comment les Etats-Unis pourraient-ils en recevoir plus qu'ils n'en ont cédés ?

La thèse de la création est la seule vraisemblable. Elle a été exprimée pour la première fois à l'assemblée générale du FMI à Tokyo en septembre 1964 par V. Giscard d'Estaing, alors ministre des finances, quand il a dénoncé le « privilège exorbitant » dont profitent les Etats-Unis du fait que leur monnaie est la monnaie internationale. Et dans sa célèbre conférence de presse du 4 février 1965, le général de Gaulle s'élève contre la possibilité qu'ont les Etats-Unis « de s'endetter gratuitement vis-à-vis de l'étranger. En effet, ce qu'ils lui doivent, ils le lui paient... avec des dollars qu'il ne tient qu'à eux d'émettre ». Cela a été dit il y a cinquante ans, cela reste vrai aujourd'hui puisque telle est la réalité. Cela est tellement vrai que B. Eichengreen a donné pour titre à un récent ouvrage *Exorbitant Privilege...* traduit en français sous le même titre, l'article en plus ! (2011).

Ce privilège n'est pas sans conséquences pour les Etats-Unis. Comme ils peuvent régler dans leur monnaie, ils peuvent importer, prêter, investir à l'étranger sans réelles limites puisqu'ils ne font que s'endetter chaque fois et que, le dollar n'étant plus convertible, ils n'auront jamais à régler leur dette. C'est le déficit sans pleurs de J. Rueff. Certes, le pays qui détient des dollars peut vouloir s'en séparer, il ne peut que les vendre sur le marché où le cours des grandes monnaies flotte, ce qui interdit en fait toute transaction importante. Et ce déficit peut durer sans que les Etats-Unis soient obligés de solliciter l'aide du FMI et de suivre ses recommandations⁸. C'est ainsi que leur balance des opérations courantes peut être déficitaire chaque année depuis 1983, depuis plus de trente ans ! On ne peut que condamner une telle dissymétrie au cœur des relations internationales, d'autant plus qu'elle ne s'accompagne pas d'une coopération avec les autres grands pays, notamment en matière de taux de change, puisque les Etats-Unis ont conservé l'habitude de ne pas intervenir⁹. Ces pays et tous les autres ne sont-ils pas les « parties prenantes », oubliées dans cette histoire ?

Le privilège d'émettre la monnaie a naturellement une autre conséquence, c'est le seigneurage dont profitent les banques centrales qui perçoivent un intérêt sur les crédits qu'elles accordent, mais n'en versent pas sur leurs billets qui, de plus, ne leur ont pratiquement rien coûté. Les Etats-Unis profitent aussi d'un seigneurage dans la mesure où leurs avoirs sur l'étranger sont principalement des investissements directs ou de portefeuille qui leur procurent des rendements satisfaisants alors que leurs engagements – les dollars transférés à l'étranger – sont devenus plus ou moins liquides. Il y a bien sûr des investissements étrangers, il y a surtout les bons du Trésor souscrits par des banques centrales étrangères et les dépôts à terme dans les banques commerciales US qui les uns et les autres sont peu rémunérés. Il y a enfin les dépôts à vue et tout simplement les billets qui ne sont pas rémunérés du tout et qui correspondent à la monnaie internationale au sens strict (M_1)¹⁰. Ce seigneurage s'élève depuis quelques années à 230 milliards de dollars par an à peu près, ce qui représente 1,4% du PIB des Etats-Unis. Dans chaque pays, il est transféré à l'Etat et inscrit au budget, il profite donc aux « parties prenantes ». Rien de tel ici.

⁸. A cet égard, les Etats-Unis n'ont effectué un « tirage » sur le Fonds qu'à la fin des années 60 – avant l'inconvertibilité – et en 1976-77 sous le plan Carter. Les montants n'ont pas dépassé la tranche de réserve, ils n'ont donc été soumis à aucune condition.

⁹. Ils pouvaient ne pas intervenir quand le dollar était convertible en or (cf. *supra*). Il ne l'est plus depuis plus de 40 ans...

¹⁰. A peu près 40% des « billets en circulation » inscrits au bilan de la FED sont sortis et circulent hors du pays. L'importance de ce pourcentage caractérise bien la « dollarisation » de certains pays... et de certains réseaux.

La création de dollars telle que nous l'avons analysée présente une autre originalité. C'est au travers des opérations que les Etats-Unis font avec le reste du monde que des dollars sont transférés jour après jour à des non-résidents. Ces opérations qui sont de toute nature, commerciale ou financière, sont effectuées par une infinité d'agents en contact avec une infinité de partenaires situés dans une pléiade de pays étrangers. Cette création est ainsi la résultante d'une multitude de transactions décidées pour elles-mêmes, souvent indépendantes les unes des autres et qui ne s'équilibrent globalement que du fait de la logique des comptes dans lesquelles elles sont enregistrées ; il n'y a pas de procédure, il n'y a pas de concertation, il n'y a pas de décision préalable. Dès lors cette création de monnaie internationale par les Etats-Unis n'est pas régulée¹¹. Non seulement elle a augmenté considérablement depuis que le verrou de la convertibilité a sauté (6 milliards en 1970, 906 en 2013), mais cette augmentation est très irrégulière, pour ne pas dire volatile depuis la crise de 2007¹². Il faut se rendre à l'évidence, Aglietta le dit fort bien : « La liquidité mondiale n'est pas gérée » (2011). Et Padoa-Schioppa ne dit pas autre chose : « La monnaie mondiale et l'orientation globale de la politique monétaire ne relèvent de la responsabilité de personne » (2010). Le moment est mal venu d'évoquer les « parties prenantes » !

Il est d'autant plus mal venu que l'affaire BNP a éclaté récemment. Cette grande banque française a violé l'embargo américain sur l'Iran, le Soudan et Cuba en continuant à faire des transactions en dollars avec ces pays depuis 2000. Un accord a finalement été trouvé avec la justice américaine : la banque doit payer une amende de près de 9 milliards de dollars, elle va se voir interdire pendant un an certaines opérations de compensation en dollars, elle a dû se séparer d'une quinzaine de responsables, enfin elle s'est engagée à mettre en place, à New York, une cellule qui devra s'assurer que toutes les transactions effectuées en dollars respectent la réglementation américaine en matière de sanctions et d'embargos. La sanction est sévère, mais il est vrai que la banque faisait beaucoup d'efforts pour dissimuler ces opérations et qu'elle avait été alertée à plusieurs reprises par les autorités américaines elles-mêmes dès 2005-2006. Il reste cependant une question de principe. Le dollar n'a pas été adopté officiellement par l'ensemble des pays du monde – les parties prenantes – pour leur servir de monnaie internationale. Il l'est devenu parce que, au lendemain de la guerre, les pays n'avaient pas d'autre solution, et les Etats-Unis ont laissé faire, y trouvant bien évidemment leur intérêt, mais sans modifier leur politique pour autant. Dès lors, la monnaie étant naturellement un moyen de règlement, de quel droit les Etats-Unis peuvent-ils empêcher les pays qui utilisent le dollar d'effectuer des règlements ? Faut-il ajouter que les décisions d'embargo sont des décisions politiques alors que la fonction de règlement est purement technique ? On ne peut s'empêcher de voir dans l'attitude américaine quelque chose comme un abus de pouvoir¹³.

Nous n'avons considéré jusqu'ici que le dollar. Mais d'autres monnaies sont aussi des monnaies internationales et elles le deviennent de la même façon, par les transactions que font les pays concernés avec le reste du monde. Il est une différence cependant. Les Etats-Unis

¹¹. Le Groupe du Palais-Royal le dit d'une autre façon : « Ni l'offre ni la demande d'avois de réserve ne relève de décisions collectives » (Camdessus et alii, 2011)

¹². Par exemple près de 2.400 milliards en 2006 mais 336 trois ans plus tard (Lelart 2012). Ajoutons que les contreparties ont pu varier également. En particulier les opérations courantes sont déficitaires chaque année depuis 1982.

¹³. Comme Michel Rocard dans *Le Monde* du 8 juillet 2014.

n'utilisent que leur monnaie dans ces transactions, les pays de la Zone euro n'utilisent pas que l'euro, ils utilisent souvent des dollars... et la Chine bien plus encore qui n'utilise que rarement des yuans. Mais à leur balance des paiements les transactions ne sont pas ventilées en fonction de la monnaie utilisée, il n'est donc pas possible de mesurer la création internationale de ces monnaies comme nous l'avons fait pour le dollar. Notre analyse n'est pas modifiée pour autant. La montée en puissance de ces nouvelles monnaies – et de quelques autres – repose sur les mêmes mécanismes, elle exclut toute concertation avec les parties prenantes, et aucune concertation n'est organisée entre elles.

C'est en tant que monnaie de règlement que les monnaies deviennent une monnaie internationale. La fonction de réserve en revanche est davantage politique puisqu'elle s'inscrit dans la durée et qu'elle entraîne une augmentation des créances et des dettes. Encore faut-il que cette accumulation financière internationale qui, par définition, s'inscrit dans la durée, ne nuise pas aux intérêts des générations futures.

L'accumulation financière internationale et le respect des générations futures

Nous avons analysé la création de monnaie internationale par les Etats-Unis au fil des années, en termes de flux. Les années se suivent, les dollars « sortent » toujours des Etats-Unis dont les engagements envers le reste du monde ne cessent d'augmenter, en même temps que leurs avoirs car ces dollars ont pu être prêtés, placés, investis... L'ensemble de ces créances et de ces dettes constitue la position financière internationale US. Si les avoirs progressent plus vite, la position financière s'améliore, dans le cas contraire elle se détériore. La position a cessé de s'améliorer en 1982, elle est devenue négative en 1986. Les Etats-Unis sont devenus un pays endetté envers le reste du monde et ils le sont de plus en plus : ils doivent près de 4.600 milliards à la fin de 2013. On se demande parfois : mais comment pourront-ils rembourser cette dette ? La question cache en réalité deux problèmes :

- Un problème de *liquidité* se pose à *court terme*. En fait le remboursement de cette dette supposerait que le pays se fasse rembourser de ses créances. En réalité cela ne peut concerner que les créances et les dettes relativement liquides et on sait que les dettes de ce pays sont plutôt liquides alors que ses avoirs le sont beaucoup moins. Mais le vrai problème n'est pas là. Comment les Etats-Unis rembourseraient-ils ce qu'ils doivent au-delà de ce qu'on leur doit ? Que céder à la place de ces dollars qu'ils rachèteraient ? Autrefois de l'or, mais maintenant ? Cela ne veut pas dire que la banque centrale étrangère qui détient des dollars ne peut les échanger, elle doit seulement passer par le marché. Et il faut à la fois un acheteur pour boucler l'opération et une autre monnaie à échanger en contrepartie. Compte tenu des avoirs en dollars dans le monde, les quantités seraient telles que le cours du dollar pourrait s'effondrer et les marchés des changes se retrouver fortement perturbés. Force est de le constater : le dollar n'est plus totalement convertible, en ce sens qu'il ne peut plus être remplacé sans limites.
- Un problème de *solvabilité* se pose à *long terme*. Peut-on imaginer que les Etats-Unis, à défaut de rembourser intégralement leur dette, puissent au moins la réduire ? Une solution existe, mais une seule. L'excès de leurs dettes sur leurs créances, qui a progressé d'année en année, tient à ce que leurs importations ont dépassé leurs exportations et que leur balance des opérations courantes a été déficitaire. C'est effectivement ce qui se passe chaque année depuis 1982. Pour

que leur endettement diminue, il faut que leurs dettes diminuent davantage ou qu'elles progressent moins que leurs créances. En d'autres termes il faut que leur balance des opérations courantes devienne excédentaire, que leurs exportations dépassent leurs importations. Un retournement aussi spectaculaire qui contribuerait à réduire les déséquilibres macro-économiques existants demanderait du temps...

Une multitude de facteurs vont influencer la situation économique et financière des principaux pays dans les années qui viennent et contribuer peut-être à réduire ces déséquilibres. Les prévisions ne manquent pas, les projets de réforme du système monétaire international non plus. Qu'il s'agisse d'une réforme du FMI, d'un nouveau rôle du DTS, d'une relance du plan Keynes ou simplement de la maîtrise des déficits courants comme cela a été discuté au G 20 en 2011, aucun de ces projets ne semble avoir pour l'instant quelque chance d'aboutir. Une vraie réforme paraît encore bien lointaine. Il est difficile de dire aujourd'hui quelle génération, la nôtre ou la prochaine, saura la réussir. Elle s'impose plus encore si nous examinons non plus l'endettement net des Etats-Unis, mais leur endettement brut, c'est-à-dire l'ensemble de leurs engagements, sans les compenser par leurs avoirs. Il s'agit du total des dollars transférés au reste du monde et devenus monnaie internationale. A la fin de 2013, ils s'élevaient à 26.500 milliards, alors qu'à la fin de 1970, quelques mois avant que la convertibilité en or soit « suspendue » - puisqu'elle l'a été « temporairement » - ils ne dépassaient pas 100 milliards. Cela fait une augmentation moyenne de 14% par an, ce qui est déjà beaucoup car peu d'agrégats économiques ou d'indices financiers progressent à ce rythme, mais 14% chaque année pendant plus de quarante ans ! Il est difficile d'imaginer qu'une telle accumulation se poursuive longtemps à un tel rythme.

Ces dollars transférés à des non-résidents peuvent rester en compte dans des banques US, à vue ou à terme, ils peuvent aussi être transférés dans des banques étrangères qui, sur un dépôt à terme, peuvent souvent promettre un intérêt plus élevé. Ces « euro-dollars » sont apparus au milieu des années 60, quand les flux de capitaux ont commencé à être libérés par les pays européens. On n'en parle plus guère aujourd'hui, ils sont pourtant toujours là et, comme au temps du choc pétrolier, ils contribuent à renforcer ce phénomène d'accumulation. Les dollars ainsi transférés restent en compte dans une banque américaine où ils ne font que passer d'un compte à un autre chaque fois qu'ils sont utilisés, notamment par la banque étrangère qui cherche à les prêter. Il n'y a pas davantage de dollars « en circulation » au sens du M_1 bien connu, les dollars qui circulent circulent seulement plus vite¹⁴. Mais il y a une augmentation à la fois des dépôts à terme reçus par la banque étrangère et des crédits par elle accordés. Il y a accumulation des créances et des dettes.

Ce phénomène d'amplification s'est imposé les premières années quand les banques internationales ont prêté, assez imprudemment, les dollars du pétrole à des pays en voie de développement qui n'étaient pas des plus solvables. Un certain nombre se sont trouvés en difficultés. Et ce fut la première crise de la finance dite indirecte en 1983. Elle a eu des conséquences dramatiques pour certains pays, et pas seulement pour les plus pauvres. Les efforts de la Communauté internationale ont permis de sortir peu à peu de ce piège et on peut considérer que cette première crise de la dette n'est plus qu'un mauvais souvenir. L'expérience devrait servir, il est peu probable que de pareils excès recommencent, d'autant plus que les banques sont davantage surveillées désormais qu'elles ne l'étaient il y a quarante

¹⁴. Les dépôts en dollars dans des banques hors des Etats-Unis sont des dépôts à terme. Quelques cas existent de banques qui ouvrent des comptes courants et qui peuvent accorder directement un crédit en créditant ces comptes. Il y a alors augmentation des avoirs en dollars au sens de (M_1). C'est le cas des banques canadiennes par exemple.

ans, par leurs autorités nationales comme par la Banque des Règlements Internationaux. L'accumulation financière en dollars qui se poursuit hors des Etats-Unis du fait des opérations de banques non US devrait rester à l'avenir plus limitée, les générations futures n'auront sans doute plus à gérer ce genre d'excès.

Mais il en est d'autres, l'accumulation financière prend maintenant d'autres voies. La globalisation financière s'accompagne de la désintermédiation, le financement se fait moins par les banques qui accordent des crédits, il se fait davantage par les marchés sur lesquels s'échangent les titres. En fait l'échange de titres par lui-même n'entraîne guère de conséquences. Les titres sont cédés par un agent à un autre, celui-ci règle celui-là par un transfert entre deux comptes dans une banque US – nous supposons toujours que la transaction concerne des dollars. Il n'y a rien de plus, rien de moins. Tout change lorsque de nouveaux titres sont émis dans un pays et souscrits dans un autre. Les dollars circulent toujours entre l'émetteur et le souscripteur du titre, mais cette fois l'émetteur a une dette, le souscripteur une créance. Les positions financières des deux pays ont augmenté en même temps, en sens contraire bien sûr. Il y a accumulation financière¹⁵.

Cette accumulation s'est modifiée de deux façons depuis les années 80. Elle s'est d'abord accélérée. On ne peut pas isoler les positions respectives de tous les pays du reste du monde en dollars, car, comme les balances des paiements, les positions financières internationales, exprimées en dollars, ne sont pas ventilées en fonction de la monnaie concernée. En revanche on peut le faire pour toutes les monnaies au niveau de chaque pays, du moins de la plupart d'entre eux. La moyenne des avoirs et des engagements extérieurs du Royaume-Uni par exemple est passée de 96% de son PIB en 1980 à 590% en 2013, ce qui fait une multiplication par 6. Le rapport est encore plus élevé pour l'Allemagne (7) et surtout pour le Japon (9,5)¹⁶. Cette accumulation s'est aussi peu à peu transformée car la part des investissements directs et de portefeuille dans le total des avoirs et engagements extérieurs de chaque pays a également progressé au détriment des opérations bancaires. Pour le Royaume-Uni elle est passée de 20% en 1980 à 37% en 2013, de 24% à 58% pour l'Allemagne et de 28% à 60% pour le Japon¹⁷. La finance directe domine largement désormais dans le financement entre les pays.

¹⁵. Nous supposons que les pays concernés font tous les deux partie « du reste du monde ». Dans le cas contraire, si ce sont des épargnants américains qui souscrivent à un emprunt japonais, il y a transfert de dollars au Japon, c'est-à-dire une création de monnaie internationale par les Etats-Unis en contrepartie des titres qu'ils ont achetés. Si une entreprise américaine augmente son capital et qu'une SICAV française souscrit des nouvelles actions, il y a simplement transformation : la SICAV qui avait un compte dans une banque US a maintenant à la place les actions qu'elle a souscrites et le compte de l'entreprise US a été crédité. Cette situation nous ramène à la création de monnaie internationale que nous avons analysée précédemment.

¹⁶. L'augmentation est du même ordre pour les Etats-Unis : multiplié par 6,5. On ne dispose des données pour la France que depuis 1989 et jusqu'en 2012. Durant cette période ce pourcentage a été multiplié par 5,5. Les calculs ont été effectués à partir des *International Financial Statistics, Yearbook* 2001, et avril 2014. Ces calculs ont été effectués pour un groupe de pays avancés de 1980 à 2007, les résultats sont proches (x6). Pour un groupe de pays émergents ils sont sensiblement plus bas (x2) (Lane 2012).

¹⁷. Pour les Etats-Unis l'augmentation est également très forte : de 42% à 70%. Nous avons pris encore une fois la moyenne des investissements faits à l'étranger et des investissements reçus, ainsi que de la totalité des avoirs et engagements. Leur position financière a aussi beaucoup augmenté par rapport à leur PIB : de 23% en 1980 à 149% en 2013 (x 6,5).

Ce financement par les marchés entraîne plus de risques que le financement par les banques, les marchés sont moins réglementés, ils sont volatils, les agents sont plus nombreux, il est plus difficile de négocier en cas d'insolvabilité d'un débiteur, c'est toute la dette en cours quand elle est cotée sur le marché et pas seulement la dette arrivée à l'échéance qui est en cause, enfin du fait de cette cotation, la crise est plus contagieuse. Tout cela explique que la crise de 1994 ait été plus grave que celle de 1983, et celle de 2007 plus grave encore que celle de 1994. La Communauté internationale s'efforce de les prévenir, mais les déséquilibres macro-économiques qui sont la cause profonde de cette accumulation financière ne sont pas sous contrôle. Et que dire du rôle possible de nouvelles monnaies (l'euro, le yuan ...) ou du comportement de nouveaux acteurs (les fonds souverains, les fonds pétroliers...)¹⁸. Il ne faut pas oublier que l'accumulation financière entre les pays signifie qu'ils vont devenir de plus en plus débiteurs ou créanciers les uns des autres, sans qu'aucun mécanisme de compensation ne se mette en place. Jusqu'où cela peut-il aller ? Combien de temps encore cela peut-il durer ?

Et combien de pays endettés vont-ils se retrouver un jour ou l'autre dans la situation de l'Argentine aujourd'hui, qui voit les tribunaux américains lui ordonner de rembourser certains créanciers et lui interdire d'en rembourser d'autres, non pas qu'ils soient tous américains, ce n'est certainement pas le cas, mais parce que la transaction s'est faite dix ou quinze ans plus tôt en dollars ! Ces derniers jugements, en faveur de hedge funds et de fonds vautours, sont de nature à compliquer la restructuration des dettes souveraines – y compris dans la zone euro – et à rendre inopérante la clause d'action collective introduite récemment lors d'émissions internationales et qui commençait à se généraliser (Dor 2014)¹⁹.

Ce rebondissement peut-il vraiment étonner après l'affaire des sub-prime il y a quelques années ? Ce n'est pas seulement le rythme de l'accumulation financière dans le monde qui n'est pas maîtrisée, ce sont aussi certaines de ses modalités. Avec le système de Bretton Woods, et plus encore avec le système qu'il est devenu, peut-on vraiment s'en étonner ? Si la création de monnaie internationale n'est pas organisée, la progression des avoirs et des engagements des pays entre eux peut difficilement être maîtrisée. Nul ne sait de quoi demain sera fait, mais les lendemains de la finance sont devenus les plus imprévisibles qui soient.

0

La référence au développement durable permet de donner un éclairage original aux problèmes liés au système monétaire international. Il est clair que la création de monnaie internationale méconnaît les intérêts des parties prenantes. Les Etats-Unis exercent cette fonction sans se soucier beaucoup des besoins des autres pays. Les exemples ne manquent pas, depuis plus de cinquante ans, qui manifestent un hégémonisme sans retenue. Il est clair également que l'accumulation des créances et des dettes réciproques entre les pays méconnaît les intérêts des générations à venir. Lorsque les pays se prêtent et s'empruntent des dollars, aussi bien que d'autres monnaies, c'est aussi pour éviter de pratiquer les ajustements qui s'imposent. Il faudra bien s'y résoudre un jour, d'autant plus que cette accumulation se sera poursuivie plus longtemps. Qui prendra ces mesures, qui fera ces efforts, qui finalement paiera la note ?

¹⁸. Il est symptomatique que N. Piketty se pose la question de savoir si la Chine ou les fonds pétroliers vont un jour posséder le monde... (2013, pp. 733-740).

¹⁹. Elle permet à une majorité qualifiée de créanciers de décider d'une restructuration – qui s'accompagne le plus souvent d'un allègement de leurs créances – qui s'imposera aux autres créanciers.

Le système monétaire international n'est pas compatible avec les critères du développement durable. Mais il n'y a pas de relation directe entre les deux. Une réforme du premier n'est pas une condition préalable à la réalisation des objectifs du second. On peut néanmoins se demander si l'on peut vraiment espérer mettre les pays sur cette voie, à l'horizon sans doute d'une quinzaine d'années, si rien de fondamental ne change dans l'environnement monétaire et financier international ? Qu'il faille des réformes dans la finance est largement admis, et bien des réformes ont été entreprises, notamment depuis la dernière crise, et elles continuent de l'être. Qu'il en faille à propos de la monnaie internationale semble moins évident. Il faut dire qu'elles sont plus difficiles à imaginer et à mettre en place. Il faudra bien le faire pourtant car la monnaie précède la finance.

En même temps que du développement durable, on parle beaucoup des biens publics mondiaux. La stabilité financière internationale en est un, unanimement reconnu. Et pourquoi pas la création de monnaie internationale ?

Références

- AGLIETTA M., Le dollar, l'euro, le yuan et le système monétaire et financier international, *in* R. CHEMAIN (éd.), *La refondation du système monétaire et financier international – Evolutions réglementaires et institutionnelles*, Editions Pedone, Paris, 2011, pp. 287-297.
- CAMDESSUS M., LAMFALUSSY A., PADOA-SCHIOPPA T. et alii, *La réforme du système monétaire international : une approche coopérative pour le XXIème siècle*, Rapport du Groupe « Initiative du Palais-Royal », Paris, janvier 2011.
- CAMDESSUS M., Renforcer la gouvernance financière mondiale, *in* J.P. AUDOYER (éd.), *L'économie autrement – Le libéralisme à bout de souffle ?*, Editions Peuple Libre, Paris, 2011, pp. 63-83.
- DESPRES E., KINDLEGERNER C. et SALANT W., The Dollar and World Liquidity : a Minority View, *The Economist*, 5 février 1966, pp. 526-529.
- DOR E., Défaite judiciaire argentine : Quelles leçons pour les restructurations des dettes souveraines en zone euro et ailleurs?, *Revue Banque*, n°774, juillet-août 2014, pp. 46-50.
- EICHENGREEN B., *Un privilège exorbitant – Le déclin du dollar et l'avenir du système monétaire international*, Odile Jacob, Paris, 2011.
- LANE P.R., Financial Globalization and the Crisis, *BIS Working Papers*, n°397, décembre 2012.
- LELART M., Comment le dollar devient-il une monnaie internationale ?, *Revue d'Economie Financière*, n°107, septembre 2012, pp. 265-288.

- LELART M., *Le système monétaire international*, Coll. Repères, La Découverte, Paris, 8^{ème} édition, 2011
- PADOA-SCHIOPPA T. L'ombre du bancor : La crise et le désordre monétaire mondial, Conférence organisée par la Fondation internationale Triffin à l'occasion du lancement de l'initiative Triffin 21 sur la réforme du système monétaire international, Université de Louvain-la-Neuve, 25 février 2010.
- PERTHUIS C. de, *La génération future a-t-elle un avenir ?*, Editions Belin, Paris, 2003.
- PIKETTY T., *Le capital au XXI^{ème} siècle*, Editions du Seuil, Paris, 2013.
- PRASAD E., Le dollar règne en maître, par défaut, *Finances et Développement*, mars 2014, pp. 34-37.
- ROCARD M., Affaire BNP : Les Etats-Unis coupables d'abus de pouvoir – Révisons le droit international, *Le Monde*, 8 juillet 2014.
- RUEFF J., *L'âge de l'inflation*, Payot, Paris, 1963.
Le lancinant problème des balances des paiements, Payot, Paris, 1966.
Le péché monétaire de l'Occident, Plon, Paris, 1971.
- TRIFFIN R., *L'or et la crise du dollar*, PUF, Paris, 1962.
- TUBIANA L., Le développement durable : un nouvel enjeu de la coordination internationale, in *La crise des organisations internationales*, *Les Cahiers Français*, n°302, 2001, pp. 75-79.