

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

Introduction: SMI, régimes de change et monnaie internationale.

• La monnaie d'un pays est émise sous le contrôle d'un Etat souverain. Valeur de la monnaie dépend de la confiance en cette monnaie.

Système monétaire international (SMI) = « ensemble des mécanismes qui gouvernent les interactions entre les monnaies et les instruments de crédit des différentes nations, et les moyens de règlement des biens et services » (R.Mundell 1962).

Coordination monétaire repose sur:

-Des mécanismes de Mé

-Des comportements coopératifs

« Système » = ensemble structuré, cohérent et doté de procédures de régulation

4 caractéristiques principales d'un SMI selon Benassy-Quéré A. et Pisani-Ferry J. (2011):

1.La convertibilité des monnaies.

2.Les régimes de change.

3.Les règles et mécanismes assurant la fourniture de liquidités en cas de besoin.

4.La surveillance et la coopération monétaire.

Gouvernements deux décisions importantes:

- Fixer les conditions d'échange de la monnaie en devises étrangères

- Définir le degré de flexibilité du taux de change (régime de change).

Certains pays ne participent pas au système financier international en maintenant leur monnaie non convertible ex: des pays du bloc soviétique avant 1990

2 types de convertibilité:

- Des transactions courantes: libre-échange de monnaie dans le cadre des exportations et importations de biens et services, transferts courants, revenus du travail et investissements (cas de la plupart des pays);

- Des transactions financières (compte financier): IDE, I de portefeuille, prêts et emprunts bancaires autorisés sans restriction => liberté de circulation des capitaux

3 fonctions principales du SMI

1. Assurer l'échange et la circulation des monnaies ,question de la convertibilité des monnaies nationales + question du régime de change.
2. Permettre l'ajustement de la Balance des Paiements : ajustement automatique mais le plus souvent ajustement est dirigé (modification du taux de change,
3. Assurer l'alimentation en liquidités internationales: faciliter les échanges de biens et services, et de capitaux.

• **Le régime de change est un sous-ensemble du SMI.**

Régime de change = ensemble des règles qui déterminent l'intervention des autorités monétaires sur le marché dans changes, et donc le comportement du taux de change.

Taux de changes fixes = la Bq Centrale détermine une parité (rapport d'échange officiel) entre la M° nationale et un étalon (or, M° de réserve, panier de M°...)

- La Bq C intervient sur le Mé des changes (achat ou vente de sa propre M°)

Taux de changes flottants (flottement pur) = le Mé des changes détermine librement (pas d'intervention de la Bq

Le taux de change

• **L'existence d'un SMI suppose une monnaie internationale.**

Les 3 fonctions traditionnelles de la monnaie nationale:

- Unité de compte ==> transparence de l'information sur les prix.
- Moyen de règlement ==> évite les inconvénients du troc.
- Réserve de valeur ==> différer les dépenses des agents.

Un exemple d'ancrage: le Franc CFA et l'euro.

Zone franc = 15 pays dont les 3 monnaies pour 3 zones sont fixes par rapport à l'euro.

Intérêt de l'encrage = éviter les fluctuations trop fortes et favoriser les flux de cce et d'l avec le pays ancre.

Chine a des réserves énormes en \$ = environ 3 à 4000 milliards de \$.

I. Le système d'étalon-or universel.

A. Les origines de l'étalon-or.

• **Bimétallisme** = deux métaux se partagent les fonctions de la monnaie, un rapport fixe s'établissant entre eux.

- La valeur de l'argent ne cessa de se déprécier par rapport à l'or ==> l'or quittait les pays bimétallistes

- Loi de Gresham = « la mauvaise monnaie chasse la bonne » la monnaie préférée est thésaurisée et disparaît plus ou moins rapidement de la circulation, seule la mauvaise monnaie demeure pour assurer les transactions.
- Développement de la spéculation qui accentue le mouvement précédent
- Au R-U: suspension de la convertibilité du billet en or en 1797 (Bank Restriction Act)

Débat

Les bullionistes approchent strictement de la Théorie Quantitative de la Monnaie, au **currency principle** = l'émission de billets de banque doit être entièrement couverte par le stock d'or détenu par la BqC car ça causerait de l'inflation.

- Les anti-bullionistes **banking principle** = l'émission de billets de banque par les banques doit être libre de toute contrainte métallique et pas de risque d'émission excessive (inflation) car les banques émettent des billets en fonction de la demande de crédit. Si les créances sont solvables, le remboursement de la dette conduira au reflux des billets émis vers la banque émettrice (« loi du reflux »). La monnaie est donc pour eux une circulation de dettes (Demander partie)

Victoire du currency principle

Ricardo 1816 = "la monnaie est ds l'Etat le plus parfait quand elle se compose uniquement de papier mais dont le papier est égal à la somme d'or qu'il représente"

Le mécanisme théorique.

• 4 caractéristiques de l'étalon-or :

- L'unité des monnaies nationales est définie par un poids d'or.

Exemple: 1 franc germinal = 0.29g d'or fin; 1 livre sterling = 7.32g d'or fin

- **Convertibilité à vue de la monnaie fiduciaire:** les autres moyens de paiement que l'or (monnaies fiduciaires, divisionnaires et scripturales) peuvent **toujours** et partout être convertis en or;

- **Libre exportations et importations d'or** ==> la MM de chaque pays est liée aux mouvements internationaux d'or.

- **Les taux de change étaient déterminés par le poids d'or contenu dans chaque devise, ces taux étaient maintenus fixes dans les limites des points d'or d'entrée et de sortie**

Le mécanisme des points d'or => régulation automatique des taux de change.

Règlement des créances et dettes au niveau international soit en or (expédition de pièces et lingots, mais frais importants à la charge de celui qui en a pris l'initiative: coûts de transport et assurance) soit par lettre de change (le plus souvent).

Lettre de change = titre de créance qui peut circuler par endossement et qui sert de support à des opérations de crédit.

Point d'or = niveau de taux de change, seuil, à partir duquel de l'or sort du pays (« point de sortie d'or ») ou entre dans le pays (« point d'entrée d'or »).

Ce qu'il y a de plus fondamental dans le fonctionnement théorique de l'étalon-or: **l'équilibre automatique de la Balance des paiements**

- Un déficit ou un excédent extérieur devait être automatiquement éliminé par les mécanismes de Mé (avec hypothèse d'absence de protectionnisme).
- Rééquilibrage automatique assuré par:
 - Mécanisme des points d'or;
 - Corrélation variation des prix – variation de la MM (Théorie Quantitative de la Monnaie,)
 - Contrainte de convertibilité

B. La réalité de l'étalon-or.

L'or s'est transformé en monnaie d'appoint au plan intérieur: selon Triffin (1964) .28 % de la Masse Mo en 1872 pour trois grands pays (E-U, France, R-U); 10 % en 1913 (87 % monnaie de banque et 3 % argent) = très largement minoritaire ds la totalité de la masse monétaire.

La livre sterling est de fait la véritable monnaie internationale: les règlements des échanges commerciaux se font le plus souvent en lettres de change libellées en livres.

- La stabilité du SMI provient de la puissance économique, commerciale et bancaire du R-U, et non des qualités intrinsèques de l'or.
- Importance de l'action de la Bq Centrale britannique par l'intermédiaire de son taux d'escompte (véritable taux directeur du Mé: sa variation entraîne des répercussions sur le reste du monde, mais toujours dans l'intérêt du R-U).

Perte d'or => élévation du taux d'intérêt => entrée de capitaux étrangers + freinage de la sortie de ceux déposés à Londres + freinage des prêts extérieurs à CT => rétablissement de l'équilibre extérieur sans attendre l'ajustement par les prix (pas d'impact déflationniste) ds modèle théorique après perte d'or = faut attendre = mais en réalité elle joue sur le tx d'intérêt.

II. Le Gold Exchange Standard de 1922.

A. Le retour provisoire à l'or.

- Durant la guerre, certains Més des changes sont fermés comme en Allemagne. Les monnaies ennemies ne sont plus cotées sur les Més internationaux.
- Du fait d'accords passés entre alliés, les cours du change sont relativement peu volatiles.

Nouveau SMI: Gold Exchange Standard ou étalon de change or



- Étalon toujours or mais change:
 - Taux de change fixe entre une monnaie et l'or fixé par chaque pays.
 - La convertibilité interne de l'or n'est plus obligatoire (l'externe oui).
 - Les monnaies de réserve (convertibles en or) peuvent servir au règlement du solde de la balance des paiements
 - Limitation possible de la convertibilité à une quantité importante d'or (au moins un lingot ==> « Gold Bullion Standard » à partir de 1925 en G-B, 1928 en France).
- Retour à l'étalon-or en 1925 avec la parité d'avant-guerre (W.Churchill, alors chancelier de l'échiquier est partisan de ce retour).

Contexte d'après-guerre: « l'Allemagne paiera » => laxisme budgétaire => la BqC refuse d'assurer les avances => « mur de l'argent » => démission du gouvernement « cartel des gauches » (dont E.Herriot était le président du Conseil) => effondrement du franc (**juillet 1926: 1 livre = 235 francs**).

- En **Allemagne**, les réparations imposées par la Traité de Versailles s'élèvent à 132 Mds de marks-or) (en 1923: 1000 Mds de marks papier <==> 1 mark-or de 1914) qui amplifie encore l'inflation. Ex:1kg de pain =428mrds de Mark !!!!!

Deux handicaps du SMI de 1922:

- Absence de réelle coopération entre les pays de centre or.
- Absence de véritable arbitre supranational régulant le système.

Première « guerre des monnaies »: exemple de la « guerre du beurre »

- La crise de 1929 vient achever le SMI de 1922.

L'étalon-or en est un des éléments déclencheurs mais est surtout un facteur d'aggravation et de contagion au niveau mondial selon **Barry Eichengreen**.

- En 1929, la plupart des pays adhère à l'étalon-or.

Les **E-U** et la **France** font face à de larges entrées de capitaux et accumulent de l'or (en 1932, ils possèdent à eux deux 70 % du stock mondial).

- Le **R-U** réagit à la crise (de 29) en renonçant à l'étalon-or et en laissant flotter sa monnaie. Tous les pays qui commercent et détiennent beaucoup de livres n'ont pas d'autre choix que de faire pareil.

Les **E-U** abandonnent la convertibilité or en 1933. Ils choisissent de dévaluer le dollar de près de 40 % en 1934 en le faisant passer de 20.67 à 35 dollars l'once.

- La balkanisation (=éclatement) monétaire du monde.
- Certains pays s'accrochent à l'étalon or sans dévaluer: la France, la Suisse, le Luxembourg la Belgique, les Pays-Bas et la Pologne forment le « bloc or » jusqu'en 1935-36.

refuge qui attire les capitaux.



Ils souffrent plus que les autres de la crise (faible compétitivité => déficit commercial, chômage, ralentissement de l'activité...) => dévaluation et abandon des changes fixes (1936 pour la France).

- Zone dollar (monnaies nationales rattachées au dollar) née en 1936: E-U et quelques pays d'Amérique latine puis d'autres pays la rejoignent.
- Zone sterling née en 1931: G-B et pays du Commonwealth. Fin au L-E et préférence impériale
- Zone franc à partir de 1939: France et son empire.

III. Le système de Bretton Woods.

A. Principes et mise en place.

Pr les initiateurs de B-W étalon or a fait son tps.

2 puissance se dégage des débats la puissance qui décline (R-U) et USA = puissance montante

• Plan Keynes:

Décharger la GB de son rôle monétaire international sans le transférer aux E-U.

- Proposition du bancor pour remplacer la livre sterling; propose de mettre en place le bancor = unité de compte int ==> ac sorte de BC = ou chaque pays a un compte.
- Mesures pour rétablir l'équilibre de la Balance des Paiements des pays excédentaires ou déficitaires (transfert des pays à soldes positifs vers les autres; politique de relance dans pays en excédent ac taxe) => stabiliser les taux de change et éviter une expansion monétaire incontrôlée.

Pr Keynes le pb ds SMI vient autant de pays déficitaire qu'en excédent = faux donc rééquilibre = en faisant en sorte que les pays en excédent prête aux pays en déficit.

• Plan White.

- S'appuie sur une situation économique des E-U prospère après la guerre: la crise a été surmontée, le L-E est promu, la BP est excédentaire, détention des 2/3 des réserves d'or mondiales, N-Y est le principal centre financier du monde, le dollar rivalise avec la livre.
- Pas de nvelle monnaie et pr éviter fluctuation = Bc interviendrons. Propose aux pays d'ancrer leur monnaie sur le \$ ou l'or = USA a la grande majorité des réserves mondiale.
- Plan adopté à B-W, conférence réunissant 44 pays en 1944 => nouveau SMI.

B. Principes et mise en place.

• **Système de changes fixes mais ajustables.**

Marge de fluctuation de + ou - 1 %

Parité fixe entre le dollar et l'or: 35 dollars l'once d'or



-Possibilité de procéder à une dévaluation ou une réévaluation si la parité officielle est structurellement inadaptée (autorisation préalable du FMI si variation du taux de change > ou = à 10 % => éviter les dévaluations compétitives).

-H.Bourguinat: « le dollar de 1944 est le soleil autour duquel s'organisent les autres monnaies satellites ».

La confiance dans le dollar est assurée par la puissance de l'économie américaine mais surtout par la convertibilité en or: « *dollar as good as gold* ».

« *Déficit sans pleurs* »

Grâce à ce privilège, les États-Unis pouvaient supporter « sans pleurs » (et sans dommage pour leur monnaie) le déficit de leur balance des paiements durant les années 1960.

Gaule nomma un « privilège exorbitant »

➔ USA = autonomie de la politique monétaire des E-U => financement à crédit de la société de consommation américaine et de leurs IDE (« benign neglect »).

- Rôle: veiller au respect des accords de B-W et à la stabilité du SMI et aider les pays en développement.

- Capital constitué par les « quote-part », proportionnelles au poids économique de chaque pays + droit de vote fonction de la « quote-part ».

Le FMI en quelques chiffres

• Économies japonaise et européenne ruinées par la guerre: rien à X et besoin de beaucoup d'M pour se reconstruire

• Grande souplesse de fonctionnement du SMI de B-W dans ses premières années: nombreuses dévaluations autorisées.

C. Crise et fin du SMI de Bretton Woods.

- Multiplication des échanges (hausse du CI à cette époque) => les USA doivent fournir des dollars (monnaie internationale) au monde => hausse de la Masse Mo en dollars plus rapide que la quantité d'or qui y correspond => tendance à la dépréciation du dollar ou à une contraction de la liquidité mondiale pour maintenir sa valeur en or (pas envisageable car risque de pénurie de liquidités mondiales => paralysie des échanges => crise économique)

Stock d'or mondial, États-Unis et reste du monde, dollars extérieurs

• 15 août 1971: R.Nixon décide de l'inconvertibilité du dollar en or et des mesures protectionnistes (surtaxe des M): « *il n'y a pas de raison que les USA luttent avec une main attachée derrière le dos* ».

1970' = Dévaluation du dollar de 8 % (38 dollars l'once) + marges de fluctuations portées à + ou - 2.25 %

Accords de Kingston (Jamaïque) en 1976: officialisation du passage aux changes flottants (effectif depuis 1973) et démonétisation de l'or, mais présentés comme une tentative de sauvetage de B-W.

- Comment expliquer la crise de B-W ? -Déclin relatif des E-U, rattrapage progressif par les concurrents européens et japonais (problème de cette explication car les E-U demeurent la 1^{ère} puissance sur le plan politique et militaire et le dollar a conservé son statut de monnaie internationale).

- Le « dilemme de Triffin » 1960 = (R.Triffin: Gold and the dollar crisis, 1960)

La BP des USA doit être déficitaire pour alimenter l'économie internationale en liquidités et accompagner la croissance mondiale => baisse de la confiance dans le dollar car à terme, la convertibilité du dollar est remise en cause = fin du « as good as gold ».

D. Un SMI hybride.

a. La diversité des régimes de change.

Les accords de la Jamaïque (1976) instaurent un SMI hybride

Les États-Unis souhaitent légaliser les changes flottants alors que la France, privilégiant la stabilité, souhaitait le retour à un système de parité.

Les accords de la Jamaïque s'appuient sur trois dispositions essentielles :

- L'abandon du système des taux de change fixes et la légalisation du nouveau système de taux de change.
- Le rôle de surveillance attribué au FMI.
- L'élimination du rôle de l'or au sein du Système monétaire international et la place prépondérante accordée aux Droits de tirage spéciaux (DTS).

a) Chaque type de régime présentent des avantages et des inconvénients.

- Les régimes de changes fixes ou semi-fixes présentent cependant des avantages.
 1. Ils favorisent le commerce et l'investissement en réduisant l'incertitude inhérente à une forte volatilité des changes => Xce éco améliorée
Changes fixes => pas de perturbation des prix relatifs en matière de CI
 2. Il revient aux agents économiques et non aux autorités monétaires de limiter l'inflation afin de garantir une certaine compétitivité-prix.

Avantages théoriques des changes flottants:

Ajustement automatique de la BP (mais effet variable, cf courbe en J).

Excès d'importations ==> compensation par une dépréciation du taux de change ==> hausse du prix des importations + baisse de celui des exportations ==> retour à l'équilibre entre importation et exportation

b) Différents régimes coexistent selon une échelle croissante de flexibilité du cours du change.

Les régimes de change (Source : d'après FMI (2008), J.Villon)

Types de régimes	Caractéristiques	Exemples	Avantages	Inconvénients
Régimes d'arrimage ferme	-Donnent cours légal à la monnaie d'un autre pays (<u>dollarisation</u> ou <u>euroisation</u> intégrale) Ou - Imposent à la banque centrale de conserver des avoirs extérieurs d'un montant au moins égal à la monnaie locale en circulation et aux réserves bancaires (<u>caisse d'émission</u>)	- Panama (dollar) - Monténégro (euro) - RAS de Hong Kong (caisse d'émission) (Total = 48 pays)	-Politique budgétaire et structurelle solide - Faible inflation - Régime durable => faible incertitude quant à la tarification des transactions internationales.	-Pas de politique monétaire indépendante (pas de taux de change à ajuster, taux d'intérêt liés à ceux du pays d'ancrage)
Régimes d'arrimage souple	Monnaies qui conservent une valeur stable par rapport à une monnaie d'ancrage ou à une unité monétaire composite : - <u>Marges de fluctuations</u> plus ou moins étroites (de +/- 1% à +/- 30%) - évolution éventuelle de l'arrimage (en fonction du différentiel de taux d'inflation)	- Costa Rica - Hongrie - Chine (Total = 60 pays)	-Inflation contenue	- Flexibilité limitée de la politique monétaire - Vulnérabilité aux crises financières : risque de dévaluation forte voire d'abandon de l'ancrage.
Régimes de taux de change flottant	Taux de change surtout déterminé par le marché : Pas d'intervention de la banque centrale (<u>flottement libre</u>) ou Interventions (<u>flottement dirigé</u>) mais uniquement pour limiter les fluctuations à court terme du taux de change.	- Suède, - Islande, - Etats-Unis - Zone euro - Japon - Royaume-Uni (Total = 79 pays)	- Politique monétaire indépendante	- Risque de fluctuations importantes du taux de change

c) Le choix du régime de change repose sur des contraintes.

2 types de contraintes:

- Politiques (exemple : la Chine recourt jusqu'en 1995 à deux monnaies différentes, une à usage interne le renminbi et l'autre à usage externe, ancrée sur le dollar dont le taux de change est fixé par les autorités à un niveau très sous-évalués.

- Économiques (exemple : la plupart des pays d'Amérique du Sud, dont le Brésil, le Mexique ou le Venezuela ont abandonné les régimes intermédiaires pour adopter le flottement après plusieurs attaques spéculatives;

Le **triangle d'incompatibilité**, mis en évidence par Robert Mundell (à revoir)

- D'après le **théorème d'impossibilité de Mundell**, la meilleure situation consisterait à combiner les avantages d'a, b et c mais elle ne peut être atteinte. Les pays, en économie

ouverte, font donc face à un **trilemme**. Ils doivent donc rechercher un optimum de second rang en sacrifiant une des trois conditions (a, b ou c).

- Le triangle d'incompatibilités est un outil puissant pour comprendre les contraintes qui pèsent sur les pays devant s'insérer dans les différents SMI.

b. La place du dollar dans le nouveau système.

a) Éléments historiques.

- Cœur de la crise: explosion des liquidités internationales (recyclage des pétrodollars) et montée de l'eurozone => déséquilibres.

- L'OPEP cherchera à compenser la dépréciation du dollar par la hausse des prix => second choc pétrolier.

- **1980-1985: restriction de la liquidité internationale, envol du dollar et des taux d'intérêt**

- Taux d'i élevés + expansion du Mé américain => polarisation des flux financiers vers les E-U => financement des déficits jumeaux (par les flux venant d'Allemagne et du Japon)

Crise mexicaine débute en 1982 (incapable à faire face à ses engagements)

b) Les privilèges de l'émetteur de la monnaie internationale aujourd'hui.

Le dollar assure les fonctions d'une monnaie internationale

- Pour les agents privés, le dollar est la principale unité de compte des échanges internationaux, en particulier sur les marchés des matières premières et de l'énergie.

- Le dollar est utilisé comme intermédiaire dans 88 % des échanges internationaux.

- Pour les banques centrales, le dollar sert de monnaie d'ancrage (plus de 80 % des monnaies ancrées le sont en dollars)

Dollarisation: La dollarisation est l'abandon, par un pays, de sa monnaie nationale pour adopter le dollar américain ou l'utilisation d'une monnaie liée au dollar américain et maintenant une parité fixe avec celui-ci. La monnaie est alors étudiée comme un élément d'influence dans le rayonnement culturel des États-Unis dans le monde.

- Les banques centrales se servent du dollar pour intervenir sur les marchés des changes, et près de 60 % de leurs réserves de change sont constituées en dollars.

Des avantages à utiliser le dollar comme monnaie internationale

- réduire le nombre de prix (150 devises => 11 000 prix relatifs) • faire baisser les coûts de transaction des échanges internationaux • système financier américain profond et liquide

Première série d'avantages pour les USA

- Emprunter dans sa propre M° auprès des non-résidents => pas de risque de change

- Forte demande de titres publics américains par les non-résidents (pas de besoin de la Fed

pour financer le déficit public, « déficit sans pleurs »)



• Forte demande de titres publics => pression à la baisse des taux d'i.

c. Problèmes contemporains et axes de réforme.

a) Bilan nuancé de l'expérience du flottement.

- Adaptation des pays par les cours de change aux divers chocs (pétroliers, chute du mur de Berlin, pays émergents, guerres en Irak, Fukushima...)
- La spéculation a été déstabilisatrice (bulles spéculatives).
- Le rééquilibrage peut mener à un cercle vicieux ne permettant pas d'enrayer les déficits extérieurs;
- Accumulation de réserves de change pour auto-assurance.
- Prolifération de liquidités dans le monde à partir de la Fed.
- Des cours du change volatil.
- L'équilibre de la BP n'est pas réalisé automatiquement (cf exemple des E-U ou de la Chine).
- Multiplication des systèmes monétaires régionaux: entre changes fluctuant et fixe.

b) La guerre des monnaies: implicite ou explicite?

La **politique de change** est l'action délibérée du gouvernement et / ou de la banque centrale pour influencer ou déterminer le taux de change afin d'atteindre un objectif macroéconomique souhaité

En changes strictement fixes, la politique de change consiste à changer de régime de change. En changes rigoureusement flexibles, c'est le Mé seul qui détermine le cours du change.

« Guerre des monnaies ».

- 27 septembre 2010, le ministre brésilien des Finances, Guido Mantega, prononça pour la première fois l'expression "guerre des monnaies", il n'avait d'autre objectif que de s'agacer contre la monnaie Brésilienne, le REAL, dont le niveau trop fort pesait défavorablement sur l'économie de son pays;

« Guerre des monnaies » = « **guerre des devises** » = « **guerre des changes** » : **situation où les autorités monétaires d'un pays décident d'abaisser le taux de change de leur monnaie nationale par rapport aux autres monnaies; - conséquence: « dévaluation compétitive ».**

Le Japon a commencé à pratiquer la dévaluation de sa monnaie, le Yen, à partir de fin décembre = 2012 pour tenter de sortir son économie de 20 ans de stagnation de la croissance et de déflation qui détruit sa richesse.

- Risques de mesures de rétorsion: protectionnisme, dévaluations enchaîne... aux conséquences globales négatives.

En 2003 certaines études ont évalué que le rem Embi était sous-évalué de 30% voire 60%

c) **Les axes de réformes du SMI hybride.**

Vers une remise en cause de la prédominance du dollar ?

Vers un régime multipolaire ou pluri-devises ?

Donner plus de compétences au FMI