

MICHEL LELART

Directeur de recherche émérite au CNRS, Laboratoire d'Economie d'Orléans

michel.lelart@wanadoo.fr

DERRIÈRE LES CRISES FINANCIÈRES INTERNATIONALES : UNE CRISE DE LA MONNAIE INTERNATIONALE

Résumé :

Plus que jamais le système monétaire international fait parler de lui. Il était déjà critiqué il y a cinquante ans, parce qu'il était déjà et qu'il allait devenir de plus en plus un système dollar. Que leur monnaie soit la monnaie internationale permettait aux Etats-Unis d'être et de rester en déficit sans être inquiétés, et leur conférait un privilège qualifié souvent d'exorbitant.

Les choses n'ont pas changé. Cet article analyse, comme J. Rueff l'avait fait, les modalités par lesquelles le dollar devient une monnaie internationale. Il mesure l'importance de ce phénomène et analyse ses principales manifestations qui sont autant de conséquences pour les Etats-Unis comme pour les autres pays du monde. Enfin il présente quelques-unes des réformes envisagées.

Mots-clés : seigneuriage – dissymétrie – dollar US – liquidités internationales

Code JEL : E 51 – F 31 – F 32 – G 15

Abstract :

Today, more than ever, the international monetary system is front page news. Some fifty years ago, it was soon criticized because it was already – and would rapidly evolve as – a dollar-based system that allowed the US to run persistent external deficits without any concern for the rest of the world. This system, whereby the US currency became the international currency, provided the US with what was known as an “exorbitant privilege”.

The current situation has not changed. This paper analyzes, as J. Rueff had done, the process by which the dollar becomes an international currency. Statistical data to measure its importance is presented and the paper analyzes the principal characteristics of this system with its consequences on the US, as well as on the rest of the world.

Key words : seignorage – asymmetry – US dollar – international liquidity

Le système monétaire international n'en finit pas de faire parler de lui. Les uns considérant qu'il n'existe plus veulent le reconstruire. Les autres considérant qu'il existe toujours veulent seulement le réformer. Mais rares sont ceux qui ne veulent rien faire et rares sont ceux qui n'ont pas une idée de ce qui pourrait être fait.

En fait, les discussions ont commencé pratiquement dès que le système de Bretton Woods est entré en application. Ce système ne reposait pas sur une nouvelle monnaie internationale gérée par une nouvelle institution – le plan Keynes avait été rejeté – mais sur la monnaie du pays dont l'économie était à ce moment-là la plus solide, le niveau de vie le plus élevé, les marchés financiers les plus performants... Les Accords adoptés en 1947 faisaient en effet du dollar la monnaie internationale par plusieurs de leurs dispositions. Les pays devaient exprimer la parité de leur monnaie « soit en or, soit en dollars US » (art.4, section 1). Les pays devaient racheter leur monnaie... ils pouvaient le faire « soit en la monnaie du pays demandeur, soit en or » (art.8, section 4). Compte tenu de leurs réserves, il était évident que les Etats-Unis étaient le seul pays capable de convertir sa monnaie en métal. Le dollar allait ainsi être « as good as gold » et devenir l'avoir de réserve le plus populaire. 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, section 4). Ainsi les Etats-Unis ne seraient plus tenus d'intervenir sur les marchés des changes. Et comme les pays avaient défini leur monnaie par rapport au dollar, c'est leur banque centrale qui devrait intervenir, seule et en dollars... elle le pourrait d'autant plus facilement qu'elle en détiendrait dans ses réserves. Unité de compte, avoir de réserve, monnaie d'intervention, le dollar peut entrer en scène, le décor est planté.

Mais cela ne pouvait tenir qu'à deux conditions¹. Il fallait d'abord que, à défaut de pouvoir augmenter la quantité, on augmente le prix de l'or. Il fallait ensuite que l'augmentation des avoirs en dollars des banques centrales soit maîtrisé, il fallait que les Etats-Unis maîtrisent le déficit de leur balance des paiements et qu'ils gèrent leur monnaie non pas comme une monnaie nationale, mais comme une monnaie internationale, comme la Grande-Bretagne l'avait fait avec la livre sterling entre les deux guerres. En fait les Etats-Unis se sont toujours opposés à une réévaluation du prix de l'or – laquelle nécessitait leur accord et celui de la Grande-Bretagne (art.4, section 7). Et ils n'ont guère fait d'efforts, malgré des promesses sans cesse réitérées, pour maintenir à peu près en équilibre leurs échanges extérieurs. La décennie 60, marquée par une baisse incessante des réserves d'or US et par une augmentation rapide des avoirs en dollars des banques centrales, a été riche de critiques faites par les pays occidentaux... La France a bien tenu son rang pendant tout ce temps, en particulier par la voix de Jacques Rueff qui n'a eu de cesse à partir de 1963 de dénoncer l'avantage qu'avaient les Etats-Unis de pouvoir rester indéfiniment en déficit : le fameux « déficit sans pleurs » qui leur permettait « de donner sans prendre, de prêter sans emprunter et d'acquérir sans payer » (1963, p. 134).

Ces avantages sont la manifestation du privilège lié à l'émission de monnaie. En septembre 1964, à l'Assemblée Générale du Fonds Monétaire International à Tokyo, Valéry Giscard d'Estaing, alors ministre des Finances, parle du « privilège exorbitant » dont profitent les Etats-Unis du fait que leur monnaie est une monnaie internationale. 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 »². L'expression n'est pas très heureuse, car à l'époque les Etats-Unis avaient une balance des opérations courantes excédentaire, ils avaient donc moins de dettes envers l'étranger que de créances. Mais l'idée exprimée renvoie bien au processus d'émission de monnaie.

1 C'est ce que Robert Triffin avait fort bien vu, dès 1947. Cf. B. Eichengreen, 2011, p. 71.

2 Cette conférence est reproduite dans J. Rueff, 1971, pp. 89-95.

C'est ce mécanisme qui est au cœur du système monétaire international et qui n'est plus régulé depuis que le Président Nixon a suspendu – provisoirement ne l'oublions pas – la convertibilité en or du dollar. Nous pensons que là réside la principale cause de l'instabilité monétaire, en même temps que financière, à l'heure actuelle.

Nous allons revoir comment fonctionne ce mécanisme, puis analyser les conséquences d'un tel dérèglement, enfin discuter des solutions qui peuvent être envisagées.

Le mécanisme de la création internationale de dollars

Dans un exposé devant le Conseil Economique et Social en mai 1965, J. Rueff a bien expliqué comment les Etats-Unis émettaient de la monnaie internationale. « Lorsque les Etats-Unis ont un déficit à l'égard de l'étranger, ils paient en dollars, naturellement. Ces dollars qui sont reçus par le créancier (disons français) arrivent par des canaux divers à la banque d'émission (la banque de France). Mais ces dollars sont inutilisables à Paris, donc le jour même où la banque d'émission les reçoit, elle les replace sur le marché de New York, par télégramme, en achetant des bons du Trésor ou en les déposant en banque. On arrive alors à ce système merveilleux, incomparable, dans lequel le pays débiteur recouvre, le jour même où il les a accomplis, les versements qu'il a opérés à l'égard de l'étranger » (1967). Si on excepte la référence au télégramme, cette explication est très intéressante car elle met bien l'accent sur ce va-et-vient du dollar, sur cet aller-retour qui fait qu'une fois cédé dans un sens il est aussitôt cédé dans l'autre. Il revient donc à son point de départ, comme s'il était sorti puis rentré aussitôt. Mais il a été l'objet de deux transactions : dans l'exemple cité d'abord un règlement, par exemple de produits importés, puis une acquisition de titres, par exemple des bons émis par le Trésor US. D'abord une sortie puis une rentrée de capitaux.

Le schéma ainsi présenté appelle néanmoins quelques observations. La première concerne la « sortie » du dollar, l'opération par laquelle le dollar est transféré à un créancier supposé français. Quel peut bien être ce déficit qu'il est censé régler ? Des importations certes, mais encore ? L'expression n'est pas très heureuse, car les investissements ou les placements à l'étranger que les Etats-Unis peuvent faire de la même façon – en dollars – ne sont pas vraiment un déficit. La deuxième observation concerne la « rentrée » du dollar, l'opération par laquelle le dollar est

ensuite transformé en bons du Trésor ou en dépôt à terme. Ces dollars sont déjà dans une banque US, ils ne peuvent donc pas y revenir après avoir été transférés en règlement à l'étranger. Une dernière observation concerne l'intervention de la banque d'émission étrangère. Elle était systématique lorsque les changes étaient fixes, elle ne l'est plus maintenant.

Le mécanisme de l'émission de monnaie internationale apparaît maintenant clairement. Les dollars deviennent une monnaie internationale chaque fois que, inscrits au compte de résidents dans une banque américaine, ils sont transférés au compte de non-résidents. Les raisons de ces transferts – importations, investissements directs, placements, crédits bancaires... – constituent autant de contreparties à cette émission. Une fois transférés à l'étranger, les dollars peuvent « revenir » aux Etats-Unis en règlement des exportations américaines : ils ne sont plus de la monnaie internationale et l'émission est diminuée d'autant. Mais beaucoup de ces dollars restent détenus par des non-résidents : ils restent en dépôt dans des banques US ou, plus souvent, sont transformés en avoirs un peu, voire beaucoup moins liquides : des bons du Trésor, des titres à court ou à long terme, des investissements directs aux Etats-Unis... L'émission de monnaie internationale à travers le transfert de dollars en règlement s'accompagne ensuite de la transformation de cette monnaie en avoirs moins liquides. La balance des paiements US peut donc être analysée comme le bilan d'une banque créatrice de monnaie. Au passif l'émission de monnaie internationale durant l'année est égale à l'augmentation des engagements US envers l'étranger ce qui correspond au montant des dollars transférés au reste du monde. A l'actif se trouvent les contreparties de cette émission.

Ce mécanisme n'a pas toujours été présenté de cette façon. Il arrive même qu'il soit nié, notamment par les Américains. En 1966 – toujours la même époque – E. Desprès, C. Kindleberger et W. Salant ont expliqué que les Etats-Unis ne faisaient que de la transformation : ils empruntaient des dollars au reste du monde sous forme relativement liquide, dépôts bancaires, bons du trésor... et ils prêtaient ensuite ces dollars en prenant des risques, par exemple en investissant dans les pays européens (1966). Cette thèse dite « DKS » a eu et a toujours beaucoup de succès. Il est vrai que sur un plan comptable les engagements américains envers l'étranger sont plus liquides que leurs avoirs, mais d'où viennent les dollars qu'ils emprunteraient ainsi pour les prêter ? Comment peuvent-ils emprunter à d'autres pays des dollars qu'ils sont seuls à pouvoir prêter ? A vrai dire les Etats-Unis sont au cœur d'un mécanisme

de création monétaire qui repose sur la fameuse relation « Les crédits font les dépôts ». Car comment peut-on expliquer qu'une monnaie, quelle qu'elle soit, puisse arriver dans une banque en dépôt si elle n'en est pas d'abord sortie à l'occasion d'un crédit ? En renversant la relation et en faisant dépendre les crédits des dépôts, la thèse DKS nie la création internationale de dollars par les Etats-Unis.

Cette thèse a été plébiscitée outre-Atlantique. En 1971, alors que la balance des paiements américaine calculée en termes de *liquidités brutes* était de plus en plus déficitaire, les Autorités ont décidé de publier la balance des *liquidités nettes* qui faisait la compensation entre les créances et les dettes, quelles qu'elles soient, comme s'il s'agissait de crédits et de dépôts. Le déficit de la balance des paiements apparaissait diminué, mais il devenait impossible de détecter le processus par lequel les dollars devenaient de la monnaie internationale. Quelques années plus tard, les Etats-Unis ont renoncé à faire apparaître un solde à la hauteur de la ligne, mais ils ont mesuré « les entrées nettes de capitaux », comme s'ils devaient emprunter pour prêter. Et plus récemment, le Département du Commerce a présenté les transactions internationales US en distinguant, après les transactions courantes et le solde qui leur correspond, les transactions financières qui aboutissent à un « Net Financial Flows ». Toujours la compensation, donc la différence, entre les avoirs et les engagements, alors que les engagements US sont de la monnaie internationale et que les avoirs sont la contrepartie de son émission !³

Il est impossible, en procédant de cette façon, de comprendre et d'analyser l'émission internationale de dollars. Et cependant il y a bien là un véritable mécanisme de création monétaire. Nous allons voir qu'il n'est pas régulé, ce qui n'est pas sans conséquences.

3 La même procédure appliquée au niveau international conduirait à compenser les avoirs en devises des banques centrales et les engagements envers le reste du monde des pays émetteurs de ces monnaies... Il n'y aurait plus de liquidités internationales !

Le dérèglement de la création monétaire internationale

Il y a donc émission de monnaie internationale par les Etats-Unis chaque fois que des dollars sont transférés à des non-résidents, chaque fois que les engagements américains envers le reste du monde augmentent. Au 31 décembre 2016, ils s'élevaient à 30.000 milliards. A la fin de 1970, quelques mois avant l'inconvertibilité du dollar, ils ne dépassaient pas 100 milliards. Le volume des dollars transférés par les Etats-Unis au reste du monde a été multiplié par 300 en 46 ans, et cela malgré le ralentissement récent dû à la crise. Un tel taux (plus de 13% par an), en soi exceptionnel, devient invraisemblable pendant tant d'années de suite.

Cette accumulation n'a pas été régulière⁴ : 1,8 milliard de dollars par an en moyenne dans les années 50, moins de 5 milliards dans les années 60, quelques dizaines de milliards durant les années 70, quelques centaines dans les années 80, plus du double la décennie suivante et toujours de plus en plus, jusqu'à plus de 2.000 milliards en 2006 puis en 2007, avant que la crise ne se déclenche. Et depuis 2000 de 300 à 1.200 milliards selon les années. Car ces engagements n'ont jamais progressé d'une façon régulière, ils ont pu être doublés d'une année à l'autre, voire divisés par trois. En fait cela ne peut étonner. Les transactions par lesquelles les dollars « sortent » des Etats-Unis sont très variées : des importations (nettes des exportations), des investissements, des placements, des crédits accordés par le secteur privé US et surtout par le secteur bancaire.

Ces transactions sont en effet très diverses, elles peuvent être effectuées par une entreprise US, une filiale étrangère, des courtiers, une banque, une filiale de banque étrangère... situés en Europe, au Japon, aux Bahamas... En réalité, ce sont tous les agents économiques, aux Etats-Unis comme dans le reste du monde, qui cèdent ou reçoivent des dollars. C'est donc l'économie américaine dans son ensemble qui fait fonction de banque créatrice de monnaie, et qui en crée selon ses propres besoins. Cette création ne dépend pas de décisions collectives, prises en concertation avec les demandeurs de cette monnaie qui sont éparpillés de par le monde. Il n'y a pas le moindre contrôle, pas la moindre régulation. La création de monnaie internationale est le résidu d'une multitude d'opérations, toutes indépendantes les unes des autres, et qui ne s'équilibrent globalement que du fait de la logique des comptes dans lesquels

⁴ On retrouve les données qui suivent dans M. Lelart (2012). Cf. aussi (2017), pp. 91-94.

ces transactions sont enregistrées. Il n'est pas exagéré de parler à cet égard d'un dérapage de la création monétaire (de Lauzun, 2011) ou d'une émission désordonnée des liquidités mondiales (Camdessus, 2011).

Que les transactions des Etats-Unis avec le reste du monde transforment le dollar en monnaie internationale n'est pas sans avantages pour ce pays. Un *premier avantage* correspond au *seigneuriage*. Les dollars transférés au reste du monde par les Etats-Unis leur rapportent un revenu s'ils sont investis ou un intérêt s'ils sont prêtés, et ils leur coûtent un revenu s'ils sont réinvestis chez eux ou un intérêt s'ils sont empruntés ou déposés dans leurs banques. Le seigneuriage correspond à cette différence. En 2016 les Etats-Unis ont perçu 814 milliards de dollars de ces revenus et en ont payé 641, soit un excédent de 173 milliards. Il s'explique à la fois parce que les investissements directs US à l'étranger rapportent plus que les investissements étrangers aux Etats-Unis (10,9% contre 8,2% en 2016) et parce que la plupart des engagements US sont plus liquides que leurs avoirs : ce sont les bons du Trésor US, les dépôts dans les banques... et les billets qui, eux, ne coûtent rien⁵.

Ce seigneuriage a commencé à diminuer depuis quelques années, du fait notamment de la baisse des taux d'intérêt. Mais il prend maintenant une autre dimension, qu'a bien révélée il y a quelques années l'affaire BNP. La première banque française a dû payer au Trésor américain une amende de près de 9 milliards de dollars parce qu'elle avait effectué des transactions avec quelques pays – l'Iran, le soudan, Cuba – que les Etats-Unis avaient placés sous embargo. Elle a dû aussi se séparer d'une quinzaine de responsables et s'engager à mettre en place à New York une cellule dédiée à la surveillance de ces transactions. Cette affaire a fait beaucoup de bruit. La BNP a certes « joué avec le feu », mais les Etats-Unis peuvent-ils imposer leur droit à des transactions effectuées entre des non-résidents. Elles sont effectuées en dollars, certes, mais parce que, au lendemain de la guerre, leur monnaie était la plus forte. Aucun traité international n'a entériné depuis une telle primauté. On pourrait ajouter le cas de l'Argentine à laquelle les tribunaux américains ordonnent de rembourser certains créanciers et lui interdisent d'en rembourser d'autres... parce que ces crédits ont été accordés dix ou quinze ans plus tôt en dollars !

5 Ces billets qui sont effectivement « sortis » des Etats-Unis représentent 36% des billets US en circulation. Ils représenteraient même 75% des billets de 100 dollars (cf. Eichengreen 2011, p. 8).

Un *deuxième avantage* dont bénéficient les Etats-Unis est leur capacité d'importer, d'investir ou de prêter à l'étranger sans limites puisqu'ils le font en leur monnaie et qu'elle n'est plus convertible en or depuis 47 ans ! Le « déficit sans pleurs » est toujours en place, et quand on passe des flux aux stocks, le résultat devient impressionnant. L'endettement extérieur des Etats-Unis atteint 30.000 milliards de dollars fin 2016, leur endettement net atteint 8.400 milliards et il progresse toujours à mesure que chaque année ils importent plus qu'ils n'exportent. Cette situation a plusieurs conséquences.

- Une première est *la dissymétrie* entre ce pays et les autres. Les Etats-Unis peuvent être en déficit et y rester, ils ne sont pas obligés de prendre certaines mesures ou de modifier leur politique. Et comme ils n'ont jamais besoin d'augmenter leurs réserves, ils n'auront jamais besoin de recourir au Fonds Monétaire International et de suivre ses recommandations. C'est tout le contraire pour les autres pays. Ceux qui sont en déficit ne peuvent le rester longtemps. Quant à ceux qui sont en excédent, car tous les pays ne peuvent pas être en même temps en déficit, ceux-là interviennent sur les marchés des changes plus souvent que les Etats-Unis qui pratiquent le « *benign neglect* ».
- Une deuxième conséquence est *le déséquilibre* entre les pays. Si les Etats-Unis sont de plus en plus débiteurs envers le reste du monde, d'autres pays sont nécessairement créanciers. S'ils ont importé plus qu'ils n'ont exporté, d'autres pays ont davantage exporté. Ce sont surtout la Chine, la Zone euro, les pays pétroliers, enfin quelques pays émergents ou qui ont fini de l'être comme la Corée ou le Brésil. Leurs avoirs en dollars sont devenus pléthoriques, et comme ils ne sont plus rachetés par les Etats-Unis et que, du fait de leur quantité, ils ne peuvent plus être échangés facilement sur les marchés, ils sont devenus en fait inconvertibles.

Privège exorbitant, seigneurage, déficit sans pleurs... ces concepts bien connus depuis cinquante ans résument bien le dysfonctionnement du système monétaire international du dollar qui fait fonction de système monétaire international. Cela va-t-il durer toujours !

Les solutions envisagées

Depuis le 15 août 1971, bien des solutions ont été envisagées pour freiner l'accumulation incontrôlée de dollars dans le monde. Sait-on que les avoirs en or des Etats-Unis, évalués au prix du marché, représentent maintenant moins de 5% des dollars détenus par les banques centrales ? Un tel pourcentage interdit toute velléité d'un retour à l'or qui, à vrai dire, n'est plus guère envisagé de nos jours. Mais après le déclenchement de la crise, la réforme du système monétaire international a suscité un grand intérêt. Le G 20 s'est même emparé du sujet en 2011. Le problème n'est plus vraiment à l'ordre du jour aujourd'hui. Quelques solutions sont encore parfois évoquées.

Une solution avait été imaginée par la Grande-Bretagne dès la Conférence de Bretton Woods. *Le plan Keynes*, qui a été rejeté, prévoyait la mise en place d'une nouvelle monnaie en laquelle les règlements entre les pays pourraient être compensés chaque mois. Les soldes, excédentaires comme déficitaires, seraient maîtrisés grâce à l'intervention d'une banque internationale de compensation et la fixation de quotas. Ce système très ingénieux, qui a été repris avec succès par l'Union Européenne des Paiements dans les années 50, a toujours quelques partisans (par exemple Davidson, 2009). Ils sont rares, car si le principe d'une monnaie internationale destinée à régler les échanges internationaux est tout à fait séduisant, il est difficile d'imaginer aujourd'hui une centralisation des transactions de l'ensemble des agents nationaux. A quoi serviraient alors les marchés des changes, et comment réagiraient les banques, en particulier celles qui sont spécialisées dans le commerce international, et qui n'auraient plus qu'à additionner et soustraire pour le compte d'une nouvelle banque internationale ?

La solution adoptée à Bretton Woods a été la mise en place d'un *Fonds de Stabilisation* – il deviendra le Fonds Monétaire International – qui devait aider les pays à stabiliser leur taux de change. Mais le FMI ne crée pas de monnaie internationale et ses opérations n'ont qu'un impact très limité sur les réserves de change des pays membres. Et au-delà de montants somme toute limités, il doit emprunter pour prêter. C'est pour cela qu'il n'est pas vraiment le prêteur en dernier ressort dont le monde aurait besoin. C'est aussi pour cela que l'on peut souhaiter une extension de son rôle grâce à une très forte augmentation de ses ressources comme de sa capacité d'emprunt, notamment auprès des marchés. Pour l'instant son rôle consiste principalement à prévenir les crises financières et à surveiller « fermement » (art.4) les politiques de

change, mais pas seulement celles-là, de ses pays membres.

Avant que la convertibilité du dollar ne soit suspendue, les pays avaient réfléchi à une solution dont ils auraient besoin un jour ou l'autre. C'est ainsi que les *droits de tirage spéciaux* ont été inventés. Les premières allocations sont intervenues le 1^{er} janvier 1970 « pour compléter les instruments de réserve existants » (art.15). Quelques années plus tard, le second amendement aux Accords de Bretton Woods a introduit dans les statuts « l'objectif qui consiste à faire du DTS le principal instrument de réserve du système monétaire international » (art.8, section 7 et art.22). Les choses sont claires. En réalité, le DTS dont le fonctionnement a été fort bien conçu, a pratiquement échoué. Les premières allocations avaient été de 9,5 milliards ; elles sont restées à 21 milliards pendant 28 ans, alors que les avoirs en dollars des banques centrales sont passés pendant ce temps de l'équivalent de 210 milliards de DTS à l'équivalent de 2.900 ! Le rôle du DTS est donc resté tout à fait marginal. Les choses auraient pu changer en 2009, non pas parce que les allocations ont été doublées pour égaliser les avoirs de chaque pays par rapport à sa quote-part, mais parce qu'une nouvelle allocation de près de 200 milliards cette fois a été décidée pour répondre au souhait de la Chine de réformer le système monétaire international et de commencer à réduire le rôle du dollar. En fait ces nouveaux DTS n'ont pratiquement rien changé au fonctionnement – très ralenti – de ce système depuis dix ans.

En fait, c'est la volonté politique qui a manqué, et en particulier le peu d'empressement des Etats-Unis qui se sont opposés pendant plusieurs années à la dernière augmentation des allocations, comme ils s'étaient opposés à la mise en place d'un compte de substitution en 1980. Et pourtant le DTS est un avoir de réserve imaginé par la communauté internationale et géré par le FMI. Aux termes des statuts actuels, il a vocation à avoir la première place dans les liquidités internationales. C'est la raison pour laquelle les projets de réforme du système monétaire international font souvent une place à une réforme des DTS⁶. Cette piste-là est sans doute la plus intéressante à explorer. Elle supposerait une coopération plus étroite entre les pays, surtout les plus grands, une surveillance de leurs politiques par le FMI qui soit plus contraignante, enfin une réforme du FMI lui-même, notamment de sa gouvernance. La réforme sera longue à mettre en place, il faudra beaucoup d'ingéniosité aux experts car il ne faudra pas seulement essayer de réguler à l'avenir l'expansion internationale

6 Cf. par exemple l'initiative du Palais Royal, par laquelle une vingtaine de responsables ont réfléchi ensemble à ce que pourrait être la réforme du système monétaire international (2011).

du dollar – et de quelques autres monnaies. Il faudra aussi faire face aux conséquences du dérèglement que nous avons analysé. Et pourtant, nous pensons que c'est sans doute là notre meilleure chance d'arriver, un jour, à ce que la monnaie que les pays utilisent entre eux ne soit pas toujours la monnaie de l'un d'eux, ni toujours du même.

Conclusion

Les années ont passé. La nécessité d'une réforme du système monétaire international ne semble plus être une priorité aujourd'hui. Deux raisons contribuent à l'expliquer, en même temps que toutes les deux font que la situation actuelle est de plus en plus difficile à supporter.

- *La première* est la montée en puissance d'autres monnaies susceptibles de concurrencer le dollar. Il n'est pas sûr du tout qu'un système bipolaire ou multipolaire soit plus stable, et qu'une concurrence entre le dollar et l'euro – et le yuan pour l'instant – permette un jour une certaine maîtrise de la création monétaire internationale. Déjà il est difficile de transposer notre analyse au cas de ces monnaies, car si les transactions internationales des Etats-Unis sont quasiment toutes réglées en leur monnaie, qu'en est-il des transactions des pays de la Zone euro ou de la Chine ?
- *La seconde* est la transformation de la monnaie en actif financier. La monnaie qui est la contrepartie dans une opération d'échange devient l'objet même du contrat dans une transaction financière : c'est elle qui est prêtée et empruntée. Elle est ainsi « la matière première » de la finance. Une création plus importante de monnaie internationale entraîne donc une expansion des transactions financières internationales. Ces transactions-là ont aussi posé de sérieux problèmes du fait d'un manque de régulation. Mais la crise a révélé les défauts du système financier international, et un certain nombre de réformes ont été prises depuis.

Elles ne doivent pas faire oublier que le système monétaire international doit lui aussi – et devrait même en priorité – être réformé. Il ne repose pas sur un mécanisme original de création monétaire qui tiendrait compte des besoins de l'économie mondiale et permettrait de contrôler l'expansion des liquidités internationales. Il

ne fonctionne pas dans l'intérêt de tous les pays, puisqu'il privilégie celui dont la monnaie est utilisée par les autres. Une telle situation ne peut durer éternellement. Un jour viendra où une telle réforme s'imposera. Elle finira bien par être acceptée.

Quelques références

Camdessus M. (2011), Renforcer la gouvernance financière mondiale, in J.P. AUDOYER (éd.), *L'économie autrement*, Editions Peuple libre, Valence.

Davidson P. (2009), Réformer la monnaie internationale, *L'Economie politique*, n°42, avril, pp. 75-87.

Despres E., Kindleberger C.B. et Salant M.S. (1966), The dollar and World Liquidity – A minority View, *The economist*, 5 février, pp. 526-529.

Eichengreen B. (2011), *Un privilège exorbitant – Le déclin du dollar et l'avenir du système monétaire international*, Odile Jacob, Paris.

Initiative du Palais Royal (2011), *La réforme du système monétaire international : une approche coopérative pour le XXIème siècle*, 18 janvier.

Lauzun P. de (2011), Les leçons de la crise financière, in J.P. Audoyer, *op.cit.*, pp. 23-62.

Lelart M. (2012), Comment le dollar devient-il une monnaie internationale ?, *Revue d'Economie Financière*, n°107, septembre, pp. 265-288.

Lelart M. (2017), *Le système monétaire international*, Coll. Repères, La Découverte, Paris, 9^{ème} édition.

Rueff J. (1963), *L'âge de l'inflation*, Payot, Paris.

Rueff J. (1967), Le système monétaire international, in *Les fondements philosophiques des systèmes économiques – Textes de J. Rueff*, Payot, Paris.

Rueff J. (1971), *Le péché monétaire de l'Occident*, Plon, Paris.