

Analyse économique et historique des sociétés contemporaines

Sous la direction de **Philippe Deubel**

ISBN : 978-2-7440-7274-1

Chapitre 9 : Paiements internationaux

Fiche IX.1 Historique du SMI

9.1 Le SMI du XIX^e à aujourd'hui : de l'étalon-or à la tectonique des plaques

9.1.1 L'étalon-or au XIX^e siècle : l'âge d'or des changes fixes ?

Le principe de l'étalon-or : des changes fixes naturels ?

Du XIX^e siècle à la veille de la Première Guerre mondiale, le système monétaire international est fondé sur l'étalon-or (*gold standard*). Le système de l'étalon-or est double, à la fois national et international. Au niveau national, il officialise la généralisation du monométallisme et le fait que l'or serve de référence à la monnaie fiduciaire qui se développe alors. L'Angleterre adopte le *gold standard* dès les années 1820, mais il ne se généralise que dans les années 1870. À la veille de sa disparition, en 1914, l'étalon-or fonctionnait dans 59 pays.

Le concept-clé à connaître : l'étalon

L'étalon est la référence d'un système monétaire. C'est par rapport à lui que la valeur des autres biens ou des autres monnaies est définie. Dans un système monétaire international, l'étalon permet de définir les taux de change de référence. On connaît trois types d'étalons : l'or, une devise (la livre, le dollar) ou une unité de compte spécifique (par exemple, l'écu ou les DTS).

Dans le système de l'étalon-or, chaque monnaie (franc, livre, dollar) voit sa valeur définie par un certain poids d'or (par exemple 322,58 mg d'or fin pour le franc germinal). La monnaie fiduciaire (les billets de banque) est un simple « certificat d'or » dont la convertibilité-or est garantie. Au niveau international, le taux de change de référence dépend simplement du poids d'or respectif de chaque monnaie. Sur le marché des changes, les taux de change entre devises peuvent s'écarter de ce rapport fondamental, mais pas au-delà d'une certaine valeur correspondant au point d'entrée et au point de sortie d'or (*gold points*) : il s'agit du taux qui rendrait avantageux les paiements en or. Lorsque ce point est atteint, le taux de change est suffisamment élevé pour compenser les frais d'envoi d'or à l'étranger (transport et assurance) : on a alors intérêt à exporter ou importer de l'or pour le changer ailleurs. C'est David Hume, en 1752, qui décrit le premier ce mécanisme.

Le rapport du poids d'or entre deux monnaies correspond donc au taux de change de référence autour duquel oscillent les taux de change. On est bien dans un système de changes fixes, sans qu'il soit nécessaire que les autorités monétaires interviennent pour garantir les parités. C'est un SMI né de la pratique, pas d'un traité ; un SMI *de facto* (de fait), pas *de jure* (de droit).

Étalon-or et équilibre des paiements : la « règle du jeu »

David Ricardo, défenseur de la *Currency School* contre la *Banking School* (voir chapitre 5), considère que la quantité de monnaie fiduciaire émise ne doit pas excéder le stock d'or disponible dans le pays. À cette condition, le système de l'étalon-or doit, en théorie, garantir l'équilibre automatique des paiements internationaux. On a donné à cette discipline monétaire le nom de « règle du jeu » de l'étalon-or.

Le principe en est simple, du moins en théorie. Il repose sur le fait que, selon le *currency principle*, la convertibilité-or des billets impose que la quantité de monnaie fiduciaire soit limitée au stock d'or détenu par le pays. Dans ce cas, un excédent de la balance commerciale se traduira par des entrées d'or. Celles-ci vont accroître la masse monétaire du pays. Selon la théorie quantitative de la monnaie (voir chapitre 5), cette expansion monétaire est inflationniste pour le pays excédentaire. Le renchérissement des produits réduit les exportations, ce qui rééquilibre la balance des échanges courants. Le mécanisme inverse se met en place dans le pays déficitaire. L'effet est au final rééquilibrant pour les échanges commerciaux des deux pays. Il s'agit d'une simple application de la théorie quantitative de la monnaie, mais dans le cas d'une monnaie qui sert à la fois aux paiements internes et externes.

Le système de l'étalon-or fonctionna correctement tant que le lien entre stock d'or et quantité de monnaie fiduciaire fut respecté. Keynes, pourtant opposé au rétablissement de l'étalon-or après la guerre, reconnut néanmoins qu'il avait assuré la stabilité des prix et des changes au cours de la période où il fonctionna. Mais la Première Guerre mondiale y mit fin lorsque la quantité de monnaie fiduciaire nécessaire pour financer l'économie de guerre s'envola. Les stocks d'or devenaient insuffisants pour garantir la stabilité du système. Pour éviter les risques de conversion des billets en or, on instaura le cours forcé du billet et on limita la convertibilité-or pour les nationaux. La démonétisation de l'or à l'échelle nationale était entamée. Au niveau international, l'or resta encore longtemps le pilier et la référence du SMI, mais dans un autre système monétaire que celui de l'étalon-or qui avait prévalu avant la Première Guerre mondiale.

9.1.2 L'éphémère retour de l'étalon-or : 1914-1944

À partir de 1918, l'or n'est plus utilisé comme monnaie en interne. La guerre a de plus modifié l'équilibre des puissances au profit des États-Unis (qui détiennent alors 30 % des réserves d'or mondiales). Les stocks d'or en Europe sont insuffisants pour revenir au SMI *de facto* qu'était l'étalon-or. Les pays occidentaux vont donc tenter de construire un SMI *de jure* garantissant de nouveau la convertibilité de leur monnaie. Mais comme l'or n'est plus utilisé comme monnaie interne, les particuliers ne pourront plus convertir la monnaie en or. La convertibilité est donc désormais limitée aux sommes importantes. On parle de *Gold Bullion Standard* (*bullion* signifiant lingot).

La conférence de Gênes officialise en 1922 cette volonté de reconstruire le SMI et introduit une innovation importante. Il n'est plus obligatoire que les monnaies soient convertibles directement en or, mais elles peuvent participer au système en l'étant par rapport à une autre devise qui, elle, sera convertible en or. En pratique, c'est le dollar qui devient cette monnaie de référence. C'est le système de l'étalon de change-or (*Gold Exchange Standard*, ou GES) qui est introduit. Bien que l'or reste au cœur du système, le GES constitue un pas de plus vers la démonétisation de l'or.

Si les États-Unis sont revenus à l'étalon-or dès 1919, il faudra attendre 1925 pour la Grande-Bretagne et 1928 pour la France avec le franc Poincaré. Ce retour se fait souvent au prix de politiques d'austérité, nécessaires pour enrayer l'inflation et stabiliser la valeur de la monnaie, mais au coût social important. La crise de 1929 et ses conséquences vont rendre impossible le maintien des parités. La livre est abandonnée en 1931 et les États-Unis abandonnent en 1933 la parité-or. Les dévaluations compétitives (voir article 2 de ce chapitre) et les mesures protectionnistes se multiplient dans les années 1930. Le SMI a explosé mais, dès les débuts de la Seconde Guerre mondiale, une réflexion sur l'organisation du système monétaire de l'après-guerre s'élabore pour aboutir en 1944.

9.1.3 Le SMI de Bretton Woods : débats initiaux et principes d'organisation

La conférence internationale de Bretton Woods (BW) clôt en 1944 des négociations entamées entre Grande-Bretagne et États-Unis dans les années 1940. Elle va chercher à construire un système monétaire organisé et mondial qui tire les leçons des échecs de l'entre-deux-guerres. Il existe un certain consensus pour ne plus utiliser directement l'or comme moyen de paiement international. Le système de Bretton Woods sera un étalon de change-or (*Gold Exchange Standard*) fondé sur le dollar. La parité du dollar est fixée à 35 \$ l'once d'or, sa parité de 1933 ; les autres monnaies définissent leur parité par rapport au dollar et doivent maintenir leur taux de change dans une fourchette étroite autour de cette parité (± 1 %).

Si le taux de change s'écarte de sa parité suite à un déséquilibre extérieur, le pays doit utiliser ses réserves de change (en or ou en monnaie de réserve, essentiellement le dollar) pour le maintenir. Le Fonds monétaire international (FMI) est créé pour fournir des facilités de paiement aux pays confrontés à de telles situations. En cas de déséquilibre persistant, on en déduit que la monnaie est surévaluée (ou sous-évaluée) ; la parité est alors modifiée par une dévaluation (ou une réévaluation).

L'exemple à connaître : plan Keynes et plan White

Si de nombreux pays étaient représentés à la conférence de Bretton Woods, deux pays proposaient un projet concret d'organisation du système monétaire pour l'après-guerre : la Grande-Bretagne et les États-Unis. Les négociations démarrèrent entre ces pays dès 1942 et aboutirent à deux propositions : le plan Keynes pour la Grande-Bretagne et le plan White pour les États-Unis.

Il existait un consensus sur la nécessité d'un système de changes fixes, doté d'une réelle organisation (à la différence de l'étalon-or). Keynes était déjà opposé au retour à l'étalon-or dans les années 1920. Son projet propose la création d'une banque supranationale qui émettrait une monnaie internationale, le bancor, rattachée à l'or (pour garantir sa valeur), mais non convertible en or. Le plan Keynes était moins confiant dans la capacité autorégulatrice du système de paiements internationaux que le plan américain défendu par Harry Dexter White.

Si l'histoire a globalement donné raison à Keynes (voir ci-dessous), la puissance économique des États-Unis leur permit de faire triompher leur conception. Les accords signés le 22 juillet 1944 à Bretton Woods reprenaient globalement l'architecture voulue par les Américains.

9.1.4 Le lent effondrement du système de Bretton Woods

Le benign neglect

Le SMI de Bretton Woods était un système paradoxal : il reposait sur la suprématie monétaire des États-Unis mais ne pouvait fonctionner qu'en l'affaiblissant. Tout le système reposait sur un dollar à la fois étalon, monnaie de réserve et instrument de paiement international. Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, les États-Unis possèdent 70 % des réserves d'or mondial, sont très en avance en termes de productivité et de niveau de vie. Le leadership des États-Unis est évident, la confiance dans le dollar est totale : le dollar est « *as good as gold* ».

Le plan White que les États-Unis ont imposé leur donne un avantage énorme. Comme le dollar est monnaie de référence, les États-Unis n'ont pas à défendre la valeur de leur monnaie vis-à-vis des autres monnaies, mais uniquement à garantir la parité de 35 \$ l'once d'or sur laquelle s'appuie le système. C'est sur les autres nations que repose la responsabilité de défendre leur parité vis-à-vis du dollar. La fameuse déclaration de John Connally, secrétaire d'État au Trésor en 1971, « le dollar, c'est notre monnaie, mais c'est votre problème », correspondait déjà à la situation des États-Unis au lendemain de la Seconde Guerre mondiale.

Parallèlement, chaque pays avait intérêt à posséder le maximum de dollars, monnaie de réserve par excellence, puisque instrument de paiement privilégié. Le monde entier est structurellement demandeur de dollars, tandis que les États-Unis ont le privilège de créer ces dollars. L'existence d'un déficit courant et financier aux États-Unis est une bénédiction pour les autres pays. C'est ce que l'on a appelé la douce négligence (*benign neglect*) : les États-Unis n'ont pas à se préoccuper du déficit de leur balance extérieure, puisqu'il leur suffit pour le financer de créer des dollars qui alimentent la demande des autres pays. On pourrait même parler de double négligence, puisqu'ils n'ont pas non plus à se préoccuper de défendre la valeur de leur monnaie par rapport aux autres monnaies, mais uniquement par rapport à l'or.

La fin de Bretton Woods : le paradoxe de Triffin

Le système fonctionne tant que la confiance dans le dollar alimente la demande de dollars. Mais cela entraîne des sorties de dollars en dehors des États-Unis, tandis que les stocks d'or américains qui garantissent la valeur de ces dollars n'augmentent pas et même diminuent. Tant que l'essentiel de ces dollars détenus le sont par des Banques centrales dont l'objectif est la pérennité du SMI, Bretton Woods est viable : elles ne devraient pas exiger la convertibilité de leurs dollars en or. Mais de plus en plus de ces dollars extérieurs sont détenus par des agents privés (on parle d'eurodollars) qui risquent d'en demander la conversion en or si leur confiance faiblit... Or, cette confiance ne peut que diminuer au fur et à mesure que s'accroît l'écart entre le volume des dollars hors États-Unis et les stocks d'or US. C'est le paradoxe de Triffin, que Robert Triffin avait déjà pointé en 1960.

En 1950, les réserves d'or américaines étaient à peu près le double des réserves étrangères en dollars ; en 1970, elles étaient cinq fois plus faibles. Cette distorsion ne pouvait qu'éroder la confiance dans le dollar et pousser les agents à échanger leurs dollars en or. Le fonctionnement même du SMI en sapait les bases. C'est pour éviter cela que le plan Keynes préconisait la création d'une monnaie internationale basée sur l'or, mais qui ne soit pas une monnaie nationale et ne soit pas directement convertible en or.

Les autorités monétaires nationales et internationales tentèrent la tâche de Sisyphe de maintenir le système : à la fin des années 1960 furent créés les DTS (droits de tirages spéciaux), une sorte de monnaie internationale émise par le FMI ; un « pool de l'or » des Banques centrales fonctionna dans les années 1960 pour défendre la parité symbolique de 35 \$ l'once d'or, attaquée par les ventes de dollars contre de l'or ; on finit même en 1968 par instituer un double marché de l'or : l'un public pour l'or-monnaie, réservé aux autorités, où le dollar s'échangeait encore à 35 \$ l'once ; l'autre privé pour l'or-marchandise, où le prix de l'or en dollars s'envola rapidement. Autant dire que Bretton Woods était moribond à la fin des années 1960.

Quelques années seront encore nécessaires pour constater la mort clinique et enterrer le système de Bretton Woods : le 15 août 1971, la convertibilité en or du dollar est suspendue par le président Nixon et une taxe sur les importations est mise en place, ce qui constitue une dévaluation masquée du dollar puisque cela renchérit les produits étrangers entrant aux États-Unis. En décembre, le dollar est dévalué et les marges de fluctuation autorisées élargies à $\pm 2,25\%$. En 1973, après une dévaluation de 10 % du dollar, le flottement s'installe. En 1976, la conférence de Kingston à la Jamaïque officialise la fin de Bretton Woods et démonétise définitivement l'or, y compris comme monnaie internationale. En réalité, l'or reste une valeur refuge pour beaucoup d'agents privés et est encore comptabilisé dans les réserves de change des autorités monétaires (voir dans ce chapitre, article 1, « La balance des paiements »). Officiellement, le monde est en changes flottants. En réalité, le nouveau système qui va émerger au cours des années 1980 et 1990 est assez complexe, composé d'un mélange de stabilité parfois totale et de flottement pur.

Pour aller plus loin : pourquoi le FMI a survécu à Bretton Woods

Le Fonds monétaire international est créé par les accords de Bretton Woods, en 1944. Sa fonction initiale est de prêter des devises aux pays confrontés à des déséquilibres conjoncturels de leur balance courante.

Le FMI est alors financé par les États membres, dont la *quote-part* est calculée en fonction de l'importance de leur économie et de leur commerce extérieur. 25 % de cette quote-part devait être fournie en or. Si un pays connaissait des difficultés de paiements liés à un déséquilibre de sa balance courante, il pouvait obtenir automatiquement du FMI par « droit de tirage » l'équivalent d'un quart de sa quote-part. Au-delà, le FMI pouvait lui accorder un crédit correspondant à 125 % de celle-ci. Ces crédits étaient conditionnés à l'engagement du pays de mener des politiques d'ajustement, ceci afin d'éviter que les déséquilibres se reproduisent.

Dans les années 1960, le FMI va émettre des « droits de tirage spéciaux » (DTS), une monnaie de crédit internationale utilisée essentiellement par les Banques centrales.

Avec la disparition du système de Bretton Woods dans les années 1970, le FMI n'avait *a priori* plus de raison d'être. Les difficultés financières du tiers-monde vont lui donner l'occasion d'évoluer dans la continuité. Il accorde maintenant des crédits aux pays connaissant des difficultés financières, et non plus seulement monétaires. Son objectif est également de contribuer à la stabilité financière mondiale. Les crédits offerts sont conditionnés à la mise en place de politiques d'ajustement structurel (PAS), qui ont été largement critiquées dans les années 1980 et 1990 pour leur orientation exagérément libérale (ce que l'on a appelé le consensus de Washington) et leur coût social dans le tiers-monde (voir chapitre 12).

Avec la mondialisation financière et les crises internationales qu'elle amène (voir ci-dessous, ainsi que les chapitres 5 et 8), la fonction de stabilisation du système financier prend de l'importance. C'est une des évolutions possibles pour le FMI dans le futur : devenir un des acteurs de la gouvernance financière mondiale, aux côtés du comité de Bâle, qui regroupe au sein de la Banque des règlements internationaux (BRI) les autorités monétaires de 13 grandes économies mondiales.

9.1.5 Une tectonique des plaques plutôt que des changes flottants

Depuis les années 1970, il n'existe plus d'organisation monétaire comparable au SMI de Bretton Woods. Pourtant, à l'échelle locale, de nombreuses monnaies continuent de rechercher à stabiliser leurs taux de change. En général, soit il s'agit de systèmes régionaux (comme le système monétaire européen, le SME), soit de pays qui « s'arriment » à une autre monnaie (le dollar, le yen, la livre ou l'euro) par l'intermédiaire d'un *currency board* (voir dans ce chapitre, article 2, « Taux de change et systèmes monétaires internationaux »). On parle de dollarisation et même d'euroïsation pour qualifier ce phénomène.

On retrouve à l'arrivée un ensemble de grandes zones de stabilité monétaire autour d'une monnaie phare. Ces zones sont globalement plus stables que ne l'était le système de Bretton Woods. Les fluctuations autorisées y sont réduites, voire nulles (cas de l'euro ou des *currency boards*).

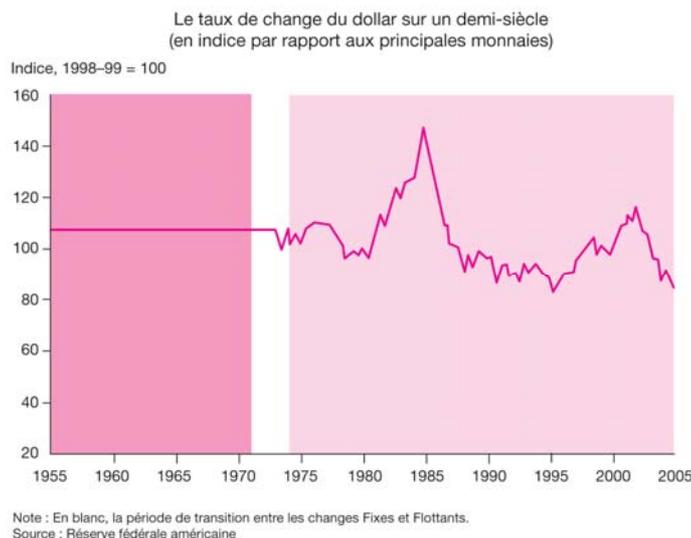
Les unes par rapport aux autres, ces zones sont en changes flottants. Entre son introduction en 1999 et 2007, l'amplitude de la variation du dollar par rapport à l'euro a été de 60 %. L'image de la tectonique des plaques, empruntée à la géologie, décrit assez bien la situation monétaire internationale : de grandes plaques continentales fluctuant les unes par rapport aux autres. Mais, à la différence de ce qui se passe pour la dérive des continents, les variations peuvent ici être très fortes et très rapides. Il est d'ailleurs arrivé que les pays occidentaux décident d'intervenir sur les marchés pour résister à ces fluctuations s'ils considèrent qu'elles sont excessives. En 1985, les accords du Plaza, à New York, permirent ainsi d'enrayer la hausse du dollar (qui dépassait les 10 FF de l'époque) ; en 1987, les accords du Louvre cherchèrent à limiter sa baisse.

9.2 Changes flottants et mondialisation : la volatilité est-elle un signe d'inefficience ?

9.2.1 Le constat : la volatilité des changes s'est accrue

Depuis la fin du système monétaire de Bretton Woods, les taux de change des grandes monnaies connaissent des fluctuations importantes (voir figure IX.1.1). Cette volatilité est gênante pour les économies puisque les taux de change ne reflètent plus les parités de pouvoir d'achat entre les monnaies. La compétitivité des entreprises peut se trouver handicapée par cette instabilité. L'incertitude qu'elle génère est forcément coûteuse pour les agents économiques. Parallèlement, les déficits des échanges courants ne se résorbent pas automatiquement, contrairement à ce que prétend la théorie de la parité de pouvoir d'achat (voir dans ce chapitre, article 2, « Taux de change et systèmes monétaires internationaux »).

Figure IX.1.1 Le taux de change du dollar sur un demi-siècle



Note : en blanc, période de transition entre les changes fixes et flottants.

Source : Réserve fédérale américaine.

Les causes de cette instabilité sont connues : les taux de change ne dépendent pas uniquement du pouvoir d'achat des monnaies, mais aussi des mouvements de capitaux, notamment spéculatifs (voir dans ce chapitre, article 2, « Taux de change et systèmes monétaires internationaux »). Les mouvements de change participent du mouvement général de mondialisation financière qui s'accélère depuis les années 1970 (voir chapitre 5, article 4, « Les tendances récentes du financement de l'économie »).

Cette mondialisation s'est accompagnée d'une instabilité financière : les crises financières se sont multipliées depuis les années 1980 (crise de la dette du Mexique en 1982, krach boursier en 1987, crise asiatique en 1997, crise argentine en 2000, krach des valeurs de la nouvelle économie en 2000...). Les conséquences économiques en sont souvent désastreuses et peuvent se répandre dans le monde par un « effet domino ». L'instabilité des changes est-elle en partie responsable de ce retour du risque de système ? Doit-on regretter la stabilité des changes fixes ?

L'enjeu est d'importance : la réponse à ces questions va amener à juger de la supériorité ou de l'infériorité d'un système monétaire et financier fondé sur les mécanismes de marché par rapport à un système encadré et régulé par des autorités extérieures.

Le concept-clé à connaître : le risque de système ou comment un sous-marin devient zeppelin

L'économiste français Michel Aglietta définit le risque de système (ou risque systémique) comme « l'éventualité qu'apparaissent des états économiques dans lesquels les réponses rationnelles des agents individuels aux risques qu'ils perçoivent, loin de conduire à une meilleure répartition des risques, amènent à élever l'insécurité générale » (Michel Aglietta, *Macroéconomie financière*, La Découverte, coll. « Repères », 1995).

C'est le cas par exemple en cas d'éclatement d'une bulle spéculative : après une phase d'envolée des prix, le retournement de tendance pousse chacun à se débarrasser des titres possédés, ce qui amplifie encore le krach financier. D'après Michel Aglietta, la mondialisation des marchés monétaires et financiers depuis les années 1980 a largement accru le risque de système. Le système financier de l'après-guerre était très cloisonné, entre produits, entre acteurs et entre pays (voir chapitre 5). La mondialisation financière a décloisonné et mondialisé la

monnaie et la finance. Cela conduit à une plus grande mobilité des capitaux, une fluidité accrue des marchés et donc une meilleure efficacité microéconomique *a priori*. Mais en contrepartie, le risque macroéconomique s'est accru : une crise se transmet beaucoup plus rapidement et beaucoup plus loin, puisque rien ne l'arrête.

Prenons l'image du système financier de l'après-guerre, organisé comme un sous-marin aux cloisons étanches qui rendaient les déplacements difficiles mais qui protégeaient des conséquences d'une voie d'eau. Le système actuel ressemblerait plutôt à un zeppelin, ces dirigeables remplis de gaz inflammable du début du xx^e siècle : l'absence de cloisons favorise des déplacements rapides et sans efforts, mais une simple étincelle peut embraser l'ensemble.

Tandis que le FMI fait office (avec d'autres) de pompier en aidant les États en cas de difficultés financières, le comité de Bâle de la Banque des règlements internationaux tente d'éviter qu'apparaissent de telles crises en imposant des règles de sécurité vis-à-vis des acteurs financiers privés. Le plus célèbre exemple en est le ratio McDonough qui a succédé au ratio Cooke et qui impose des règles prudentielles en termes de fonds propres et de discipline financière.

9.2.2 La volatilité est-elle compatible avec l'efficacité des marchés ?

La volatilité normale ?

Les économistes libéraux cherchent à montrer que l'instabilité monétaire et financière à la fois est naturelle et ne remet pas en cause l'efficacité générale de l'économie de marché. Ils s'inspirent aujourd'hui pour l'essentiel du courant monétariste dont Milton Friedman était le chef de file et des modèles fondés sur les anticipations rationnelles (avec Robert Lucas, Thomas Sargent et Robert Barro entre autres). On parle aussi d'école de Chicago ou de nouvelle économie classique (NEC) pour qualifier ce courant apparu dans les années 1970.

Le monétarisme de Milton Friedman est *a priori* très confiant dans l'autorégulation des systèmes de changes flottants. Selon lui, les changes flottants doivent permettre la résorption des déséquilibres extérieurs. Les fluctuations importantes des taux de change contredisent donc *a priori* le monétarisme.

Par contre, pour les théoriciens des anticipations rationnelles, l'existence de fluctuations économiques apparemment chaotiques est parfaitement normale. Ces fluctuations ne remettent pas en cause le caractère équilibré de l'économie, ni son efficacité. Dans le modèle des anticipations rationnelles, l'économie subit des chocs imprévisibles qui en modifient l'équilibre. Les modifications du taux de change sont normales et indiquent des modifications des variables réelles (voir la théorie des cycles réels au chapitre 4).

La spéculation équilibrante ?

Le contresens à éviter : ne pas confondre spéculation et arbitrage

En matière financière et monétaire, spéculation et arbitrage consistent à réaliser aujourd'hui des opérations engageant le futur. La différence est que l'arbitrage est sans risque : il joue simplement sur des écarts entre les taux de change au comptant et à terme qui peuvent exister. Le spéculateur par contre tente d'anticiper la valeur future du taux de change au comptant. Il prend donc un risque si ses anticipations ne sont pas confirmées.

Les mouvements spéculatifs qui sont responsables de la volatilité des changes peuvent avoir leur utilité. On parle alors de spéculation équilibrante (Nicholas Kaldor, *Speculation and Economic Activity*, 1939). En effet, même si la spéculation a mauvaise réputation, elle cherche simplement à anticiper les évolutions futures d'un objet ou d'un actif. La différence entre spéculation et arbitrage est que l'arbitrage se réalise sans risque (voir dans ce chapitre, article 2, « Taux de change et systèmes monétaires internationaux »). Le spéculateur analyse toute l'information disponible pour tenter de prévoir correctement l'évolution d'un prix ou d'un taux de change. Si sa prévision est correcte, il est récompensé par un gain, une plus-value. Sinon, il est sanctionné. On peut donc dire que la spéculation opère une sélection naturelle entre les spéculateurs pour ne conserver que les meilleurs analystes. Comme les autres prix d'actifs, le taux de change résultant des mouvements spéculatifs serait donc simplement la synthèse de l'analyse des opérateurs du marché sur les déterminants réels des taux de change (inflation dans le pays, taux d'intérêt réels...).

Les spéculateurs jouent un autre rôle positif : en acceptant de prendre un risque, de faire un pari sur l'évolution future d'une monnaie, ils permettent à d'autres agents de se couvrir contre ce risque. En effet, les instruments de couverture contre le risque de change permettent à des agents « risquophobes » de réaliser une transaction à terme à un taux de change futur garanti. Mais pour que ce soit possible, il faut bien qu'un autre agent ait pris à sa charge le risque de change. C'est la fonction du spéculateur. Ce dernier participe donc à la liquidité d'ensemble du système monétaire et financier. Sa préférence pour le risque contribue à l'efficacité du système puisqu'elle répond à la demande de sécurité des agents à aversion pour le risque.

Pour aller plus loin : la taxe Tobin pour réduire la volatilité des marchés

La proposition faite en 1978 par l'économiste James Tobin à la Cowles Foundation va connaître un succès que ne soupçonnait peut-être pas son auteur. Face aux désordres causés par la rapidité et l'ampleur des mouvements de capitaux, Tobin propose d'introduire un « grain de sable » pour limiter les mouvements de capitaux de très court terme, les plus déstabilisants. Il s'agirait d'une taxe sur les mouvements de capitaux internationaux donnant lieu à opération de change. Le montant de cette taxe serait très faible pour ne pas handicaper les mouvements de capitaux correspondant à des investissements. Mais comme cette taxe serait payée à chaque nouveau mouvement, elle rendrait très coûteux le va-et-vient de *hot money* de la part des spéculateurs ou des arbitragistes cherchant à bénéficier des écarts de taux d'intérêt ou d'anticipation de change entre les différentes places mondiales.

Reprise dans les années 1980, notamment par l'association altermondialiste Attac (Association pour la taxation des transactions financières pour l'aide aux citoyens), elle fait l'objet de vifs débats politiques et économiques. Son application est dans tous les cas très difficile, car pour être efficace elle devrait être généralisée. Cela supposerait une organisation mondiale capable d'imposer une telle taxe à tous les pays du globe, ce qui semble actuellement difficile.

9.2.3 La volatilité marque-t-elle l'instabilité intrinsèque à la mondialisation financière ?

La surréaction des taux de change

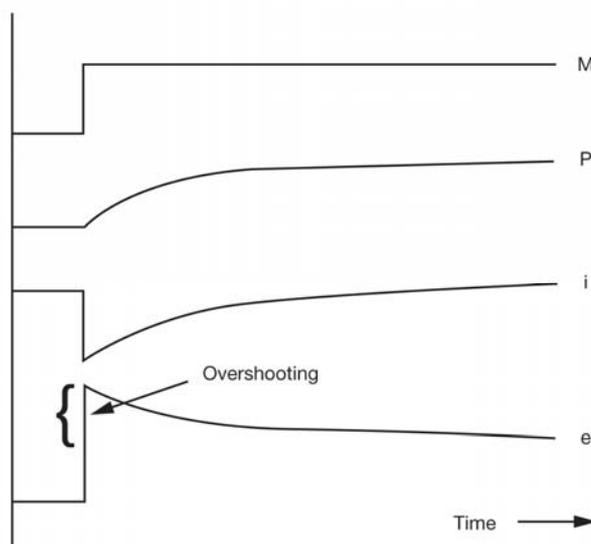
L'article de Rudi Dornbusch « Expectations and Exchange Rates Dynamics » paru en 1976 fournit une explication mécanique de la volatilité des taux de change. On sait que ces derniers dépendent de deux grands déterminants : la parité de pouvoir d'achat pour les échanges courants et les mouvements de capitaux fondés sur des écarts de rémunération réels ou anticipés du capital.

Le constat de Dornbusch est simplement que les mouvements de capitaux sont très rapides tandis qu'il faut plus de temps aux déterminants fondamentaux des taux de change pour s'adapter. De ce fait, face à un choc quelconque, on observera une surréaction ou un surajustement (*overshooting* en anglais) des taux de change. L'économie suit peut-être un chemin chaotique comme le pensent les théoriciens de la NEC, mais ce chemin ne correspond pas à une succession d'équilibres macroéconomiques. La surréaction des taux de change montre que ceux-ci ne correspondent pas à leur valeur fondamentale et connaissent des variations exagérées.

Le raisonnement à maîtriser : le modèle de Dornbusch

Supposons une hausse exogène de la masse monétaire (M , dans le schéma) dans un pays, toutes choses égales par ailleurs. Théoriquement, celle-ci devrait à terme se traduire par de l'inflation (P) et une diminution du taux de change national (e dans le schéma, coté à l'incertain : une détérioration du taux de change augmente la quantité de monnaie nationale nécessaire pour acheter une unité d'une autre monnaie) conformément à la théorie de la parité des pouvoirs d'achat. Mais cet accroissement monétaire induit une baisse immédiate du taux d'intérêt (i) qui entraîne une anticipation à la baisse du taux de change. Dans un premier temps, le taux de change diminue au-delà de sa valeur fondamentale. Il y a surajustement (*overshooting*) du taux de change.

Figure IX.1.2 Le surajustement des taux de change



La spéculation déstabilisante

Au chapitre 12 de sa *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (1936) sur « l'état de la prévision à long terme », Keynes a fourni une critique en règle de la spéculation boursière, laquelle reste d'actualité pour les marchés financiers, monétaires et de change.

Il montre que les spéculateurs qui interviennent sur ces marchés n'aboutissent pas à un prix qui reflète la valeur réelle des actifs. Pour prévoir la valeur future d'une action, ils sont souvent dans l'incertitude la plus totale. Ils savent de plus que la valeur de cette action dépend moins des performances de l'entreprise que de l'ensemble des anticipations des spéculateurs (dont eux-mêmes !). La valeur d'une action dépend d'une *convention*, « fruit de la psychologie collective d'un grand nombre d'individus ignorants »¹ de la valeur réelle de l'action. De ce fait, pour fonder leurs anticipations, les spéculateurs sont amenés premièrement à faire « l'hypothèse que l'état actuel des affaires continuera indéfiniment ». Deuxièmement, il leur faut tenter de deviner non pas la qualité de l'entreprise ayant émis l'action, mais la « psychologie collective » des autres spéculateurs qui font de même dans un jeu de miroirs totalement irréaliste. Et enfin, les spéculateurs ont intérêt à suivre la tendance quelle qu'elle soit, puisque c'est celle-ci qui détermine la valeur de l'action : il vaut mieux avoir tort avec les autres que raison contre eux ! Chacun est donc poussé à adopter un comportement moutonnier, ce qui ne peut que favoriser les « bulles spéculatives » et détacher encore plus la valeur de l'action de ses « fondamentaux ». Évidemment, il ne faut pas être le dernier à posséder l'action lorsque la tendance se retourne. La spéculation est comme un jeu de chaises musicales absurde, selon Keynes. Lorsque enfin les anticipations se retournent, chacun cherche à se débarrasser de ce qu'il convoitait jusque-là : on observe un krach, une crise systémique.

Ce que dit Keynes du marché des actions est parfaitement transposable à l'ensemble des marchés financiers et au marché des changes (voir l'encadré ci-dessus, « Le concept-clé à connaître : le risque de système ou comment un sous-marin devient zeppelin », sur le risque de système). Si l'on suit Keynes, loin d'être équilibrante, la spéculation serait totalement anarchique et forcément déstabilisatrice. Elle contribuerait à l'émergence et à l'expansion de bulles spéculatives. Elle serait responsable de leur éclatement. Elle favoriserait la contagion et augmenterait le risque de système.

Nicholas Kaldor, théoricien de la spéculation équilibrante, est néanmoins d'accord avec Keynes. Il considère d'ailleurs que la spéculation peut être équilibrante s'il existe un « prix naturel » accessible aux spéculateurs. Mais elle devient déséquilibrante si elle est la forme dominante d'échange sur le marché.

Plus récemment, les travaux de la nouvelle économie keynésienne (la NEK) sur les asymétries d'informations ont repris l'analyse de Keynes. À partir de l'article fondateur de George Akerlof (1970), ces travaux montrent qu'en cas d'information asymétrique l'équilibre du marché peut être sous-optimal et même impossible. Appliqué aux marchés financiers et des changes (notamment par Joseph Stiglitz), cela expliquerait le comportement des agents financiers, prêtant facilement en phase de confiance mais restreignant brutalement les crédits en cas de retournement. Comme pour Keynes, les professionnels de la finance auraient une action déstabilisante et non pas équilibrante.

Pour aller plus loin : quand les économistes ne comprennent plus les outils financiers...

« Charles Bean, économiste en chef de la Banque d'Angleterre, a révélé qu'il ne comprenait plus rien aux marchés financiers. Il se dit dépassé par ces fantastiques produits, inconnus ou presque il y a quelques années, dotés de noms barbares – ABS, RMBS, CMBS ou CDO –, qui font trembler l'establishment britannique des affaires depuis la défaillance de la banque de crédit hypothécaire Northern Rock.

Retranchée derrière ses murs sans fenêtres à l'angle de Threadneedle Street, la Banque d'Angleterre reconnaît son ignorance de ce qui se passe dans les salles de marché avoisinantes. Elle fait état de son impuissance face aux agissements des jeunes créatifs, as des mathématiques et de la physique, qui gagnent des fortunes en concoctant des produits financiers à hauts risques et à hauts rendements. À l'instar de la revente de crédits immobiliers *subprimes* à des compagnies d'assurances ou à des *hedge funds*. [...] À écouter l'économiste John Kay, personne n'est en mesure de connaître le montant exact des prêts à risques qui tournent actuellement autour de la terre. »

Source : Marc Roche, *Le Monde*, 4 octobre 2007.

¹ Les citations en italiques sont tirées de la *Théorie générale*.

Résumé

▪ Après l'abandon de l'étalon-or au début de la Première Guerre mondiale, les pays occidentaux tentèrent de mettre en place un système monétaire international fondé sur un double étalon : le *Gold Exchange Standard*. Fondé sur ce principe, le système de Bretton Woods fonctionna de 1944 à 1971, mais reposait sur une contradiction interne qui entraîna sa chute : il favorisait la sortie de dollars qui affaiblissait celui-ci. Depuis les années 1970, ce système a disparu mais n'a pas été simplement remplacé par des changes flottants. De vastes zones de changes fixes (zone dollar, zone euro...) flottent les unes par rapport aux autres.

▪ La volatilité des changes s'est donc accrue globalement du fait de l'explosion des mouvements de capitaux liés à la mondialisation financière. Il y a débat pour savoir si cette volatilité illustre les dangers d'une économie mondiale dominée par la finance (spéculation, risque de système) ou si elle ne remet pas en cause l'efficacité d'ensemble de l'économie de marché.

Des chiffres et des dates

- 35 \$ l'once d'or : parité dollar-or dans le cadre du système de Bretton Woods.
- 70 % : part du stock d'or mondial détenu par les États-Unis après la guerre ; 25 % en 2004.
- 3 200 milliards de dollars : volume quotidien des échanges sur le marché des changes en 2005 selon la Banque des règlements internationaux.
- 1821 : adoption par la Grande-Bretagne de l'étalon-or.
- 1914 : fin de l'étalon-or.
- 1922 : conférence de Gênes mettant en place un étalon de change-or (*Gold Exchange Standard*).
- 1944 : conférence de Bretton Woods créant un *Gold Exchange Standard* fondé sur le dollar ; création du FMI.
- 1971 : inconvertibilité du dollar.
- 1976 : conférence de Kingston, qui officialise l'abandon des changes fixes.
- 1982 : crise de la dette du Mexique.
- 1985 : accords du Plaza visant à stopper la hausse du dollar.
- 1997 : crise financière en Asie du Sud-Est.
- 1999 : introduction de l'euro.
- 2000 : crise financière en Argentine.
- 2007 : crise financière dans l'immobilier aux États-Unis.

Biographies

- Aglietta, Michel (né en 1938). Économiste français. Un des fondateurs du courant régulationniste ; il est spécialiste des questions monétaires et financières internationales.
- Friedman, Milton (1912-2006). Économiste américain, prix Nobel en 1976. Milton Friedman est un économiste libéral, tenant de l'orthodoxie monétaire. Il fut le chef de file du courant monétariste.
- Keynes, John (1883-1946). Économiste britannique. Le fondateur de la macroéconomie moderne et l'inspirateur des politiques interventionnistes visant à atteindre le plein-emploi.
- Ricardo, David (1772-1823). Économiste anglais du XIX^e siècle. Un des principaux auteurs classiques, il a travaillé sur la question de la valeur et de la répartition. Dans le domaine international, il est le père de la loi des avantages comparatifs et était favorable au *currency principle* dans le domaine monétaire.
- Stiglitz, Joseph (né en 1943). Économiste américain, prix Nobel en 2001 pour ses travaux sur les conséquences des asymétries d'informations sur les marchés financiers. Il est devenu célèbre pour sa critique du consensus de Washington au FMI et à la Banque mondiale.
- Tobin, James (1918-2002). Économiste américain, prix Nobel en 1981. James Tobin était un spécialiste des marchés financiers. Il travailla notamment sur la théorie des portefeuilles et les liens entre valeur boursière et économique d'une entreprise (le *q* de Tobin). Il est également à l'origine de l'idée d'une taxe sur les transactions financières, la taxe Tobin.
- Triffin, Robert (1911-1993). Économiste belge, il est connu pour sa critique du système de Bretton Woods, fondé sur un paradoxe auquel il a donné son nom.

Bibliographie

- Aglietta, Michel. *Macroéconomie financière* (deux tomes), La Découverte, coll. « Repères », 2005. Un petit classique sur les relations entre économie et finance. Le tome II sur les crises financières et la régulation monétaire est particulièrement conseillé ici.
- Lelart, Michel. *Le Système monétaire international*, La Découverte, coll. « Repères », 2007. Une synthèse très bien faite sur le système monétaire international, tant d'un point de vue historique que des problématiques contemporaines.
- Lepidi, Jules. *L'Or*, PUF, coll. « Que sais-je ? », 2002. Un petit ouvrage très clair sur le rôle de l'or dans l'histoire, notamment comme monnaie.

Pour aller plus loin

- Boyer, Robert, Dehove, Mario et Plihon, Dominique. « Les crises financières », *Rapport du CAE*, n° 50, La Documentation française, 2004. Disponible en ligne sur le site du Conseil d'analyse économique, www.cae.gouv.fr, ce rapport (comme les autres rapports du CAE) constitue un bon *survey* de la littérature économique sur le sujet et offre des propositions pour sécuriser une finance globalisée.
- Mishkin, Frédéric, Bordes, Christian, Hautcœur, Pierre-Cyrille et Lacoue-Labarthe, Dominique. *Monnaie, banque et marchés financiers*, Pearson Education, 2007. Un manuel très complet sur les questions monétaires au sens large. La cinquième partie intitulée « La finance internationale et la politique monétaire » est notamment conseillée ici.

Vos sujets de dissertation en mai prochain

- **Sujet n° 1** : La globalisation financière est-elle facteur d'une plus grande efficacité ou d'une plus forte instabilité économique mondiale ?
- **Sujet n° 2** : La place particulière du dollar dans le système monétaire international après 1944 a-t-elle favorisé et favorise-t-elle encore la croissance de l'économie mondiale ? (ESCP-EM Lyon-EDHEC 1998)
- **Sujet n° 3** : L'internationalisation des économies et son incidence sur la croissance et les fluctuations économiques depuis la fin du XIX^e siècle. (HEC 1997) *Ce sujet déborde ce seul chapitre 9 et doit être complété par l'étude des chapitres 4 et 8.*