

Séminaire MOFIIDEV

« Le système monétaire international après la crise »

Grenoble MSH-Alpes, 8 avril 2011

LA DEVISE CLÉ AUJOURD'HUI. L'IMPOSSIBLE TRINITÉ

Pierre BERTHAUD*

Université Pierre Mendès-France (UPMF), UFR ESE

Centre de Recherche en Économie de Grenoble (CREG - EA)

BP 47 - 38040 Grenoble CEDEX 9 - France 1221 rue des Résidences -

38400 Saint Martin d'Hères

Tél.: + 33 (0)4 76 82 57 36 - Télécopie : + 33 (0)4 56 52 59 95

pierre.berthaud@upmf-grenoble.fr

VERSION PROVISOIRE

Ce texte adopte un angle de vue particulier sur la crise en cours : celui du change et de la devise-clé. Les crises des années 1980 et 1990 nous avaient habitué à la concomitance des turbulences financières et monétaires. Le krach de l'automne 1987 s'était produit sur un fond de tensions sur les changes entre les grandes devises qui avaient conduit les pays du G7 à abandonner la gestion certes souple mais coordonnée des parités menée dans le cadre des accords du Plaza (septembre 1985) puis du Louvre (février 1987). La crise asiatique de 1997 s'est aussi accompagnée de grandes variations sur les marchés des changes (fluctuation du cours du bath thaïlandais, remise en cause des mécanismes d'ancrage de plusieurs autres devises) poussant à des interventions massives des autorités monétaires et des gouvernements.

La crise actuelle contraste avec les précédentes par le relatif calme qui règne jusqu'à ce jour sur le compartiment monétaire. Un calme certes tout relatif. On y observe des variations significatives des parités entre les principales devises du système monétaire international : le dollar américain et l'euro en particulier (voir plus bas). On n'oublie pas non plus la crise de change qui affecte la livre islandaise depuis la fin de l'été 2008 ni les tensions qui se profilent début 2009 sur la Grèce (membre de l'euro) et le Danemark (hors zone euro). Mais ces épisodes locaux et les tensions globales n'ont pas dégénéré jusqu'ici en une crise systémique sur les marchés des changes. On est tenté d'en déduire que les

* Les parties I à III de ce texte sont une version remaniée **début 2009** d'une communication faite à la conférence « crise financière » organisée par l'UFR Économie, Stratégies, Entreprise et l'école doctorale d'économie de l'UPMF de Grenoble II le 23 octobre 2008. La partie IV est une extension envisagée en avril 2011 pour le séminaire MOFIIDEV. Je m'excuse par avance auprès du rapporteur et de mes collègues des possibles incohérences qui pourraient en résulter.

gouvernements du G20 sont bien avisés de ne pas avoir incorporé de volet monétaire à la conférence financière mondiale de Washington le 15 novembre 2008.

Notre propos prend le contre-pied de cette conclusion en soutenant que l'absence de crise aiguë sur les changes n'est en rien assimilable à une absence de problème et que la question monétaire internationale ne tardera pas à s'imposer à la table des négociations si rien n'est fait auparavant pour l'y installer sereinement. Les déséquilibres monétaires majeurs qui se sont accumulés depuis de nombreuses années ont en effet permis - sinon causé - le développement de la « grosseur » qui a conduit à la crise actuelle. L'angle d'attaque monétaire nous plonge donc aux racines du mal quand bien même les symptômes les plus spectaculaires se limitent encore aujourd'hui à la finance et à l'économie dite « réelle ». Il nous permet aussi de jauger la portée des réponses qui sont apportées à la crise et qui pourraient l'être une fois passée la phase de traitement des symptômes par les nécessaires plans d'urgence.

On revient en premier lieu sur l'énigme qui demeure et qui s'amplifie dans le contexte actuel au sujet des variations de changes entre les grandes devises (I). L'analyse s'élève ensuite par crans successifs sur terrain de la macroéconomie internationale jusqu'à introduire le triangle d'incompatibilités auquel renvoie la question du change (II et III). On décèle à ce stade une tension majeure entre les besoins du monde en devise clé (le dollar seul jusqu'à ce jour) et la stabilité macro-économique de l'économie américaine. Nous serons alors mieux armés pour envisager quelques aspects de l'économie politique internationale de la devise-clé (IV) avant de conclure sur ce que les États pourraient et devraient entreprendre sur le terrain monétaire afin de pouvoir encore traiter le problème « à froid ».

I. Pas de crise de changes. Mais une énigme qui demeure

La crise financière s'est emballée aux États-Unis puis dans le reste du monde à la fin de l'été 2008. Les principaux organismes de prévision dans le monde confirment au cours de l'automne qu'elle sera suivie en 2009 d'un très net ralentissement de l'économie dite « réelle » aux États-Unis, en Europe et probablement même dans la plupart des pays du monde. Tout semble converger vers la perspective d'une crise d'une ampleur exceptionnelle - sans équivalent depuis la grande dépression des années 1930. Le change, lui, semble rester à l'écart des turbulences et de la frénésie des études auxquelles ces turbulences donnent lieu. Cette exception n'est peut être que temporaire et le parallèle avec les années 1930 est là pour nous rappeler que les crises de changes et la « guerre des monnaies » à laquelle elles ont conduit n'étaient survenues que plusieurs mois après la crise financière et la récession : en fait pas avant l'année 1931¹. Nonobstant, il n'est pas possible à l'heure actuelle d'évoquer un contexte de crise de change mis à part

¹ On pourrait cependant inverser la chronologie en rappelant que le « grand plongeon » de 1929-1931 avait été précédé d'une décennie extrêmement agitée sur le plan monétaire international. L'hyperinflation allemande de 1923 est un cas extrême est très particulier (lié aux coûts « exorbitants » des réparations selon la formule de Keynes). Le « calvaire » de la livre sterling (devise clé du SMI à l'époque) pour tenter de retrouver sa parité or d'avant guerre en conformité avec les engagements de la conférence monétaire de Gène de 1922 aura lui constitué la toile de fond d'une décennie ténébreuse dont les spécialistes considèrent qu'elle est une part du drame qui conduira à la grande dépression. Il reste que pour être inversée la chronologie doit aussi être sérieusement élargie.

quelques cas très localisés comme celui de la « fonte » de la devise islandaise à la suite de l'annonce de la situation de quasi-faillite de ce pays au début de l'automne 2008.

On aurait pourtant tort de considérer que l'absence de crise ouverte sur les marchés des devises correspondrait à une situation d'équilibre. C'est le contraire qui est vrai. Le fait que les crises financière et « réelle » (ou économique pour reprendre la terminologie en vogue) ne s'accompagnent pas d'une crise aiguë sur les changes est une surprise et pour tout dire une véritable énigme au regard des déséquilibres géants sur lesquels ces marchés se sont développés au cours des dernières années². Nous reviendrons bientôt sur les déséquilibres de fond. L'énigme elle se résume pour l'essentiel à l'évolution du cours du dollar américain par rapport à quelques autres grandes devises, en particulier l'euro et le yuan chinois. Nul ne conteste que les États-Unis soient le pays foyer de la crise financière et, à ce jour, celui où elle est la plus prononcée. En principe, cette situation devrait se traduire sur le change par un mouvement de dépréciation du dollar du fait notamment des comportements de fuite vers la qualité (ou d'aversion au risque) des opérateurs. Il n'en est rien. Le dollar s'est apprécié vis-à-vis de l'euro au cours des derniers mois, et nettement après juin 2008 (graphe). Le mouvement n'est certes pas comparable vis-à-vis du yuan chinois³, mais ces derniers mois ont vu la dépréciation graduelle du dollar s'interrompre⁴.

² Pour Brad Setser; « *It is now rather common to argue that those economists who anticipated the crisis anticipated the wrong crisis - a dollar crisis, not a banking crisis* » (<http://blogs.cfr.org/setser/category/2009-slump/>). Voir notamment les contributions sur le risque de crise du dollar dans *Brookings Papers on Economic Activity* (n°1 2005) et l'article sur le même sujet de P. Krugman (2006).

³ Une partie de la différence entre l'évolution du cours en dollar de l'euro et du yuan s'explique par le fait que la Chine poursuit une politique d'ancrage monétaire à l'égard d'un panier de devises (dont le dollar) et qu'elle s'efforce ainsi de limiter les variations de la devise nationale par rapport au dollar. Il n'y a rien d'équivalent dans le cadre de la zone euro : ni la Banque centrale européenne (BCE) dont ce n'est pas le mandat, ni l'Eurogroupe n'ont de politique de cible monétaire.

⁴ Cf. le site suivant pour accéder en temps réel à l'évolution des parités entre la plupart des devises : <http://fxtop.com/fr/historates.php3?C1=USD&C2=EUR&MA=1&DD1=20&MM1=05&YYYY1=2008&B=1&P=&I=1&DD2=13&MM2=10&YYYY2=2008&btnOK=Chercher>



Divers facteurs peuvent expliquer cette relative et étonnante solidité du dollar, en particulier l'effet des appels de capitaux opérés par les institutions financières américaines pour faire face à l'urgence sur le marché intérieur (processus de rapatriement des capitaux détenus à l'étranger qui a pour premier effet de nourrir la demande de dollars). Il n'empêche. Pour tout autre pays, le mouvement aurait certainement été inverse dans une conjoncture de ce genre. Le cours des devises, à commencer par celui de la devise-clé du système, continue dans ce contexte de crise à défier le « bon sens économique ». « *The worse the US does, the better the dollar does* » (Brad Setser⁵).

Cette première énigme renvoie à une autre sur le peu d'intérêt que les économistes accordent actuellement aux liens entre le déséquilibre des changes et les crises financière et économique en cours. On lit ainsi sur le blog de Brad Setser du 1^{er} décembre 2008 : « *Last week, I attended a conference on international financial reform. These kinds of conferences don't really produce consensus; there is no need to agree on anything. But there was a sense — at least I thought — among the speakers that the recent crisis was a financial crisis plain and simple, not a financial crisis linked to the Bretton Woods 2 system of managed exchange rates. That implied, among other things, that current efforts to reform the international financial system should focus on reforming financial regulation — not, say, reforming an international monetary system where the currencies of key surplus countries are pegged to the currency of the big deficit country* ».

⁵ Nous renvoyons le lecteur au très riche blog de Brad Setser du *Council on Foreign Relations* : <http://blogs.cfr.org/setser/>.

II. Le drame de l'étalon dollar

Sans entrer dans le détail d'une macroéconomie internationale extraordinairement complexe, on peut toutefois retenir quelques unes des grandes lignes du drame monétaire qui s'est noué dès les accords de Bretton Woods en 1944 et qui n'a cessé depuis lors de s'amplifier autour du statut du dollar. La conférence de Bretton Woods a porté le dollar au rang de devise-clé unique du système monétaire international (SMI). Ce faisant, elle a mis en place un régime dans lequel l'économie américaine fait face sur le plan macroéconomique (en particulier sur le plan comptable des balances des paiements) à tous les autres pays. De sorte qu'au niveau analytique, un modèle à deux économies (États-Unis, Reste du monde) constitue une simplification acceptable pour accéder au cœur de la macroéconomie internationale des 60 dernières années. Dans ce contexte, le statut singulier du dollar (exorbitant diront certains) correspond à une asymétrie institutionnelle (ou réglementaire) qui lui confère le rôle de devise-clé à l'égard de laquelle l'ensemble des autres devises ont à se positionner. L'équivalent réel de cette asymétrie monétaire est que l'économie américaine est (la seule à être) libérée de toute contrainte d'ajustement macroéconomique. Les besoins en liquidité internationale du monde la place même en situation de ne surtout pas surveiller l'équilibre de ces comptes extérieurs (on a parfois parlé de pays « emprunteur en dernier ressort »). Il en découle comme chacun le sait depuis les travaux de Robert Triffin⁶ à la fin des années 1950, une tendance récurrente (perceptible dès les premiers mois de fonctionnement effectif du régime de Bretton Woods en 1958) aux déficits américains – donc également à l'endettement des États-Unis et à la dépréciation du dollar. C'est ce que Jacques Rueff appelait à la même époque que Triffin le « Scandale Monétaire International » fondé sur le « secret des déficits sans pleurs » de l'économie américaine.

Les profonds aménagements des accords de Bretton Woods au début des années 1970⁷ n'ont pourtant fait que donner un degré de liberté supplémentaire au dollar et à l'économie américaine en déliant ce pays de tout espèce d'engagement sur la couverture en or des « balances dollars » (donc de ses dettes). Les États-Unis et le monde en ont pleinement tiré les avantages en favorisant l'essor sans aucune contrainte institutionnelle de l'économie d'endettement dont l'acte ultime (à ce jour) est la crise de la dette des ménages et de l'État fédéral américains – donc du pays du cœur. En somme, l'originalité de la crise financière actuelle par rapport aux nombreuses autres qui l'ont précédée depuis la spectaculaire crise mexicaine de 1982 tient au fait qu'elle affecte cette fois le cœur et dans une proportion sans commune mesure avec celles qui l'avait précédée (crise des caisses d'épargne, crise de la bulle internet...).

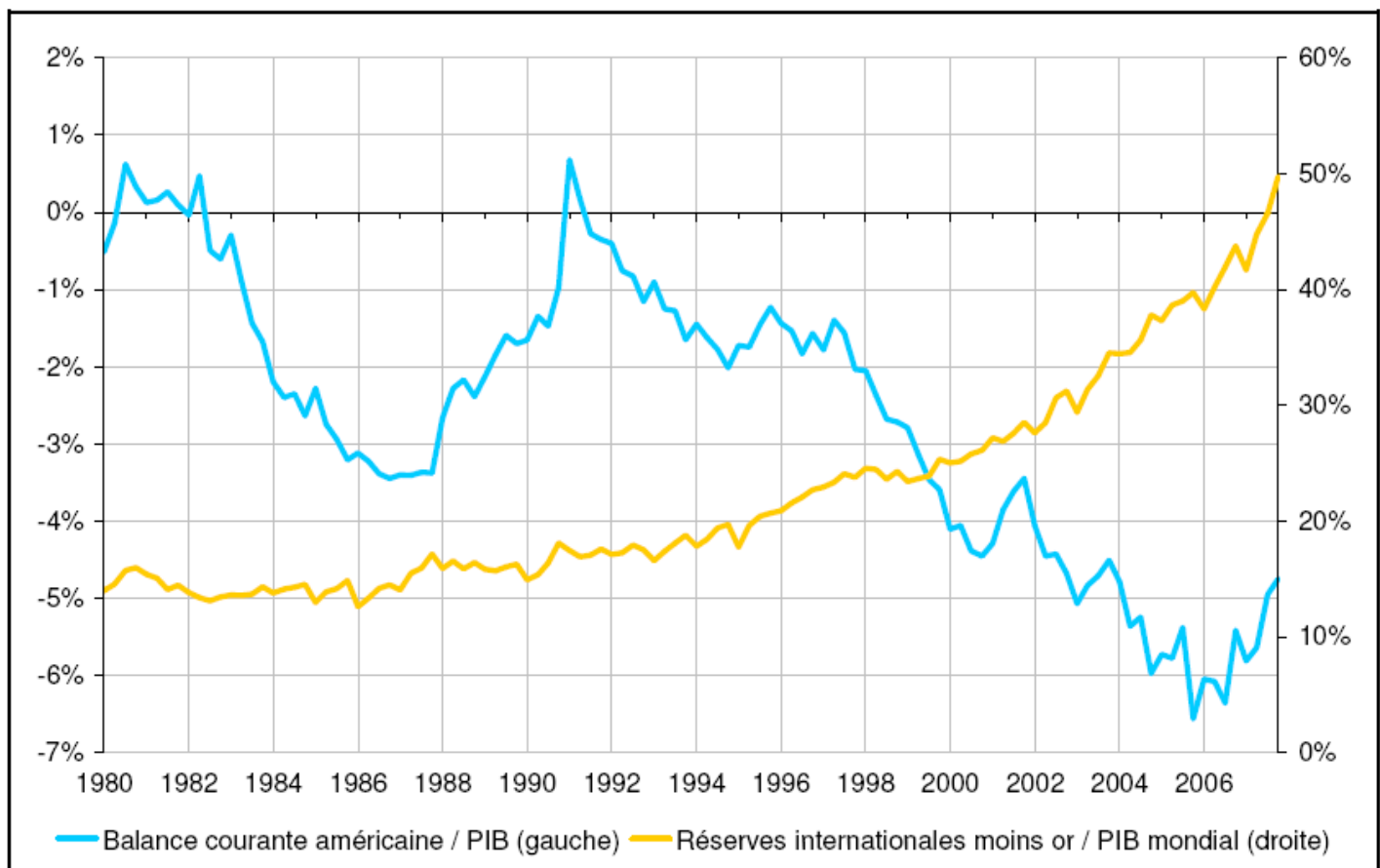
⁶ Cf. le « paradoxe de Triffin » qui énonce que dans le cadre des accords de Bretton Woods la devise-clé est condamnée à se déprécier (y compris en termes de confiance) sauf à renoncer à satisfaire aux besoins de l'économie mondiale en liquidité internationale.

⁷ La suspension en 1971 puis l'abandon entre 1973 et 1978 (second amendement du Fonds monétaire international) du référentiel métallique (l'or en l'occurrence) ; parallèlement l'abandon du régime des parités fixes mais ajustables au profit du régime des changes flexibles. Pour certains, ces réformes marquent une rupture et la fin pure et simple de Bretton Woods, la fin d'un régime de change et parfois même la fin de tout système de change (la thèse du « non système monétaire international »). D'autres comme Dooley, Folkerts-Landau et Garber (2003) ou Brad Setser y voient la transition vers un Bretton Woods II en insistant sur le fait que le dollar reste la devise étalon du système mais que les autres pays se tournent alors vers de politiques unilatérales (la Chine et de nombreux autres pays en développement) ou régionales (une partie des pays européens) de stabilisation du change

On peut résumer d'une autre façon la séquence analytique et réelle qui s'est déroulée dans le contexte de « Bretton Woods I » (avant les années 1970) et de « Bretton Woods II » (depuis les années 1970).

1. L'étalon-dollar soutient le déficit courant des États-Unis, donc ses contreparties étrangères : les excédents courants des « pétromonarchies » (depuis les années 1970) ceux du Japon et de quelques autres pays asiatiques (Corée du sud, Taïwan...) ainsi que celui de l'Allemagne et de quelques pays européens (depuis les années 1980) et finalement celui de la Chine (depuis les années 1990). Sans l'étalon-dollar, l'économie américaine n'aurait pas pu échapper à la contrainte d'ajustement – lequel ajustement (politique de retour à l'équilibre) se serait soldé par un ajustement de signe inverse des balances des autres pays et par un durcissement à due proportion des conditions d'accès à la liquidité internationale. C'est tout le contraire qui s'est produit. Le graphe suivant montre qu'il y a depuis le début des années 1990 une très nette corrélation entre la dégradation du solde courant américain et l'essor de la liquidité internationale. Cette corrélation se renforce encore au cours des années 2000.
2. Qui dit déséquilibres courants récurrents et cumulatifs dit aussi endettement de l'économie américaine à l'égard du reste du monde. Et effectivement, les États-Unis sont devenus débiteurs net à partir du début des années 1980 (redevenus si l'on se souvient qu'ils l'avaient été jusque avant la guerre de 1914). L'endettement net des États-Unis n'a cessé depuis de progresser, confortant l'image d'un pays « emprunteur en dernier ressort » qui assure ainsi une fourniture en liquidité et un niveau d'activité dans le monde bien supérieurs à ce qu'ils auraient été si les États-Unis avaient été contraints de s'ajuster.
3. La libéralisation financière amorcée aux États-Unis dès 1974 pour faire face à cette situation (autrement dit pour favoriser l'appel à une épargne mondiale qui pouvait être tentée de fuir le dollar et les titres libellés dans cette devise « faible ») joue alors un rôle clé puisqu'elle favorise le développement de l'industrie financière dont le métier est de « liquidifier » les dettes (les multipliant par ailleurs) à travers les mécanismes de titrisation.

Liquidité mondiale et déficit courant américain



Source : BEA, FMI

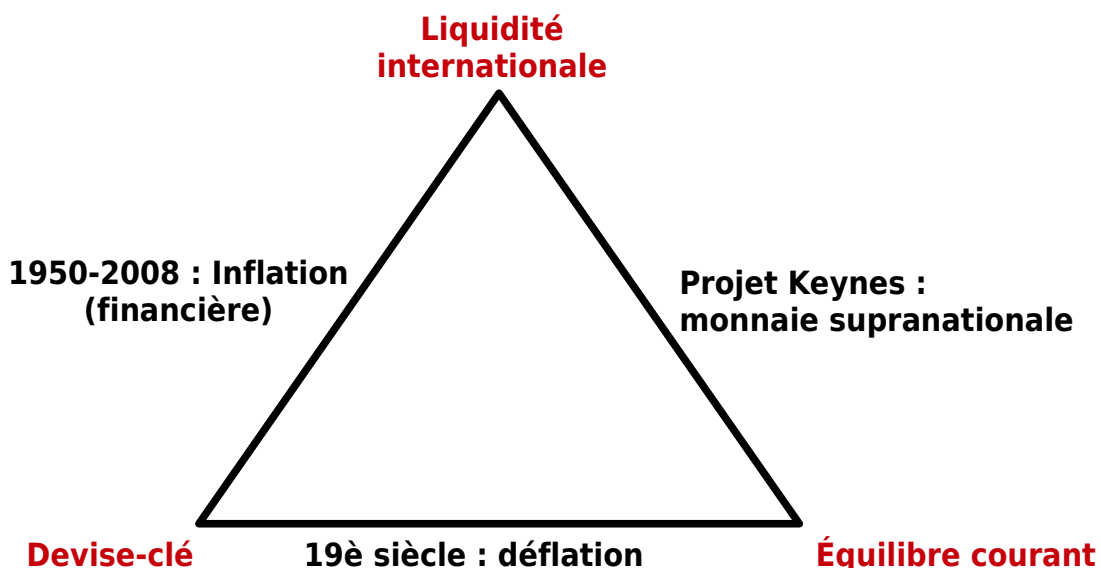
En somme, bien qu'ancré à des « fondamentaux » extraordinairement déséquilibrés, le dollar reste à l'abri des turbulences de marché tant que les opérateurs continuent de parier/anticiper sur le maintien de son statut de devise-clé. On comprend mieux pourquoi la « question monétaire internationale » est soigneusement éludée dans les conférences internationales au moins depuis la fin des années 1980⁸. Non pas parce que le change serait exempt de risques de crises. Mais parce que ce pourrait être le signal donné à la fuite (comme sur les « balances sterling » à la suite des accords de Bretton Woods). Cette question monétaire est pourtant inévitable à plus ou moins brève échéance.

⁸ Le lancement par le G7 du projet de Nouvelle Architecture Financière Internationale (NAFI) suite aux déclarations du Secrétaire américain au Trésor (Robert Rubin) en 1995 écartait déjà le volet monétaire. Au fond, la dimension multilatérale de la coopération monétaire s'est interrompue il y a déjà plus de vingt ans avec la dénonciation des accords du Louvre.

III. Un triangle d'incompatibilités

Élevons encore l'analyse d'un cran pour donner un sens plus visible à la petite histoire du drame du dollar que nous venons de conter. Elle nous permettra au passage de tordre le coup à l'idée que les déséquilibres géants que nous connaissons aujourd'hui seraient de la seule responsabilité (et du seul intérêt) des États-Unis. C'est une dérive à responsabilité partagée que nous visons à mettre en lumière. Elle n'est pas imputable à un pays mais à un système tout entier. Et elle prend corps dans un triangle d'incompatibilités auquel aucun système monétaire international n'est parvenu à échapper à ce jour (figure).

Les pôles de ce triangle sont donnés par les trois catégories de besoins auxquels l'économie mondiale est en permanence confrontée.



1. Le besoin de financement de la croissance et du développement qui se traduit pour son volet international par un besoin de liquidités internationales suffisamment abondantes et crédibles. Le commerce mondial et, plus largement, les transactions internationales (commerce, investissements productifs et financiers, flux de revenus...) n'auraient pu se développer à leur rythme depuis l'après-guerre sans un accès aisé à la liquidité.
2. Le besoin d'une devise-clé qui relève à la base d'une contrainte comptable identifiée par Walras (pour n monnaies, il n'y a que $n-1$ taux de change indépendants⁹) mais qui prend nécessairement la forme concrète de « l'élection » d'une devise étalon (par définition dégagée de la contrainte de change).

⁹ Entre le dollar et l'euro (deux devises) il n'y a qu'un taux de change possible dans une économie de libre convertibilité...

3. Le besoin du respect des grands équilibres des balances des paiements ou du moins celui d'éviter les divergences trop prononcées et durables afin de parer aux risques d'une dérive incontrôlable.

L'idée portée par ce triangle est qu'il est impossible de satisfaire simultanément ces trois catégories de besoins – que le monde doit en sacrifier totalement ou partiellement une s'il entend satisfaire aux deux autres¹⁰. Le triangle nous indique par conséquent qu'il y a trois configurations possibles.

Depuis l'avènement du capitalisme moderne (consécutif aux guerres napoléoniennes et à l'avènement de la Grande-Bretagne comme *leader* industriel) le monde a fréquenté deux des axes de ce triangle. Ils correspondent successivement au régime de l'étalon sterling et au régime de l'étalon dollar, la phase intermédiaire (en gros l'entre-deux-guerres) se caractérisant par la dislocation du premier (Aglietta : 1986). L'encadré suivant décrit quelques unes des caractéristiques institutionnelles et formelles de ces deux régimes sans toutefois pouvoir mettre en évidence les différences fondamentales entre ces deux phases du capitalisme moderne : capitalisme non interventionniste, sans État-providence ni fonction régulatrice de l'État avant 1945 (Kébabdjian : 1999).

¹⁰ Les spécialistes y reconnaîtront un dérivé du triangle des incompatibilités de Mundell. Un dérivé lointain cependant car le triangle de Mundell traite d'autres incompatibilités (entre le régime de change, le degré de liberté des mouvements de capitaux et le degré d'autonomie de la politique monétaire) et pour un pays donné. Notre triangle se rapproche en réalité plus de celui Rodrik (2000) où le « trilemme » identifié concerne aussi le monde (et pas chacun des pays) mais en combinant d'autres variables encore (relatives à l'ouverture-intégration, à la souveraineté des politiques et à la profondeur de l'espace politique).

Encadré. L'étalon sterling et l'étalon dollar : éléments de comparaison

		Étalon sterling	Étalon dollar
<i>Grands traits</i>			
1.	Période d'apogée	fin du XIXe siècle	Années 1960
2.	Nature	Régime informel (pas de Conférence fondatrice, pas d'accord multilatéral formel)	Régime institutionnalisé (Conférence multilatérale de Bretton Woods : 1944)
3.	Devise/pays clé	Livre sterling / Grande-Bretagne	Dollar américain / États-Unis
<i>Principes et règles</i>			
4.	Principe monétaire	Convertibilité or des devises (à partir des années 1870)	Convertibilité or du dollar (« dollar as good as gold »)
5.	Règle monétaire	parités fixes	Parités fixes mais ajustables (surveillance par le FMI)
6.	Règle financière	Liberté des mouvements de capitaux	Contrôle des mouvements de capitaux (jusqu'aux années 1970)
7.	Règle d'ajustement	Politiques nationales non souveraines et non actives (contrainte d'équilibre des balances courantes pour tous les pays)	Politiques nationales partiellement souveraines et actives (sous contrainte de correction des déficits courants) sauf pour le pays clé (politique complètement souveraine)
<i>Propriétés formelles</i>			
8.	Adaptabilité/flexibilité des règles	Régime rigide	Régime souple et évolutif (Bretton Woods II à partir des années 1970)
9.	Tendance des prix	Régime déflationniste	Régime inflationniste
10.	Tendance des soldes extérieurs	Équilibre des balances (y compris britannique)	Déficit américain
11.	Activité/cycle	Croissance faible et très cyclique	Croissance forte et régulière

Sous le régime de l'étalon sterling à la fin du XIX^e siècle et au début du XX^e siècle, la macroéconomie internationale encore naissante s'est positionnée près de la base du triangle, donc de l'axe qui va de la devise-clé à l'équilibre des comptes (balances des paiements). Le besoin d'une devise-clé est pleinement satisfait par l'étalon sterling. Celui de l'équilibre des comptes extérieurs ne l'est certes pas aussi parfaitement, mais le régime sterling se caractérise par une relative stabilité entre les grandes économies. En conséquence, c'est le besoin en liquidités internationales qui se voit le plus mal servi. Il en résulte un sentier de croissance qui n'excède guère 2% l'an pour le monde. L'économie mondiale est en permanence exposée aux tensions déflationnistes dues à la relative rareté en liquidités internationales (gage de la stabilité or de la livre sterling). Il est devenu fréquent aujourd'hui de qualifier cette période de « première mondialisation ». Il semble effectivement qu'elle partage de nombreux traits avec la mondialisation actuelle : ouverture commerciale, libéralisation financière, essor de réseaux de production transnationaux... (O'Rourke et Williamson : 2000, Adda : 2006, Berger : 2003). Certains auteurs considèrent même que la première mondialisation serait allée plus loin que l'actuelle sur le plan de la mobilité du travail (des puissantes vagues de migrations). On observera toutefois que ces deux mondialisations divergent sur le rythme de croissance, sur celui de la progression des prix et sur la disponibilité en liquidité internationale...

Le tableau est très différent sous le régime de l'étalon dollar (depuis les années 1950). La macroéconomie internationale se positionne alors à la proximité de l'axe de gauche en regardant la figure : une configuration durable (puisqu'elle est encore celle dans laquelle nous vivons) caractérisée également par l'existence d'une devise-clé : le dollar. Sur le reste, le cadre de la deuxième mondialisation se situe aux antipodes de la première : le monde renonce à assurer l'équilibre des comptes courants nationaux et, plus largement, des comptes des balances des paiements en contrepartie de quoi le besoin en liquidité internationale est largement satisfait par le biais du creusement du déficit américain qui contribue ainsi à entretenir le rythme élevé de la croissance mondiale (en moyenne plus de deux fois supérieure à la celle de la première mondialisation). L'abondance de liquidité (après une courte phase initiale de pénurie) aura à son tour contribué à former le régime inflationniste que la littérature a abondamment décrit dès les années 1960. L'inflation se sera manifestée dans un premier temps sur le terrain « réel » (la boucle prix-salaires) avant de se déplacer massivement sur le terrain financier à la suite de la libéralisation (depuis les années 1980)¹¹.

En somme, le changement de devise-clé aura correspondu à un changement de régime économique : un régime plus équilibré sur le plan macroéconomique mais peu dynamique dans la première mondialisation ; un régime aux caractéristiques inverses dans la seconde mondialisation. On se gardera de conclure que l'un serait plus satisfaisant que l'autre. On se contentera d'indiquer que bien qu'ils partagent le même socle de devise-clé unique, les crises auxquelles ils sont exposés ont peu de chance de se ressembler. L'histoire ne se répète jamais sans différences...

IV. Quelles issues ?

Le régime de l'étalon dollar semble aujourd'hui à bout de souffle. Le « roi dollar » est-il pour autant à l'agonie ? La crise en cours ne permet pas de l'affirmer. Mais le renouvellement ou le dépassement de ce régime en est un des enjeux. Ce texte n'avait pas d'autre ambition que de le rappeler.

Le triangle que nous avons construit s'efforce de donner un aperçu synthétique à cette problématique. Il ouvre aussi sur deux pistes de prolongement différentes mais complémentaires. Nous en esquissons les seules grandes lignes dans cette conclusion.

1. Le dépassement du système de l'étalon devise

La première piste s'inscrit dans le droit fil de ce qui précède. Elle consiste à compléter la lecture des possibilités ouvertes par notre triangle pour esquisser les termes de la problématique du « dépassement de l'étalon dollar » (et plus largement celui de l'étalon devise). C'est la troisième possibilité du triangle, celle qui fait inmanquablement penser à la proposition que Keynes avait défendue à Bretton Woods au nom de la délégation britannique (pour une référence récente à son sujet voir Sapir : 2008). Celle d'un régime qui renoncerait à la devise-clé au profit d'une monnaie supranationale (le *bancor* dans le plan Keynes). Une telle réforme permettrait par le fait à l'économie mondiale de satisfaire

¹¹ Sans oublier l'intermède des années 1970 où avant le plein lancement de la libéralisation financière, les poussées inflationnistes se réalisent en partie sur les marchés internationaux de matières premières (céréales, pétrole et autres ressources naturelles). On retrouve une poussée de ce genre en 2007 et au premier semestre 2008 (envolée des cours des hydrocarbures notamment) mais cette fois dans le cadre d'une finance totalement libéralisée.

plus pleinement aux autres catégories de besoins en positionnant le régime à proximité de l'axe de droite. Le monde pourrait ainsi concilier mieux ses besoins en liquidités et en financement (donc se placer sur un sentier haut de croissance) avec l'impératif de contenir les déséquilibres des comptes courants nationaux. La clé de ce véritable changement de régime se situe comme on le voit dans le transfert à un organisme supranational (ou à un réseau d'agences supranationales) du « pouvoir de battre monnaie » et du devoir de fixer sa règle d'émission de la monnaie supranationale sur i) l'anticipation des besoins de financement du monde et ii) la capacité à faire respecter par tous les pays membres – cette fois sans exception – des règles d'ajustement en cas de déviance durable de leurs comptes extérieurs¹². C'est assurément un sentier sur le fil du rasoir mais la réflexion sur les issues possibles au régime moribond de l'étalon dollar se doit de l'envisager.

2. L'économie politique internationale de la devise clé

L'échec de Keynes à convaincre ses homologues en 1944, notamment Harry D. White, le Chef de la délégation américaine, nous avertit que le dépassement de la devise-clé n'est pas qu'une affaire de rationalité économique. Il nous indique aussi que notre triangle (comme de nombreux autres) ignore ou, plus exactement, écarte la dimension politique de l'économie internationale.

Une façon minimale et simple d'engager la réflexion sur la voie de l'économie politique internationale de ce triangle consiste à y introduire la dimension politique sous la forme de l'*asymétrie de puissance* entre les pays – donc de la possible hétérogénéité de leurs préférences et de leur inégale capacité à infléchir les préférences et choix (« politiques ») des autres.

Pourquoi les grandes puissances (les seules à pouvoir revendiquer et assumer le statut de fournisseur de la devise-clé) semblent dans l'histoire tant rechigner à renoncer à leur pouvoir monétaire au profit d'un régime de monnaie supranationale. Pourquoi la Grande-Bretagne attend-elle que le déclin de sa puissance monétaire soit effectif pour avancer une proposition de ce genre par la voix de Keynes ? Pourquoi les États-Unis dont la puissance monétaire est alors devenue patente écartent-ils cette option ? Pourquoi ce même pays semble-t-il aujourd'hui à son tour tellement réticent à introduire ce volet de la question monétaire internationale dans l'agenda des négociations ?...

Les travaux sur ce sujet sont parmi ceux qui ont fondé l'économie politique internationale comme discipline à part entière (Charles Kindleberger, Benjamin Cohen entre autres¹³). L'une des conclusions fortes auxquelles ces recherches ont abouti sur le sujet est que, contrairement à un raisonnement trivial, l'intérêt « bien compris » des grandes puissances sur la fonction de pays clé est loin de pouvoir tout expliquer. Autrement dit, la balance des avantages ou gains de la détention de la devise-clé (le seigneurage¹⁴ et le privilège d'emprunt en particulier) et des coûts ou inconvénients (excès d'offre, risque de change...) ne suffit pas pour rendre compte des préférences des États en la matière.

Dans le prolongement, un pas supplémentaire sur le terrain de l'économie politique internationale de la devise clé serait de s'interroger suivant Stein (1983) sur la nature du jeu en question : dilemme des intérêts communs (s'apparentant à un dilemme du

¹² Règles qui supposeraient un mécanisme d'ajustement impliquant autant les pays excédentaires que les pays déficitaires (symétrie) – ce que précisait la proposition Keynes d'ailleurs.

¹³ Cf. Hasenclever, Mayer, Rittberger (1997), Kébabdjian (1999)

¹⁴cf. Johnson (1969)

prisonnier avec asymétrie entre les acteurs) ou dilemme de la coopération (s'apparentant à un jeu de guerre des sexes avec asymétrie) ?

Le dilemme des intérêts communs est associé à un problème de sous-optimalité du système du fait de la non fourniture du bien collectif (international). Le dilemme de la coopération est associé lui à un problème d'externalités dans le système - en l'occurrence des problèmes d'interdépendance des politiques nationales et de répartition des gains ou coûts associés à la coopération. On sait que dans les deux cas, l'asymétrie de puissance entre les acteurs est une des voies pour solutionner le problème.

Sans en explorer ici toutes les voies possibles, on se focalisera sur les leçons et questionnements qui découlent de l'application au problème de la devise-clé du modèle du leadership de Kindleberger.

Supposons un jeu de la macroéconomie internationale contemporaine réduit à deux acteurs (A et B) dans lequel A figure approximativement la position des États-Unis (Puissance) et B celle du reste du monde. Dotons chacun de ces acteurs de 2 stratégies (préférences) possibles - l'une (C) consistant à coopérer (c'est-à-dire à contribuer à la fourniture du bien collectif dans la problématique de Kindleberger), l'autre à agir seul (S). Dotons également les acteurs de la capacité de classer les résultats de l'interaction de leurs choix selon une échelle ordinale de satisfaction : $1 < 2 < 3 < 4$.

Sur cette base extrêmement simplifiée, nous pouvons poser la problématique de la devise clé internationale dans une matrice du type suivant où * symbolise le fait que le pays a une stratégie dominante (optimale). Ici, seul A (la grande puissance) en est doté.

**Figure 1. La problématique Kindleberger
Leadership « bienveillant »**

		B (RDM)	
		C	S
A (puissance)	C*	(4, 2)	(3, 4)
	S	(2, 3)	(1, 1)

Cette matrice suggère que (i) la grande puissance est rationnellement conduite à coopérer pour satisfaire le besoin collectif du système international - en l'occurrence assumer le rôle de fournisseur de la devise clé), (ii) le reste du monde est conduit tout aussi

rationnellement à se comporter en passager clandestin du système¹⁵. L'issue du jeu se fixe donc naturellement au croisement de C*-S : un régime international dans lequel la Puissance assume seule l'intégralité des coûts de l'action et le fait parce qu'elle y trouve un gain absolu. Mais cette configuration que l'on peut qualifier de leadership bienveillant profite plus encore au reste du monde - ie dans notre triangle, la situation qui assure au monde la plus grande disponibilité en liquidités internationales et l'accès quasi-illimité à la devise clé.

Sur un plan plus analytique, on en déduit aussi que cette fonction :

- ne peut être assumée que par une grande puissance (une forte asymétrie est nécessaire au moment où les principes directeurs du régime se négocient). On constate que l'ordre de Bretton Woods s'est constitué dans un contexte où l'écart de puissance entre le premier et les autres s'était considérablement creusé.
- est menacée de ne pas être assumée - hypothèse de « déficit de leadership » - si la rationalité complète (économique, politique, stratégique) de la grande puissance s'étend au calcul des gains relatifs (et pas seulement absolus). On constate que les États-Unis entre les deux guerres, l'Allemagne et le Japon dans les années 1970 et 1980, la Chine aujourd'hui semblent plus rechigner à accepter ce rôle que chercher à s'en emparer dès que les circonstances le permettent.
- épuise fatalement la puissance qui accepte de l'assumer puisqu'il est inscrit « dans son ADN » qu'elle affaiblira la puissance (relative serait un pléonasme) du pays qui en prend la charge - hypothèse du cycle hégémonique. On constate enfin que sous l'effet du *catching up* des années 1960 à aujourd'hui, l'écart de puissance entre les États-Unis et les autres pays s'est réduit.

Cette grille de lecture semble donc assez conforme aux faits stylisés de l'histoire monétaire moderne. Sa cohérence formelle oblige cependant de ne pas sous-estimer l'importance de l'hypothèse implicite sur la rationalité du leader : celle d'un calcul exclusivement fondé sur le gain absolu. Introduire ne serait-ce que la possibilité d'un comportement de la grande puissance dicté aussi par le gain relatif, revient à envisager le fil du rasoir suivant entre leadership bienveillant et leadership coercitif (ou domination) - cf. figure 2.

La cohérence analytique pousse à considérer que le leader, pour être incité à agir, doit y trouver un intérêt relatif et pas seulement absolu (voir aussi la figure 3) : le leadership devient alors un facteur de renforcement et non d'affaiblissement de la puissance (leadership coercitif voire domination) comme on le dénote dans le basculement de Bretton Woods I à Bretton Woods II (la puissance dominante se délivrant de la contrainte de couverture or)

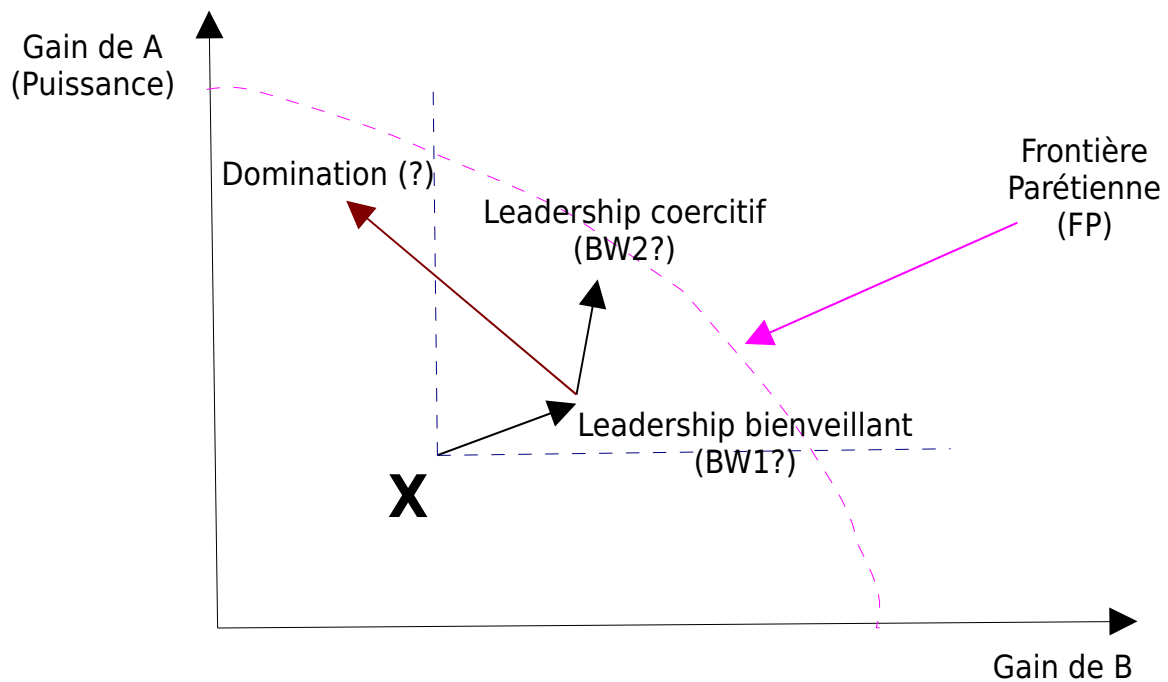
¹⁵ Que peut signifier le *free riding* dans le régime de Bretton Woods (I et II) ? Pour faire simple, on dira que c'est le comportement qui consiste à accepter le statut du dollar et à ne pas chercher à ajuster sa balance des paiements en cas de déséquilibre - notamment en cas d'excédent. En termes plus simple encore, ce comportement s'apparenterait à la stratégie de promotion des exportations.

**Figure 2. La problématique Kindleberger
Leadership « bienveillant » versus « coercitif »**

		B (RDM)	
		C	S
A (puissance)	C*	(4, 2)	(3, 4)
	S	(2, 3)	(1, 1)

La puissance « se rémunère » de sa fonction par le contrôle qu'elle exerce sur la répartition de la charge des coûts et des bénéfices de l'action collective. Les fatalités telles que le déficit de leadership et son déclin n'ont plus lieu d'être. Le biais fondateur de tous les régimes de devise clé (cf. notre triangle) et, en particulier, les traits qu'il prend historiquement dans le régime de Bretton Woods (non contrôle des déséquilibres globaux et travers inflationniste), peut se perpétuer bien au-delà de ce qu'envisagent les réflexions économiques sur la soutenabilité du déséquilibre américain.

Figure 3. Bretton Woods



Nous laisserons cette discussion à ce point. Nous retiendrons simplement que les puissances susceptibles de prendre aujourd'hui le relais des États-Unis ne semblent guère en manifester l'intention. On pense en particulier à la zone euro qui bien qu'ayant réalisé un pas décisif en se dotant d'une monnaie supranationale¹⁶ se garde de toute proposition de multilatéralisation du système qu'elle a développé à une échelle régionale.

Conclusion

L'issue par la monnaie supranationale est assurément la plus radicale. Faisant fi des enjeux politiques, elle n'est pas non plus la plus probable dans le « monde réel ». Elle n'est heureusement pas la seule.

Les propos précédent suggèrent que la voie moins nouvelle et radicale de la substitution du dollar par une autre devise-clé n'est pas non plus d'actualité. En atteste l'ordre du jour des conférences du G20 qui excluent toute référence à des réformes monétaires de ce type¹⁷. Et l'on voit mal comment les puissances susceptibles de relayer les États-Unis dans la fonction de fournisseur de la devise-clé pourraient accepter ou tout simplement

¹⁶ Mais assorties de règles déflationnistes jusqu'à ce jour

¹⁷ Si la question monétaire internationale a fini par gagner en importance dans les négociations (et plus encore dans les déclarations qui les entourent) c'est principalement sous l'aspect de la « sous-évaluation » du Yuan et des menaces sur la stabilité de l'euro.

supporter les exigences de la fonction. Le plus probable serait que la zone euro ou, dans un avenir encore incertain la Chine, préféreraient se fixer sur le référentiel de la Grande-Bretagne durant la première mondialisation (celui dans lequel le pays-clé conserve un objectif d'excédent courant). Le monde n'a vraiment pas besoin d'un régime déflationniste qui ajouterait encore aux pressions déflationnistes que la crise a laissé poindre.

La voie du polycentrisme monétaire se présente comme un juste milieu entre « le charme de l'utopie constituée » (la monnaie supranationale) et « le spectre » de la poursuite d'un régime de devise-clé unique. Le polycentrisme monétaire a pour lui que :

- il pourrait se construire en relation au polycentrisme commercial qui se dessine dans la mondialisation (une structure tripolaire),
- la répartition entre plusieurs pôles de la charge (ou du privilège) d'émettre la liquidité internationale atténuerait en la dispersant un peu la contrainte de l'équilibre et de l'ajustement pour chacun des pôles.

Le polycentrisme suppose pourtant un volontarisme qui n'est perceptible ni du côté américain (pour partager leur monopole) ni du côté des challengers possibles (pour partager la charge¹⁸).

Plus prosaïquement, la crise en cours place les dirigeants du monde face à un dilemme plus immédiat. D'un côté, il y a un risque réel à décider d'incorporer la question monétaire à l'agenda de la négociation internationale. Du fait de l'extrême fragilité de l'étalon dollar, une simple initiative de ce genre pourrait suffire à déclencher la grande crise monétaire à laquelle le monde semble avoir échappé jusqu'à ce jour.

D'un autre côté, la situation réclame pourtant l'ouverture de la réflexion et de négociations au plus haut niveau sur ce sujet. L'inaction en la matière ne permettra certainement pas d'éviter que cette crise survienne à plus ou moins long terme.

Donc plutôt que d'attendre le déclenchement d'une tempête analogue à celle des années 1930 et de risquer de voir les pays se replier sur les politiques unilatérales (le *beggar-my-neighbour* théorisé par Joan Robinson dans les années 1930 et qu'évoque à nouveau aujourd'hui Brad Setser), il conviendrait certainement de prendre ce risque de l'envisager à froid et dans un cadre coopératif. Il est temps que le cycle de conférences lancé par le G20 de Washington le 15 novembre 2008 s'empare de la question du change et de la devise-clé comme l'avait fait la conférence de Bretton Woods. Le fait que la partie américaine ait concédé ce périmètre de négociation à une vingtaine de puissances est une bonne chose. Ce G20 forme la bonne voilure pour envisager sereinement cette question et pour dissuader les acteurs de marché d'anticiper le « grand soir » monétaire. Mais le pas décisif reste à accomplir. Il ne peut venir que d'un accord entre une administration américaine moins hostile que la précédente à la coopération internationale, un gouvernement économique et monétaire de l'Europe qui trouverait là l'occasion de se constituer véritablement et une Chine dont l'essor économique et politique trouverait ici l'occasion de servir la production un bien public mondial.

¹⁸ Benjamin Cohen (2008) décrit aussi cette perspective du polycentrisme. Mais il le conçoit comme une transition possiblement longue et conflictuelle (« a prolonged leadership struggle ») du type de celle de l'entre-deux-guerres (un système sans leader). « *Once again, as during the long interregnum following the start of sterling's decline, it could be decades before the final outcome becomes clear* » (phrase de conclusion).

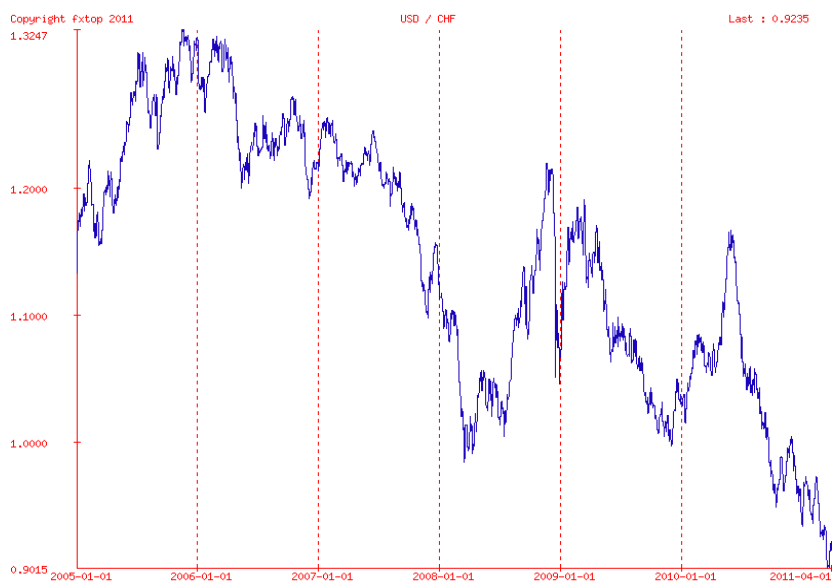
Références citées

- ADDA Jacques (2006) *La mondialisation de l'économie*, Paris, La Découverte « Grands Repères Manuels ».
- AGLIETTA Michel (1986) *La fin des devises clés. Essai sur la monnaie internationale*, Paris La Découverte « Agalma ».
- BERGER Suzanne (2003) *Notre première mondialisation. Leçons d'un échec oublié*, Paris, Le Seuil « La république des idées ».
- COHEN Benjamin J. (2008) « Toward a Leaderless currency system », à paraître dans Eric Helleiner et Jonathan Kirshner eds. (2009) *The Future of the Dollar*, Ithaca, Cornell UP.
(http://www.polsci.ucsb.edu/faculty/cohen/working/pdfs/Dollar_challengers_rev2.pdf).
- DOOLEY Mickael P., FOLKERTS-LANDAU David, GARBER Peter M. (2003) « An Essay on the Revived Bretton Woods System », *NBER Working Paper*, 9971.
- HASENCLEVER A., MAYER P., RITTBERGER V. (1997) *Theories of International Regimes*, Cambridge, Cambridge UP.
- JOHNSON Harry D. (1969) « A Note on Seigniorage and the Social Saving from Substituting Credit for Commodity Money » dans Robert O. Mundell, Alexander K. Swoboda (eds) *Monetary Problems of the International Economy*, Chicago, Chicago UP.
- KÉBABDJIAN Gérard (1999) *Les théories de l'économie politique internationale*, Paris, Editions du Seuil « Points-Economie ».
- KRUGMAN Paul (2007) « Will there Be A Dollar Crisis? », (feb. 2006) repris dans *Economic Policy*, 22(51), July, : 435-67
- O'ROURKE Kevin H., WILLIAMSON Jeffrey G. (2000) *Globalization and History: The Evolution of the Nineteenth Century Economy*, Cambridge M.A, MIT Press.
- RODRIK Dani (2000) « How Far Will International Economic Integration Go ? », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 14(1), winter.
- SAPIR Jacques (2008) *L'économie politique internationale de la crise et la question du nouveau Bretton Woods. Leçons pour des temps de crise*, texte accessible sur http://www.lhivic.org/travaux/articles/sapir_brettonWoods2.pdf

Parité \$ / € entre janvier 2005 et avril 2011



Parité \$ / CHF entre janvier 2005 et avril 2011



Parité \$ / JPY entre janvier 2005 et avril 2011

--

Parité \$ / CNY entre janvier 2005 et avril 2011