

# REGARDS CROISÉS SUR LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

INTERVENTIONS de

PATRICK ARTUS \*  
AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ \*\*  
ANDRÉ CARTAPANIS \*\*\*  
MARC FLANDREAU \*\*\*\*

Une table ronde consacrée au système monétaire international s'est tenue lors des 27<sup>ème</sup> Journées d'économie monétaire et financière organisées par le GdRE (Groupement de recherche européen) 335 « Monnaie Banque Finance »<sup>1</sup> les 17 et 18 juin 2010 à l'université de Bordeaux IV Montesquieu. Les participants étaient Patrick Artus, Agnès Bénassy-Quéré, André Cartapanis et Marc Flandreau. Les débats étaient modérés par Xavier Mahieux, responsable éditorial de la *Revue d'économie financière*.

253

Nous publions ci-dessous la retranscription des interventions et du débat qui a suivi.

## INTERVENTION DE MARC FLANDREAU

### *LES MONNAIES INTERNATIONALES, L'HISTOIRE ET L'AVENIR DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL*

Je vais essayer de donner un éclairage sur les précédents basculements de statut de monnaie internationale et en particulier sur l'ascension du dollar au XX<sup>ème</sup> siècle.

---

\* Natixis ; École polytechnique.

\*\* Cepii ; université Paris X Ouest ; École polytechnique.

\*\*\* Institut d'études politiques (IEP) (Aix-en-Provence).

\*\*\*\* Institut de hautes études internationales et du développement (Genève).

Le point de départ de ma réflexion est que l'interprétation qui a prévalu quand s'est posée la question de savoir ce que l'on savait sur cette ascension du rôle du dollar était que les forces de la persistance étaient extrêmement importantes et empêchaient en quelque sorte les basculements violents dans l'ordre monétaire international. Cela a été, par exemple, soutenu dans un article de Chinn et Frankel (2008) qui estimaient un modèle de demande de l'euro par rapport au dollar, sous-tendu par l'idée que l'on avait assisté par le passé à une montée en puissance du dollar retardée par la position exorbitante de la livre sterling, position héritée de l'histoire. Certains en déduisaient d'ailleurs que c'était une bonne nouvelle pour le dollar puisque si la persistance avait joué pour la livre sterling, on pouvait s'attendre au même phénomène concernant le dollar.

En termes d'inspiration théorique, les arguments développés sont ceux, classiques, du *path dependency* reposant sur des externalités stratégiques : l'utilisation d'une monnaie rend un certain nombre de services et le fait que beaucoup de gens bénéficient de ces services donne davantage d'attrait à cette monnaie et va la rendre plus liquide. On a donc une boucle, un *feed-back* entre la demande et la liquidité qui conduit à des équilibres multiples, et notamment à des situations où l'on peut rester accroché à un équilibre de la livre sterling, très demandée dans le passé comme instrument international et très liquide parce que très demandée. La livre sterling aurait donc maintenu son rôle en dépit du déclin en termes de taille ou en termes d'influence politique de l'Angleterre.

Cet argument est-il vérifié ? Avec Barry Eichengreen, nous avons cherché à documenter empiriquement les choses, parce qu'il y a des raisons théoriques de douter d'emblée de ce raisonnement (Eichengreen et Flandreau, 2010). Si on le pousse, par pure provocation, à son extrême, on se demande pourquoi ce n'est pas le florin de Florence qui est aujourd'hui la monnaie dominante, puisque c'était la monnaie dominante à l'époque de la Renaissance en Europe. Il y a donc bien un moment où l'histoire finit par s'épuiser. D'ailleurs, d'un point de vue théorique, on sait - c'est le contraposé habituel de l'argument de Paul David sur le *path dependency* - que si certains acteurs ont un intérêt à générer un basculement d'équilibre, alors, même s'il y a des équilibres multiples, ils vont pouvoir s'organiser pour subventionner le passage d'un équilibre à l'autre. Et typiquement, l'un des arguments des partisans de la création de la Federal Reserve en 1913 est de dire que cela permettrait de promouvoir le rôle international du dollar : la Federal Reserve allait apporter des services de liquidité qui allaient permettre de faire basculer l'équilibre mondial

d'un système dominé par la livre sterling à un système dominé par le dollar.

Théoriquement, il n'est donc pas si clair que l'on doit s'attendre à voir de la persistance. Empiriquement, nous avons une première surprise en regardant les données pour les années 1920.

**Tableau 1**  
**Total des détentions de devises en 1929**  
**(16 pays, 75 % des réserves totales,**  
**couverture plus large que les données COFER\* du FMI)**  
(en %)

Devises	Total des détentions
Livre sterling	40,69
Dollar	55,88
Franc	0,09
Florin hollandais	0,65
Franc suisse	1,42
Mark allemand	0,19
Couronne suédoise	0,01
Autres	0,55
Non documenté	0,52

255

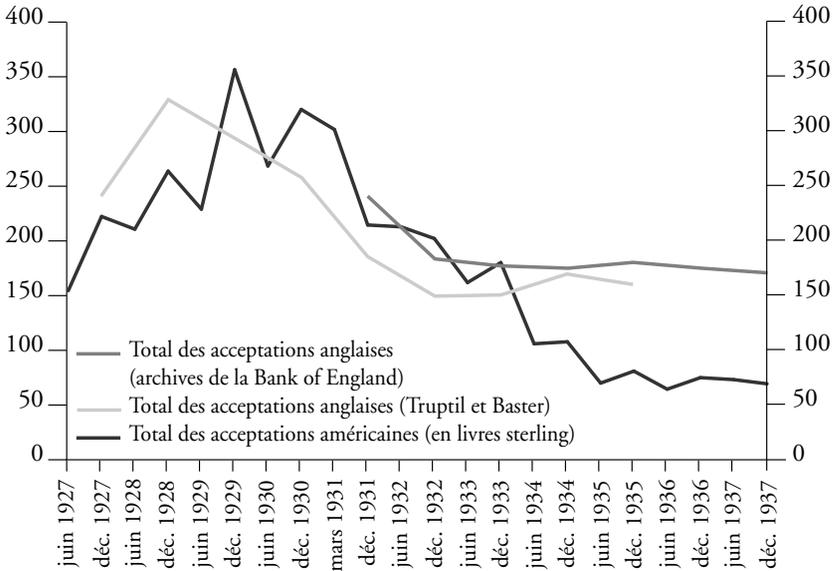
\* Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves.

Source : Eichengreen et Flandreau (2009).

Dans ce tableau 1, la décomposition des réserves des banques centrales pour 16 pays qui couvrent 75 % de ce que l'on peut estimer être le total des réserves montre que le dollar domine déjà la livre sterling en 1929. Incidemment d'ailleurs, le franc n'apparaît pas sur ce tableau en dépit de toutes les discussions de l'époque, notamment les thèses de Paul Einzig sur une montée du franc comme devise internationale. Le monde se partageait donc entre la livre sterling et le dollar et ce qui est intéressant, c'est que seize ans seulement après la création de la Federal Reserve, on avait apparemment, au moins du point de vue des réserves de change, déjà eu un basculement.

Sur le graphique 1 (ci-après) est retracée l'évolution du montant total de ce que l'on appelle les acceptations (*acceptances*) qui sont l'instrument de la liquidité internationale par excellence sur les marchés financiers de l'époque (émises en dollars à New York et en livres sterling à Londres).

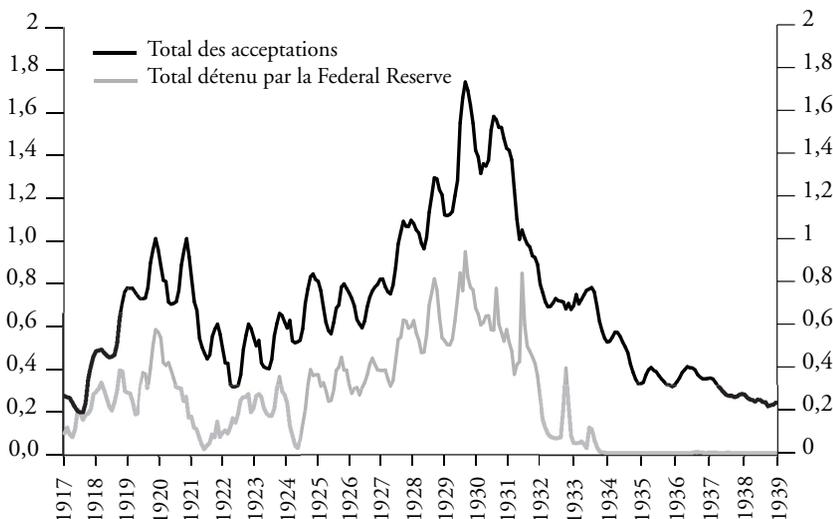
**Graphique 1**  
**Offre mondiale des acceptations (Londres et New York)**  
 (en M£)



Source : Eichengreen et Flandreau (2010).

On observe très clairement que dès 1927, année pour laquelle on commence à avoir des données pour les deux monnaies en termes d'offre totale d'acceptations, les deux monnaies sont en situation de rivalité. On peut souligner qu'après la crise, la courbe américaine descend régulièrement, alors que la courbe anglaise se maintient relativement bien. Incidemment, si l'on consulte les ouvrages qui avaient été écrits dans le passé et qui ont inspiré l'idée de la persistance, on se rend compte que les auteurs regardaient en fait des estimations de la fin des années 1930 et qu'ils n'avaient pas l'ensemble de la courbe. Sur ce graphique 1, à la fin des années 1930, la livre sterling est effectivement devant le dollar, ce qui pouvait donner à penser à des personnes n'observant pas les données sur les années précédentes que la livre sterling bénéficiait de son rôle historique. Mais en fait, ce n'est pas du tout si simple : il y a des cycles à des fréquences assez élevées par rapport à la longue durée dans le statut des différentes monnaies. Donc, le dollar rivalise avec la livre sterling au pic de la crise et puis décline relativement par rapport à cette même livre sterling. J'insiste aussi sur le fait que l'on trouve aussi ce résultat avec les réserves de change : très clairement, il y a un recul du dollar comme instrument de réserve de change dans les années 1930 (Eichengreen et Flandreau, 2009). J'ai évoqué tout à l'heure le rôle des gros acteurs dans les basculements d'équilibre.

**Graphique 2**  
**Montant total des acceptations**  
**et montant détenu par la Federal Reserve**  
 (en Md\$)



Source : Eichengreen et Flandreau (2010).

257

Regardons maintenant le graphique 2. La courbe noire retrace l'évolution du total du marché des acceptations en dollars et celle en gris, la part de ce marché détenue par la Federal Reserve. Il apparaît que cette part dans le total est très importante jusqu'à la fin des années 1920, c'est-à-dire qu'elle fournit souvent la contrepartie de ce marché. Cela est bien connu puisque, précisément, j'avais évoqué tout à l'heure le rôle de la création de la Federal Reserve par les Américains dans le but de faire basculer le système international d'un équilibre à un autre. La Federal Reserve est instruite dès sa fondation de se porter contrepartie des acceptations de façon à promouvoir la liquidité, et donc le rôle international, de cet instrument. Ainsi et d'une manière qui évoque son bilan actuel, elle accepte de se porter contrepartie des différents achats sur ce marché qui manque à ses débuts de liquidités, et ce, de façon à promouvoir le rôle de cet instrument.

En revanche, à compter de 1931-1932, la Federal Reserve se retire brutalement de ce marché. Et si l'on fait des tests de sensibilité, on se rend compte que son rôle, comme instrument de subvention de ce marché, était absolument clé. Donc, la Federal Reserve sera l'instrument de subvention dans la création du marché, mais aussi

quand elle va reculer et en sortir, l'instrument de destruction et donc de recul du rôle du dollar comme monnaie internationale.

Cela nous conduit à trois conclusions.

La première, c'est l'idée que, peut-être, l'histoire ne compte pas autant que ce que les économistes voudraient le croire. Très souvent d'ailleurs, ces derniers se saisissent d'une persistance qu'ils ont imaginée et en font un modèle. Ce qui est intéressant quand on va regarder les données, c'est que je ne suis pas sûr du tout qu'apparaisse une telle persistance. L'histoire nous apprend donc que, peut-être, elle compte moins que ce que les économistes croient.

La deuxième qui a sûrement une pertinence forte aujourd'hui - et je pense à la crise des *subprimes* et au rôle de la Federal Reserve -, c'est qu'il faut souligner le rôle de *market-maker* en dernier ressort de cette dernière. Elle a joué un rôle tout à fait central en promouvant le rôle international du dollar : ce n'est donc pas une question de *lock-in* et de technologie, mais beaucoup plus le résultat du rôle des grands acteurs dans la fabrication de nouveaux marchés et dans leur gestion.

La troisième, c'est la nature potentiellement déstabilisante de l'émergence de nouvelles monnaies promues par des acteurs politiques. On le voit bien avec la façon dont la Federal Reserve change de stratégie. Pendant les années 1920, l'obsession est de battre les Anglais sur leur terrain et de créer le dollar comme monnaie internationale. Puis, entre 1929 et 1931, la Federal Reserve et les *policy-makers* américains décident brutalement de ne plus être *leaders* sur ce marché des acceptations. Ils s'en retirent soudain en infligeant au passage un choc violent au commerce international. Les nouvelles monnaies ne sont donc pas retenues par l'histoire, mais sont promues par de supers acteurs. Ce processus, politique, a des potentialités déstabilisatrices pour le système monétaire international et qui ne doivent pas être sous-estimées.

258

## INTERVENTION D'ANDRÉ CARTAPANIS

### *POURQUOI L'EURO NE PEUT PAS REMPLACER LE DOLLAR AU TITRE DE MONNAIE INTERNATIONALE ?*

Au moment de la création de l'euro, en 1999, beaucoup avaient prédit un recul significatif du dollar dans les diverses fonctions internationales que celui-ci assumait de façon hégémonique depuis les années 1950, au bénéfice de la monnaie européenne. Mais après les débuts prometteurs de la nouvelle monnaie européenne,

le dollar et l'euro semblent s'être installés dans une configuration stable, mais hiérarchisée : après avoir vu sa position s'effriter, le dollar maintient sa place au titre de monnaie internationale incontestée et l'euro se trouve cantonné à une position de « brillant second », surtout si l'on se réfère aux fonctions d'ancrage ou de réserve. Malgré les fragilités que la crise financière internationale a révélées depuis l'été 2007, cette distribution des rôles n'a pas été infléchie. Pourquoi le dollar conserve-t-il cette position de monnaie internationale incontestée ? Je considère qu'une analyse strictement économique ne permet pas d'expliquer cette suprématie car le statut de monnaie internationale répond aussi à des facteurs spécifiquement politiques et l'euro ne dispose pas, sur ce plan, des mêmes attributs que le dollar.

### *Les attributs macroéconomiques d'une monnaie internationale*

Rappelons que les caractéristiques essentielles d'une monnaie internationale se situent à trois niveaux. D'abord, la stabilité macroéconomique du pays émetteur, sa capacité à maîtriser l'inflation et les déséquilibres courants ou budgétaires, autant de gages de confiance quant à la valeur future de la monnaie internationale. Ensuite, les qualités intrinsèques du système financier domestique, sa liquidité, sa profondeur, son efficacité. Enfin, la taille du pays émetteur et des échanges commerciaux et financiers qu'il réalise avec le reste du monde en sa propre monnaie car il y a là des éléments de nature à créer des externalités de réseaux et des économies d'échelle, et donc une baisse des coûts de transaction, dans l'usage international de cette devise plutôt qu'une autre. Mais depuis la création de l'euro, on ne saurait considérer que le dollar dispose réellement d'un avantage comparatif de nature à justifier, selon ces « standards », le maintien de son *leadership*, fût-il moins hégémonique qu'il y a cinquante ans.

Cette inertie rend compte de la difficulté à changer de régime monétaire international, faute d'une « offre concurrente » de monnaie internationale, compte tenu des attributs politiques qu'impose une telle fonction.

### *Des facteurs géopolitiques*

Selon les politologues qui se réclament de l'économie politique internationale, un régime monétaire international est aussi un ordre politique, indissociable de la hiérarchie qui s'établit entre les grandes puissances, tout en constituant un outil pour la maintenir. Pour les théoriciens de la stabilité hégémonique, en particulier pour Charles Kindleberger, le statut de monnaie internationale permet de renforcer le pouvoir et la suprématie d'un hégémon, la Grande-Bretagne au XIX<sup>ème</sup> siècle, les États-Unis après 1945. Mais il contribue dans

le même temps à la stabilité internationale en permettant à l'hégémon d'imposer ses propres règles du jeu, en disposant du pouvoir de les faire respecter, par exemple dans le cadre d'un système monétaire comme l'étalon-or ou comme le régime de change fixe et d'étalon-dollar de l'après-guerre.

Cela signifie que l'offre de monnaie internationale associe aux avantages économiques des déterminants plus politiques, selon différents canaux d'influence. D'abord, de façon indirecte, à cause des effets que la puissance politique du pays émetteur permet d'exercer sur les attributs économiques de la devise concernée. La confiance accordée à une monnaie dépend aussi de la puissance militaire et du rôle géopolitique d'un État, surtout en période de crise lorsqu'une monnaie se transforme en valeur-refuge. Ensuite, de façon plus directe, parce que l'usage de cette monnaie peut être purement et simplement imposé, par la persuasion plus ou moins bienveillante de l'hégémon, et se trouver ainsi accepté, par crainte de rétorsions éventuelles. Cette influence directe peut également relever d'une sorte de *package* politique combinant les aides financières, le soutien accordé au sein des institutions internationales, mais également la protection militaire. S'y ajoutent alors, naturellement, le choix de la monnaie d'ancrage et le placement des réserves de change dans le pays politiquement dominant.

260

Il faut se convaincre que pour jouer un rôle international, une monnaie ne saurait satisfaire seulement les exigences de stabilité macroéconomique ou les impératifs de profondeur et d'efficience de son système financier. Ce sont là des conditions nécessaires, mais non suffisantes. Cette monnaie doit relever d'un État qui vise, ou à tout le moins qui ne refuse pas, une position de *leadership* à l'échelle internationale, compte tenu des avantages politiques ou économiques qu'il en retire, tout en acceptant les contraintes qui peuvent en découler. Il doit également disposer de structures de gouvernance, en matière monétaire et financière, lui permettant d'exercer efficacement ses responsabilités, notamment en temps de crise. Et il est indispensable que les autres États, comme les investisseurs privés, lui reconnaissent cette aptitude. Mais les États-Unis sont les seuls à satisfaire pleinement les exigences politiques d'un tel statut. C'est ce qui explique une large part de la hiérarchie qui se maintient entre le dollar et l'euro.

*Sous l'angle politique, l'euro ne saurait contester le rôle du dollar*

Les États-Unis tiennent beaucoup au statut international du dollar et aux avantages qu'il confère en termes de seigneurage, de capacité à financer en monnaie nationale les déséquilibres courants ou les déficits budgétaires, d'indépendance de la politique monétaire et compte tenu de l'influence stratégique que ce statut induit. À l'inverse,

du côté européen, on est en présence d'une attitude beaucoup plus vague et même ambiguë, s'agissant de l'éventuelle internationalisation de l'euro. La position officielle de la Banque centrale européenne (BCE), concernant l'usage international de l'euro, est celle de la « neutralité » absolue, en jugeant que la demande de monnaie internationale ne relève pas des actions politiques des États, mais doit être considérée comme un processus « tiré par la demande ». La BCE affiche ainsi une politique tendant ni à encourager, ni à décourager la diffusion internationale de l'euro. Un autre type de différenciation entre les États-Unis et l'Europe apparaît au niveau des conditions politiques qui sous-tendent, aux yeux des non-résidents, le « pilotage » du rôle international des deux monnaies. La gouvernance monétaire du dollar est très clairement assumée, tout particulièrement en temps de crise. Les actions coordonnées de la Federal Reserve, du Trésor américain et des différents régulateurs conduisent à un pilotage homogène, particulièrement réactif, sous l'impulsion indiscutée du Trésor dont la responsabilité en matière de politique de change est entière. Il n'en est pas de même dans le cas européen. L'euro ne relève pas d'un État, mais d'une construction fédérale inachevée. Sa légitimité politique résulte d'un traité et non pas de l'exercice d'une souveraineté nationale. Quant à la responsabilité de la politique de change de l'union monétaire, on connaît les ambiguïtés du traité de Maastricht à ce sujet. Dans le cas européen, contrairement à ce que l'on observe aux États-Unis, on est en présence de responsabilités monétaires et financières partagées, sources d'éventuels conflits de compétences ou de priorités, et surtout, contrairement aux États-Unis, dénuées de connexion avec la politique de sécurité ou les options diplomatiques des États membres de la zone euro. Certes, la BCE a conquis en dix ans une réelle crédibilité auprès des marchés et des investisseurs internationaux et son attitude, tout à la fois proactive et responsable, pendant la crise financière a sans doute renforcé la confiance dont elle bénéficie. Mais la zone euro, en tant que telle, n'a pas de représentation internationale au sein du Fonds monétaire international (FMI), du G7 ou du G20 et elle ne siège évidemment pas au Conseil de sécurité de l'ONU ou au conseil d'administration du FMI. La situation est bien différente aux États-Unis où la diplomatie du dollar n'est pas un vain mot.

À l'exception notable de la Chine et de la Russie, les plus gros détenteurs de réserves en dollars sont des alliés des États-Unis ou des pays fortement dépendants de l'Amérique en matière de sécurité (Japon, Corée, Singapour, Arabie Saoudite, Koweït, Qatar, Émirats arabes unis...). Il est donc très improbable qu'ils s'engagent dans une politique de diversification de leurs réserves qui pourrait appa-

raître comme une marque de défiance, voire d'hostilité, vis-à-vis des États-Unis et de son bouclier militaire. La situation est de même nature du côté de l'Opep et explique le maintien du dollar comme unique monnaie de facturation sur le marché du pétrole, malgré les propositions de diversification de la Russie ou du Venezuela. Dans la hiérarchie des monnaies internationales, l'euro se trouve donc cantonné, pour des raisons politiques, à un rôle de « brillant second » et ne pourra pas remplacer le dollar tant que l'« Europe Puissance » restera un concept, plus qu'une réalité.

## INTERVENTION DE PATRICK ARTUS

### *LE POINT DE VUE DES MARCHÉS SUR L'ÉVOLUTION DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL*

À ce stade, il peut être utile de prendre en compte le point de vue des banquiers et des investisseurs intervenant sur les marchés financiers internationaux et de faire part de leurs deux sujets de préoccupation concernant l'évolution du système monétaire international.

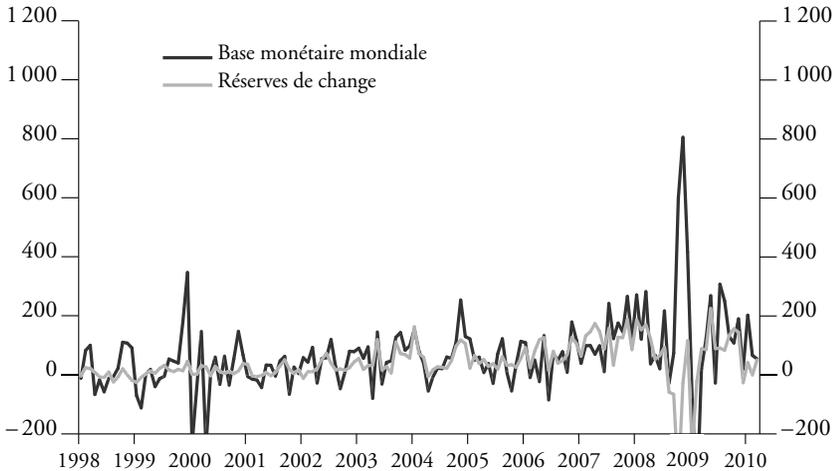
262 Le premier sujet porte sur l'avenir des déséquilibres globaux (*global imbalances*), avec lesquels nous avons vécu depuis maintenant dix ans. Le second sujet, qui vient d'être abordé par Marc Flandreau et André Cartapanis, concerne la perspective que l'on peut avoir sur les monnaies de réserve après la crise.

Nous savons tous - une énorme littérature a traité ce point - qu'avant la crise, il y avait une situation relativement simple à analyser, celle des déséquilibres globaux, avec une création importante de liquidité mondiale par l'accumulation de réserves de change dans les pays émergents, en particulier en Asie (cf. graphique 3 ci-après).

Ce que l'on observe sur le graphique 3 est frappant, il s'agit de la variation au mois par mois, d'une part, de la base monétaire mondiale, la monnaie créée par les banques centrales, et, d'autre part, des réserves de change mondiales. C'est toujours la même série, sauf juste après la faillite de Lehman Brothers, lorsque les États-Unis ont créé une énorme quantité de monnaie pour essayer de redresser la liquidité bancaire. À part ce point, on observe que l'accumulation de réserves a créé l'accumulation de liquidités mondiale. Cela apparaît aussi en niveau avec le parallélisme entre le niveau des réserves de change du monde et celui des liquidités du monde. Cette situation, dans laquelle les pays émergents, en particulier la Chine, accumulent des réserves, vient du face-à-face entre deux pays, la Chine et les États-Unis. On observe, d'un côté, l'excédent commercial des Chinois et, de l'autre côté, le déficit

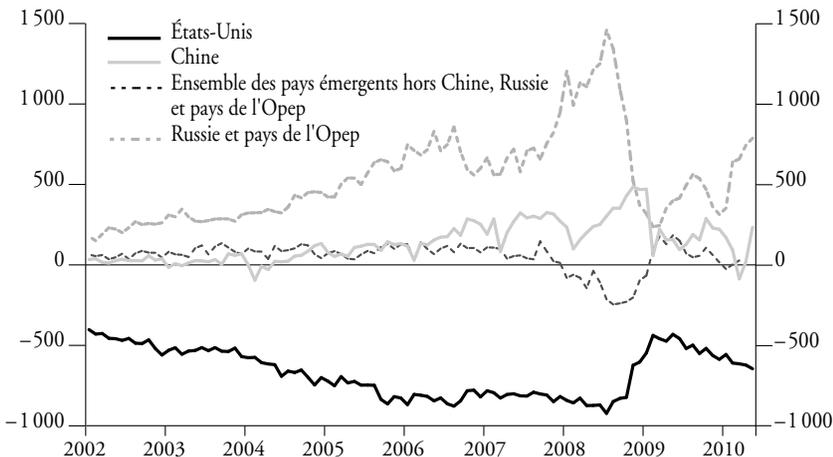
commercial des Américains. Il y a aussi une zone dont on parlait peu, dont on va vraisemblablement parler plus, celle des producteurs de pétrole (cf. graphique 4).

**Graphique 3**  
**Réserves mondiales de change et base monétaire mondiale**  
(variation sur un mois, en Md\$)



Source : Datastream.

**Graphique 4**  
**Balance commerciale**  
(en Md\$ par an)



Sources : Datastream ; Natixis.

La littérature s'est essentiellement concentrée sur la relation Chine/États-Unis. Est-ce que ce déséquilibre est dû à l'insuffisance de l'épargne aux États-Unis? Ou bien à l'excès d'épargne en Chine? Est-ce qu'il est dû au sous-développement financier dans les pays émergents, qui fait que les épargnants de ces pays vont mettre leur épargne aux États-Unis où le système financier est plus sophistiqué? Est-ce vraiment inquiétant puisque la dépréciation du dollar générerait de grosses plus-values en capital sur les actifs détenus par les États-Unis qui sont en devises? On sait que l'administration américaine, sur cette même période, a centré toutes ses attaques sur la politique de change de la Chine, le mercantilisme, la sous-évaluation du renminbi et justement l'accumulation de réserves.

Voilà le monde dont on sort. Alors, que se passe-t-il aujourd'hui après la crise? Il me semble que l'on assiste au début d'une évolution assez intéressante qui présente les caractéristiques suivantes.

La première, c'est que contrairement à ce que l'on pouvait attendre, le déficit extérieur des États-Unis n'a pas l'air de vouloir disparaître. On pensait que les Américains qui avaient perdu 25 % de leur richesse en fonds de pension, 30 % de leur richesse en actions et 25 % de leur richesse immobilière auraient le bon goût d'épargner davantage. Notez au passage le discours très intéressant de Tim Geithner qui souligne que « comme les Américains vont arrêter de consommer, il faut que dans cinq ans les États-Unis aient doublé leurs exportations ». Tout le monde s'est demandé comment ils pouvaient faire cela et la conclusion a été qu'à part une énorme dépréciation du dollar, ils n'y arriveraient pas. On était donc parti sur la piste d'une résorption des déséquilibres globaux par la remontée de l'épargne privée aux États-Unis. C'est ce qui a été observé pendant quelques mois après la faillite de Lehman Brothers. Or depuis le début de l'année 2009, les Américains ont à nouveau baissé leur taux d'épargne (cf. graphique 5 ci-après) et se sont remis à consommer; on a alors eu la curiosité de voir ce que personne n'attendait, à savoir que les Américains n'ont pas réagi à la perte de richesse, et en particulier à la perte de richesse en pension, par un supplément d'épargne. Ils ont réagi en repoussant leur âge de départ à la retraite. Donc, du côté américain, il est très probable que l'on retrouve l'année prochaine un déficit extérieur de l'ordre de celui d'avant la crise, c'est-à-dire pour les biens et les services, à peu près 900 Md\$ en rythme annuel.

**Graphique 5**  
**États-Unis : taux d'épargne privée**  
 (en %)



Sources : Bureau d'enquêtes et d'analyses (BEA) ; Datastream ; Natixis.

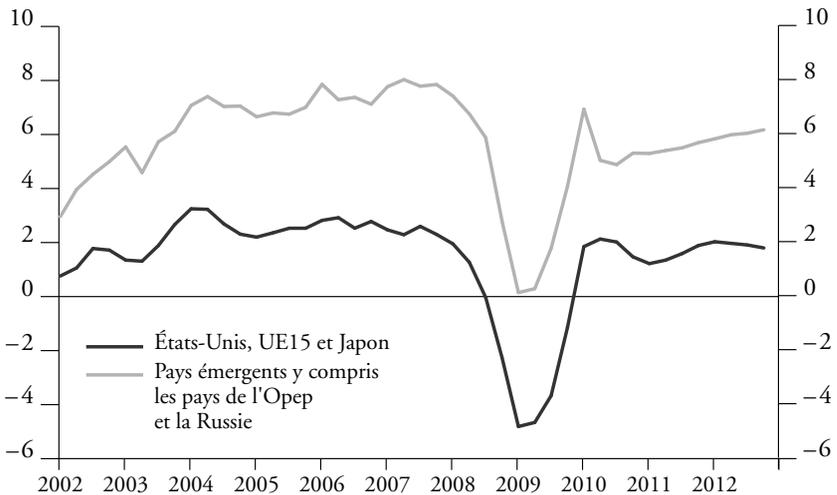
Ce qui change, c'est que les pays émergents ont maintenant une croissance beaucoup plus rapide que celle des pays de l'OCDE (Organisation de coopération et de développement économiques). Apparaît ainsi un écart de croissance considérable entre pays émergents et pays de l'OCDE (cf. graphique 6 ci-après) et une situation où les excédents commerciaux des pays émergents, notamment ceux de la Chine, vont progressivement disparaître. Ainsi, la partie du monde vis-à-vis de laquelle les États-Unis avaient une très grosse partie de leurs déficits extérieurs va perdre ses excédents, tout simplement parce qu'il y a un écart de croissance colossal entre ces pays et le reste du monde.

La préoccupation essentielle avant la crise était le déficit américain avec la Chine, d'où l'attention donnée au régime de change du renminbi. Depuis, le déficit avec la Chine est passé de 350 Md\$ à 200 Md\$. Il va continuer à se réduire et l'on commence à avoir une augmentation du déficit avec les pays pétroliers et des déficits avec l'Europe. J'ai donc l'impression qu'il va se produire une situation de déséquilibres globaux où il y aura toujours les États-Unis, d'un côté, et, de l'autre côté, ce ne sera plus la Chine ou les pays d'Asie, mais les Européens et les exportateurs de pétrole. Qu'est-ce que cela change ? Ce n'est pas facile à dire. Les exportateurs de pétrole

ont la caractéristique d'avoir une propension à épargner leur revenu pétrolier très élevée, en particulier quand le pétrole est cher. Quand le pétrole était très cher en 2007-2008, les importations des pays producteurs ont représenté la moitié de leurs exportations (cf. graphique 7 ci-après) et donc le transfert de revenu dû à la hausse du prix du pétrole a fait monter très fortement l'épargne du monde. Autrement dit, les États-Unis vont avoir un déficit extérieur vis-à-vis d'une région à très forte épargne. Et en Europe aussi, on voit les taux d'épargne monter, ce qui n'est pas non plus très rassurant. On va toujours avoir une situation de *saving glut*, mais pas avec les Chinois auxquels, aujourd'hui, on ne peut plus reprocher d'épargner trop puisque, comme vous le savez, le gouvernement chinois s'est lancé dans une politique de stimulation très forte de la demande intérieure en soutenant les hausses de salaires, et ceci va finir par marcher. Voilà le premier point. Évidemment, il est un peu tôt pour tirer des conclusions définitives. On a vraiment l'impression que la configuration d'avant-crise avec ce duo États-Unis/Chine va être remplacée par une autre configuration.

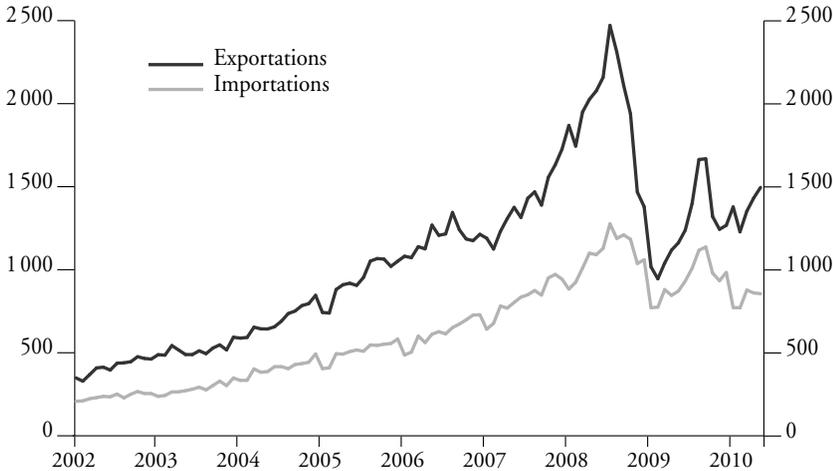
266

**Graphique 6**  
**Écart de croissance entre les pays émergents et ceux de l'OCDE**  
 (PIB en volume et en glissement annuel)



Sources : Datastream ; Natixis.

**Graphique 7**  
**Pays de l'Opep et Russie : importations et exportations**  
 (en Md\$ par an)



Sources : Datastream ; Natixis.

Venons-en à mon deuxième point : la perception des monnaies par les marchés. Ce qui est très étonnant - et peut-être qu'en tant qu'académiques, ce sont des choses qui ne nous viennent pas à l'esprit - c'est que 90 % des investisseurs mondiaux ont une énorme sensibilité à la qualité de l'actif des banques centrales. Et vous savez qu'à l'actif des banques centrales, il y a de plus en plus d'actifs risqués parce que, Marc Flandreau vient de le dire, ces dernières ont été confrontées à une crise de liquidité sur l'ensemble des marchés financiers. Et elles ont dû jouer ce rôle que l'on a convenu d'appeler « acheteur en dernier ressort », qui est celui d'acheter des actifs que personne d'autre ne veut acheter. Aux États-Unis, cela a commencé avec les *residential mortgage-backed securities* (RMBS), les obligations des agences fédérales et un programme de *treasuries* ; au Royaume-Uni, avec un programme de *gilts* ; en Europe, avec un programme de *covered bonds*, puis un programme d'emprunts d'État. Et l'on va donc finir par avoir des montants énormes d'actifs considérés comme plus risqués qu'avant. La Federal Reserve a 1 150 Md\$ d'*asset-backed securities* (ABS) à son actif dont 250 Md\$ sont *non-investment grade*, cela veut dire en gros qu'ils ne valent rien. Et beaucoup d'investisseurs, y compris les très grands investisseurs professionnels, considèrent que ceci est une menace sur la qualité des monnaies qui sont au passif des bilans de banques centrales et ils n'ont plus aucune confiance ni dans le dollar, ni dans l'euro.

Se pose alors la question de savoir quelle monnaie pourrait prendre la place du dollar. Évidemment, il n'y en a aucune, comme André Cartapanis vient de l'illustrer pour le renminbi et l'euro. L'encours des obligations en Chine est un peu plus de 1 000 Md\$, alors que les actifs en dollars détenus par des non-Américains représentent à peu près 16 000 Md\$ et les actifs en euros détenus par des personnes hors de la zone euro environ 12 000 Md€. Ainsi, on ne peut pas placer cela sur 1 000 Md\$ d'obligations en renminbi. De très grands investisseurs expliquent que, peut-être, ils vont mettre une partie substantielle de leurs actifs en or, parce que ce sont les seuls actifs avec lesquels les banques centrales ne peuvent pas interférer. Et ce phénomène est réel : l'Association mondiale des banques privées publie régulièrement des statistiques sur la structure de ses portefeuilles gérés. Aujourd'hui, les clients des banques privées ont tous 5 % de leur actif en or et cela augmente considérablement : si l'on extrapole la tendance, on serait pratiquement à 10 % dans un an. Effectivement, il y a une demande pour l'or...

Il y a donc aujourd'hui une vraie problématique sur les marchés financiers, celle du lien éventuel entre la qualité d'une monnaie comme support de valeur, mais aussi comme réserve, et la qualité des actifs détenus par la banque centrale qui émet cette monnaie. C'est une question qui est sans arrêt posée. Ce qui est très bizarre, c'est que du point de vue des marchés, cela affecte plus l'euro que le dollar. Or si vous regardez le bilan de la BCE, il faudrait au moins un siècle de travail au rythme actuel pour qu'il soit aussi dégradé que celui de la Federal Reserve. Mais du point de vue des investisseurs, on observe un mouvement de substitution des dollars aux euros : les achats nets d'obligations américaines par les non-résidents représentent 4 % du PIB des États-Unis depuis des années et il n'y a pas du tout de déclin lié à la crise. Dans le même temps, les achats nets d'obligations en euros par les non-résidents qui représentaient 4 % du PIB de la zone euro sont maintenant passés à zéro. Cela paraît totalement irrationnel, mais on peut analyser l'expression d'une grande déception à l'égard des Européens que l'on pensait sérieux dans la gestion de leur monnaie et qui ont finalement réagi comme les autres.

## INTERVENTION D'AGNÈS BÉNASSY-QUÉRÉ

### *DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL*

Je vais essayer d'aborder le problème sous un angle plus normatif et vous faire part d'une réflexion que nous menons actuellement avec

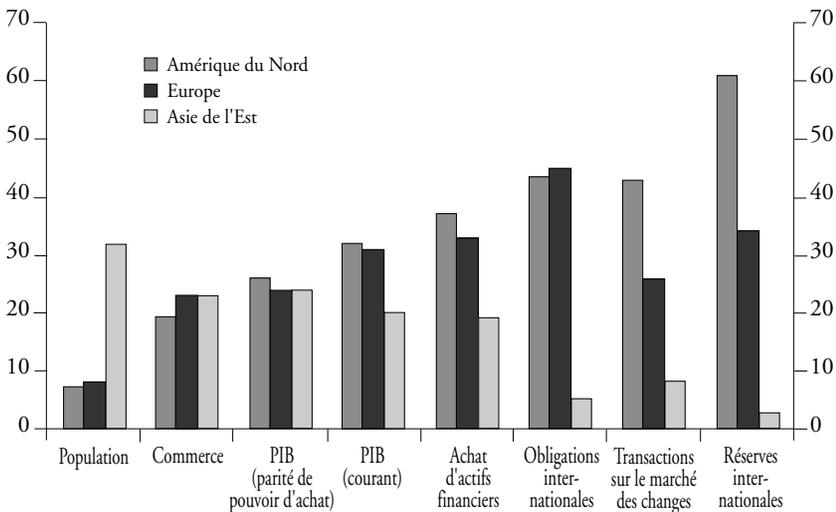
Jean Pisani-Ferry. C'est un travail qui peut être très long, mais, si j'ai bien compris André Cartapanis, nous avons encore vingt ans pour aboutir.

De notre point de vue, le système monétaire actuel pose trois problèmes :

- le premier, c'est son inadéquation à la réalité de l'économie mondiale ;
- le deuxième, c'est l'échec de la surveillance macroéconomique internationale ;
- le troisième, c'est l'absence d'une ancre nominale au niveau mondial.

Abordons, pour commencer, le décalage entre la réalité économique et la réalité monétaire. Sur le graphique 8, vous pouvez voir le poids des trois zones : Amérique du Nord, Europe et Asie de l'Est.

**Graphique 8**  
**Poids relatifs des régions et des devises dans le total mondial**  
(en %)



Source : Bruegel.

Sur la gauche du graphique 8 apparaissent les variables réelles et sur la droite, la part des monnaies dans les obligations internationales, dans les transactions de change et dans les réserves internationales. Il saute aux yeux que le poids des pays d'Asie de l'Est est devenu très important pour l'économie réelle, mais reste négligeable pour l'économie monétaire. L'absence de monnaie clé asiatique était sans importance tant que ces pays représentaient un faible poids de l'économie mondiale, mais cela commence aujourd'hui à poser problème.

Il en résulte en particulier deux conséquences : une volatilité accrue des taux de change entre monnaies clés et une asymétrie des ajustements (le fait qu'un choc en Asie aura une répercussion sur le taux de change euro/dollar, éventuellement une répercussion forte, alors ce taux n'a pas de raison de bouger *a priori*).

Surtout, le rôle toujours central du dollar produit de mauvaises incitations pour la politique économique et empêche tout mécanisme de rappel dans l'économie mondiale. Ces arguments sont bien connus : il y a en dehors des États-Unis une incitation à accumuler des dollars, alors qu'aux États-Unis, il n'existe aucune incitation à faire des ajustements de politique économique, aucune incitation à la discipline macroéconomique, mais il existe, au contraire, une incitation à l'endettement. On en revient donc au dilemme de Triffin qui a été remis au goût du jour par le gouverneur de la Banque du peuple chinois en mars 2009, lors d'un discours dans lequel il disait qu'il n'était plus possible d'avoir le dollar comme monnaie clé du système monétaire international.

Deuxième point, la surveillance. Il y a un échec de la surveillance au niveau européen et également au niveau mondial, mais la véritable question est de savoir ce qu'il faut surveiller : les taux de change ou les politiques macroéconomiques.

270

La surveillance des taux de change s'avère très difficile en pratique. Personne ne sait véritablement calculer des taux de change d'équilibre : cela pose des problèmes méthodologiques, des problèmes d'horizon... Mais aussi comme les taux de change sont endogènes par rapport aux politiques macroéconomiques, même si des pays s'engagent sur un certain niveau de taux de change, cela peut ne pas suffire à assurer une discipline, et inversement.

Après l'échec de la tentative du FMI en 2007 de rétablir une surveillance des taux de change, la surveillance s'est reconcentrée, avec le G20, sur les politiques macroéconomiques, avec le « cadre pour une croissance soutenable et équilibrée ». Il s'agit pour les pays de produire des textes expliquant en quoi leur politique macroéconomique est compatible avec une croissance mondiale soutenue et sans déséquilibres. C'est une avancée dans la bonne direction : on ne va pas parler des taux de change, mais des déséquilibres mêmes. Cela permet d'éviter certains problèmes méthodologiques, mais d'autres questions subsistent : qu'est-ce qu'un solde courant d'équilibre ? peut-on se mettre d'accord là-dessus ? comment calibre-t-on le solde courant par rapport à la dette (un pays très endetté avec un petit déficit est-il davantage source de déséquilibres qu'un pays peu endetté, mais très déficitaire) ?

Dernier point : l'ancre nominale mondiale. Il y a eu un réveil un peu

difficile en 2008 avec la hausse très forte du prix de toutes les matières premières et de l'énergie en 2007-2008 et, avant la crise financière, avec l'envolée des prix des actifs. Or personne, au niveau mondial, ne se sent responsable du niveau des prix des matières premières, ni de celui des prix de l'énergie, pas plus que de celui des prix des actifs. Les banques centrales ont eu tendance jusqu'à la crise à se concentrer sur les prix à la consommation, avec des stratégies de ciblage de l'inflation. Les prix des matières premières et les prix des actifs sont en fait portés par la liquidité mondiale, mais personne n'est en charge de cette liquidité.

Voilà pour le constat. Alors, maintenant, que pourrait-on faire ? Trois voies sont aujourd'hui discutées.

La première est de renforcer la surveillance multilatérale : c'est la voie empruntée actuellement. La deuxième, c'est le DTS (droits de tirage spéciaux), solution qui revient au goût du jour, même si peu d'analystes y croient vraiment. Enfin, la troisième est celle d'un système multipolaire. Contrairement à André Cartapanis, je ne pense pas que ce soit à l'horizon de vingt ans, même si je pars des mêmes prémisses : le problème est essentiellement politique, mais je pense, comme Marc Flandreau, que des changements peuvent survenir beaucoup plus rapidement.

Pour renforcer la surveillance, il faudrait d'abord que le FMI soit réformé et qu'il soit plus indépendant. Cela suppose une réforme assez profonde de la gouvernance et notamment de ramener dans le giron du FMI les Asiatiques qui cherchent toujours à éviter d'avoir à frapper à sa porte. Une réforme des quotes-parts est donc indispensable : c'est un sujet lourd sur lequel les Européens ont une certaine responsabilité. Ensuite, il faudrait savoir lutter contre les déséquilibres excessifs des balances courantes et même en zone euro, on vient de s'apercevoir que c'est important. Barry Eichengreen propose de taxer les déséquilibres courants, non seulement les déficits, mais également les excédents, parce que ces déséquilibres produisent des externalités négatives sur le système monétaire mondial ; c'est donc en somme l'application du principe du pollueur-payeur. La surveillance multilatérale pose néanmoins de grandes difficultés de mise en œuvre et, en la matière, l'expérience européenne n'est pas très encourageante.

Je voudrais m'étendre un peu plus sur la solution DTS. Le DTS pourrait être utilisé comme une réserve de valeur et une unité de compte. Il présente un certain nombre d'avantages intrinsèques qui permettraient une gestion de la liquidité. Le développement du DTS permettrait une coordination ou en tout cas une centralisation de la gestion de la liquidité DTS puisque les allocations sont indépendantes des comptes courants et des politiques monétaires des pays.

Cela permettrait, éventuellement, de lutter contre la procyclicité des politiques économiques et l'accumulation excessive des réserves. Les réserves en DTS sont moins coûteuses que celles en monnaies comme le dollar ; elles peuvent même ne rien coûter en réalité et leur utilisation est également peu onéreuse. Mais alors, quels sont les inconvénients de la solution DTS ? D'une part, l'allocation de DTS est un processus lourd qui nécessite l'accord de 85 % des 186 pays, ce qui interdit une gestion active. Il faudrait effectuer une réforme fondamentale de la procédure d'allocation des DTS avec des allocations beaucoup plus fréquentes et contracycliques. Actuellement, elles sont faites proportionnellement aux quotes-parts, ces dernières étant proportionnelles au poids des pays dans l'économie mondiale et donc, finalement, indépendantes des besoins. D'autre part, et c'est le problème principal, le marché des DTS est très étroit actuellement et l'on ne voit pas tellement comment il pourrait se développer. On pourrait se dire qu'il faudrait encourager les émissions de dettes publiques en DTS, mais aujourd'hui, les pays cherchent surtout à réduire le coût de leur dette publique et ils ne vont donc pas utiliser les DTS parce qu'il y a une prime de liquidité. Il faudrait une décision politique et cela nous ramène à ce que disait Marc Flandreau tout à l'heure : à un moment donné, il faut subventionner l'émergence d'une nouvelle monnaie. Mais qui subventionnerait ? Qui serait incité à subventionner l'émergence du DTS ? Dans la mesure où aucun pays n'a d'incitation à le faire, il faudrait socialiser ce coût.

272

Enfin, il reste la solution d'un système multidevises. L'euro s'est développé comme monnaie internationale ou plutôt, comme le dit la BCE, comme « monnaie de diversification et régionale ». Mais elle est devenue la première monnaie d'émission d'obligations internationales et a pris sa place. L'euro s'est développé, le yen aussi *de facto* par le *carry trade* et la Chine pourrait peut-être aller assez loin sur ce plan, même hors marché et même sans que sa monnaie soit parfaitement convertible. Il y a également les initiatives asiatiques, l'initiative Chiang Mai qui est devenue multilatérale, l'*Asian bond initiative*. Il est vrai que pour l'instant, le dollar reste la monnaie clé, en particulier sur le marché des changes et dans les transactions internationales. La question normative de savoir ce que l'on gagnerait à la mise en place d'un système multidevises est très peu discutée (on se limite souvent à dire que les Européens ou les Chinois pourraient bénéficier des gains de seigneurage...). Peut-être cela permettrait-il de répartir le dilemme de Triffin entre plusieurs pays, ce qui en limiterait les risques. Mais l'impact d'un tel système sur la stabilité, notamment la stabilité des changes, n'est pas totalement évident. Certains économistes soutiennent qu'un système multipolaire serait

plus stable et d'autres, au contraire, pensent qu'un tel système serait moins stable. Et il y a des arguments pour soutenir chacune de ces positions : il est vrai que des monnaies plus substituables donneraient plus d'instabilité, mais peut-être cette instabilité serait-elle plus facilement supportable, notamment s'il y a des blocs régionaux monétaires. Au total, cette question n'a pas été bien traitée sur le plan théorique.

Pour finir, je voudrais remettre les choses en perspective historique. Quand ils ont remplacé le Royaume-Uni comme émetteur de monnaie internationale, les États-Unis occupaient une place fortement croissante dans l'économie mondiale. Aujourd'hui, on ne peut pas dire que la zone euro est particulièrement dynamique, ni affirmer qu'elle va l'être dans les années à venir. Le graphique 8 (plus haut) fait apparaître la part des pays dans le PIB mondial en parité de pouvoir d'achat et l'on observe que la Chine dépasse maintenant la zone euro et va très rapidement devenir le *challenger*.

Alors, quelle forme pourrait prendre un système multipolaire ? Il est vrai que l'euro a de l'avance en termes d'internationalisation, de convertibilité, c'est évident. Mais si l'on raisonne en dynamique, on peut penser que c'est le renminbi, plutôt que l'euro, qui devrait être mis en avant, si l'on cherche à mettre en cohérence le système monétaire international avec le système de production mondiale.

## QUESTIONS-RÉPONSES

À l'issue de ces exposés, plusieurs questions ont été posées aux conférenciers.

### **Question de Jean-Charles Asselain** (université Montesquieu - Bordeaux IV)

Deux observations. La première sur la notion de persistance ou tout simplement de position acquise. En termes de PIB, les États-Unis ont dépassé l'Angleterre vers 1880 et observer que la suprématie du dollar est déjà acquise dans les années 1920, cela restreint le décalage par rapport aux idées reçues, mais cela fait quand même un décalage de quarante à cinquante ans. La deuxième observation, qui me semble d'ailleurs se dégager de tous les exposés, c'est que nous nous trouvons devant une situation imprévisible. Rappelons-nous la courte période d'excédents français des années 1963 à 1967, où le pouvoir de nuisance d'un petit pays comme la France était considérable et aurait pu accélérer les problèmes du dollar. La Chine a actuellement des moyens de pression, évidemment sans commune mesure avec ceux dont

disposait la France dans les années 1960, elle n'en use pas, elle n'en a pas usé jusqu'ici, elle peut en user demain, c'est imprévisible.

**Marc Flandreau** : Vous avez souligné effectivement un point très intéressant sur le décalage entre le moment où les États-Unis passent avant l'Angleterre en termes de taille et celui de l'émergence du dollar. À l'époque (avant 1914), il y a un ensemble de lois et de réglementations qui pèsent explicitement sur l'internationalisation du dollar. En d'autres termes, j'interprète le long délai entre le décollage de la taille relative des États-Unis et le moment où le dollar s'impose comme n'ayant rien à voir avec la position acquise de l'Angleterre, mais tout à voir avec le cadre institutionnel qui entrave les marchés monétaires américains. À l'instant où les Américains décident de changer ce cadre et d'abolir les réglementations qui pèsent sur l'internationalisation du dollar, vous voyez immédiatement qu'en l'espace d'une dizaine d'années, le dollar a conquis une position de numéro un à une vitesse extrêmement rapide. Cela fait effectivement penser à la situation actuelle, au décalage qu'Agnès Bénassy-Quéré a montré entre les lieux où se trouvent les sources de croissance et ceux d'où vient la monnaie. À partir du moment où un cadre est créé permettant à l'internationalisation d'être effective, cela peut se faire de façon extrêmement rapide parce que souvent, le potentiel de croissance est énorme. Autrement dit, précisément, ce n'est pas une question de position acquise, c'est une question de réglementation américaine qui bloque, jusqu'à la création de la Federal Reserve, l'internationalisation du dollar.

274

**Patrick Artus** : Puisque vous évoquez l'attitude chinoise, je voudrais revenir sur la Chine et la taille du PIB. On pourrait sans doute envisager des initiatives chinoises pour faire du renminbi une monnaie d'échanges commerciaux pour une certaine partie de l'Asie, mais ce ne serait en faire pour autant une monnaie internationale. Parce que ceci est tout simplement impossible compte tenu du développement financier de la Chine, strictement impossible tant qu'ils ont besoin d'un contrôle des capitaux. Pour ma part, je pense qu'il n'y a pas de volonté de la Chine d'internationaliser sa monnaie. Quels sont les deux problèmes des Chinois ? Je crois que c'est d'abord un problème d'équilibre : ils voudraient discipliner les États-Unis, dire aux Américains qu'ayant *de facto* la monnaie de réserve, ceci leur donne des devoirs qu'ils ne remplissent pas. Et puis, le second problème des Chinois, ce sont les très grandes fluctuations des taux de change à l'intérieur de l'Asie entre le renminbi et les autres monnaies d'Asie. Or

tous ces pays se partagent le processus de production et ces fluctuations sont extraordinairement compliquées pour l'économie réelle. Ils ont donc, sans doute, l'envie de trouver un système qui permet de limiter les fluctuations des devises à l'intérieur de l'Asie et là, la position est plus facile à comprendre puisque leurs problèmes viennent de ce qu'ils ont un taux de change lié au dollar. S'il n'était pas lié au dollar, leur monnaie suivrait plus les autres monnaies d'Asie et moins le dollar. L'instabilité des changes à l'intérieur de la zone Asie est un point très important et il nous est difficile de comprendre leur politique de change de ce point de vue. Les Chinois sont encore apparemment dans l'idée qu'il est plus important d'être stable vis-à-vis du dollar que vis-à-vis des autres monnaies de la région.

**Question de Dominique Lacoue-Labarthe**

*(université Montesquieu - Bordeaux IV)*

Ma question relève du très long terme. Je suis surpris que ni les uns ni les autres n'avez fait la moindre référence à ce que l'on a appelé la « loi de Mundell ». Pour Robert Mundell, une monnaie internationale est la monnaie de l'économie qui a la plus forte croissance en longue période. Elle peut être une monnaie faible, mais gagée par une forte croissance réelle sur une longue période. Dans les perspectives de très long terme que vous dessinez, c'est un élément dont on pourrait tenir compte.

275

**Agnès Bénassy-Quéré** : Le rapport entre le statut de monnaie internationale et le niveau du taux de change n'a pas toujours été simple. Bien sûr, on a l'exemple du franc suisse qui est une monnaie forte, enfin, qui était une monnaie forte. Pourtant, le franc suisse n'a jamais eu toutes les fonctions d'une monnaie internationale, mais simplement la fonction de réserve de valeur. Une vraie monnaie internationale peut être très faible ou très forte. Le dollar a fait le yoyo et a gardé son statut de monnaie internationale. Et même, finalement, la faiblesse de l'euro dans les années 1999-2000 était liée à son internationalisation puisque l'offre d'euro est allée plus vite que la demande, ce qui l'a fait baisser. Je suis d'accord pour dire qu'il n'y a pas de lien clair et univoque entre la force d'une monnaie et sa capacité à devenir une monnaie internationale. Le problème, c'est que l'on essaie de dresser des théories avec seulement un épisode de l'histoire... On manque vraiment de statistiques pour dresser des conclusions.

Je voudrais juste, si je peux, en profiter pour réagir à ce que disait Patrick Artus tout à l'heure sur l'absence de désir de la Chine

d'internationaliser sa monnaie. Je n'en suis pas complètement sûre. D'abord, il y a eu les déclarations du gouverneur Zhou dans le sens de l'internationalisation, mais surtout, la Chine a aujourd'hui besoin de diversifier les supports d'épargne accessibles aux ménages. Il y a une nécessité énorme de développer les produits financiers, en particulier les obligations, puisque les ménages ou les entreprises chinois sont obligés soit de détenir leur épargne dans les banques, dans lesquelles ils n'ont pas confiance, soit d'acheter de l'immobilier, et cela fait gonfler la bulle immobilière. Il y a vraiment un besoin énorme de développer le marché des obligations et, à mon avis, c'est cela le point de départ. Une fois que le marché financier sera développé, alors la monnaie pourra s'internationaliser.

### ***Question de Dominique Lacoue-Labarthe***

276

Une réaction à ce qu'a dit Marc Flandreau sur le marché de l'acceptation bancaire. Un certain nombre de choses me reviennent en mémoire. Dès sa création, la Federal Reserve est très gênée par la politique de l'escompte. Ce n'est pas sa tradition, elle ne sait pas comment refinancer les banques. Alors elle crée les *money center banks*, mais celles-ci escomptent elles-mêmes avec pas mal de difficultés. Cela rappelle beaucoup la recherche de la troisième signature dans le système d'escompte du XIX<sup>ème</sup> siècle en France. Les États-Unis regardent cela avec un très grand scepticisme, ils essaient de se mettre au diapason, de créer quelque chose qui ressemble aux marchés d'acceptations bancaires de Londres ou de Paris. Ce marché est un énorme fiasco à Paris. À Londres, cela ne marche plus tellement bien. Et les Américains comprennent qu'au fond, leur marché ne prend pas la dimension internationale espérée parce qu'il reste exclusivement américain. C'est un peu comme le marché des CDS (*credit default swaps*) aujourd'hui : on ne peut ni acheter, ni vendre des CDS ailleurs qu'aux États-Unis. L'acceptation, c'est un petit peu cela ; c'est provincial, finalement. Alors, les Américains lancent la politique de l'*open market* à partir de 1926-1927. Ainsi, Marc Flandreau montre que le marché de l'acceptation bancaire s'effondre, mais il s'effondre parce qu'il est inefficace et surtout parce qu'il y a autre chose qui s'y substitue. Donc, pour ma part, je serai très prudent dans l'interprétation de l'échec de ce marché et de sa disparition.

***Marc Flandreau*** : À quel moment le dollar a-t-il pris le pas par rapport à la livre sterling ? En pratique, les instruments qui ont dominé comme monnaie internationale sont des actifs beaucoup plus spécifiques que le « dollar » ou la « livre sterling ». Le XIX<sup>ème</sup> siècle est

dominé par un instrument très spécifique qui s'appelle l'acceptation tirée sur Londres que - et cela constitue le point clé qu'il faut comprendre - la Banque d'Angleterre accepte d'escompter de façon extrêmement généreuse, que cette acceptation vienne d'Angleterre ou du Brésil. C'est l'élément absolument essentiel. Dans le cas anglais, ce rôle international de la livre sterling est le reflet d'un ordre commercial international dominé par l'Angleterre et Londres, en particulier. Alors, l'idée des Américains a été de faire une sorte de transplant, ce qui au fond est complètement absurde puisque les États-Unis, même s'ils sont en train de commencer à dépasser l'Angleterre après 1900 en termes de commerce, restent une économie fermée en comparaison de l'Angleterre. Donc, l'idée de dire « on va créer la Federal Reserve qui va prendre les acceptations qui seront en dollars et l'on va construire toute notre politique monétaire sur ce nouvel instrument » a effectivement quelque chose de contradictoire, ce qu'ils vont découvrir en pratique quand la Federal Reserve va devoir arbitrer entre des objectifs domestiques et des objectifs internationaux. Ils vont renoncer aux objectifs internationaux et le commerce international va s'effondrer parce que l'effondrement du marché américain des acceptations représente l'effondrement du commerce mondial ; il y a très clairement cette corrélation. Et plus tard, effectivement, la remontée du dollar comme monnaie internationale prend comme support un nouvel instrument financier (les *Treasury bills*).

277

Cela nous mène à la question de la Chine et de l'ascension possible de sa monnaie. Il ne faut pas imaginer qu'il va y avoir juste un transplant de l'objet techniquement dominant aujourd'hui. Une monnaie internationale, c'est la combinaison d'un actif qui a un grand gisement et de l'action de la banque centrale qui aide à lui donner la qualité d'être liquide. Rien n'empêche d'imaginer qu'une innovation survienne, dont personne aujourd'hui n'a l'idée, et qui permette l'internationalisation de la monnaie chinoise. En un certain sens, le dollar, la livre sterling, cela n'existe pas, il y a un instrument qui domine et c'est la liquidité de cet instrument qui est l'aspect clé de l'affaire.

*Transcription réalisée par Raphaëlle Bellando (GdRE « Monnaie Banque Finance », Laboratoire d'économie d'Orléans - LEO) et Xavier Mahieux (Revue d'économie financière) - juillet 2010.*

## NOTE

1. Le GdRE (Groupement de recherche européen) 335 « Monnaie Banque Finance » a vocation à fédérer la recherche dans les domaines monétaires, bancaires et financiers d'équipes de recherche rattachées au CNRS, d'universités françaises et européennes, mais aussi d'équipes de recherche rattachées à des organismes financiers publics ou privés de chercheurs isolés. Il est spécialisé en huit domaines thématiques ([www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/](http://www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/)). Les activités d'animation de la recherche du GdRE se font de manière conjointe avec un groupement de recherche partenaire au Royaume-Uni : Money, Macro and Finance Research.

## BIBLIOGRAPHIE

CHINN M. et FRANKEL J. (2008), « Why the Euro Will Rival the Dollar », *International Finance*, vol. 11, n° 1, pp. 49-73.

EICHENGREEN B. et FLANDREAU M. (2009), « The Rise and Fall of the Dollar (or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading Reserve Currency ?) », *European Review of Economic History*, vol. 13, n° 3, pp. 377-411.

EICHENGREEN B. et FLANDREAU M. (2010), « Central Banks as Architects : the Federal Reserve, the Bank of England and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914-1939 », article préparé pour la conférence annuelle de la recherche de la Banque des règlements internationaux (BRI), Lucerne, 24-25 juin.