

Les paiements internationaux

*de la Deuxième Guerre mondiale
à la première crise du pétrole*

*Jean Baneth,
Directeur à la Banque Mondiale*

On aurait pu sous-titrer cet article « Vie et mort du système de Bretton-Woods ». En effet, l'après-guerre a vu la mise en œuvre du système construit par les Alliés pour faciliter la reconstruction des territoires ruinés par la guerre et l'expansion du commerce ; la crise pétrolière a suivi de près l'enterrement définitif de ce système, et sans doute encore amplifié les changements rendus inévitables par ces funérailles internationales. Décrire en une vingtaine de pages le cadre et les évolutions des mouvements internationaux de capitaux au cours d'une trentaine d'années tiendrait de la gageure. Aussi cet article ne vise qu'à dégager quelques grandes tendances.

Après la période de reconstruction, la défense du dollar et du système qui y était lié a longtemps occupé le devant de la scène et mobilisé l'attention et les énergies des Banques centrales. Cependant, à l'ombre se développaient les euromarchés, *no man's land* échappant à tout contrôle. Ils devaient jouer un bien grand rôle pendant la période suivante, et, par le canal des prêts aux États du Tiers Monde, conduire le système monétaire international au bord de la faillite avant d'imposer leur modèle de marché incontrôlé à l'ensemble des marchés financiers, sans doute en guise de récompense. L'article leur consacre une section. Il en consacre une aussi au financement du développement. Pendant la période considérée celui-ci était surtout assuré par les bailleurs de fonds officiels, la plupart du temps dans le cadre d'actions et de politiques économiques concertées en faveur du développement.

Les crises ponctuent l'histoire du système de Bretton-Woods. Elles ne doivent pas faire oublier son extraordinaire triomphe. Il a permis de financer la reconstruction après la guerre la plus destructrice que le monde ait jamais connue. Il a couvert les besoins du commerce international, pendant que les exportations mondiales passaient d'environ 50 milliards de \$ en 1947 et 59 milliards de \$ en 1950 à près de 400 milliards de \$ en 1972 ; et ceci alors que les prix étaient presque stables, sauf en début et fin de période. Cette

envolée du commerce fut à son tour le moteur d'une extraordinaire prospérité pendant cette période, que Fourastié a surnommée à juste titre « les trente glorieuses ».

Le système financier lié à cette expansion inégalée ne pouvait pas manquer de mérite. À la lumière de la récente déréglementation des marchés financiers, c'est un des paradoxes de l'époque que le dynamisme du commerce et de la production se soit accommodé d'un cadre financier où les flux financiers privés étaient encore fortement réglementés et, on le verra, relativement peu importants. Paradoxe si troublant, en vérité, qu'il amène à se poser la question si l'expansion des flux réels, de production et de commerce international, a pu se faire malgré le cadre fortement charpenté, réglementé et limitatif des flux financiers ; ou à cause de ce cadre.

DE BRETTON-WOODS AU SMITHSONIAN

On ne peut que s'émerveiller de l'extraordinaire force de vision de ceux qui ont organisé une conférence monétaire et financière internationale avant même le débarquement, et qui ont su la mener à bien alors que la bataille de Normandie faisait encore rage. Le cadre mis en place par la conférence de Bretton-Woods visait à empêcher le retour aux désordres monétaires de l'entre-deux-guerres. La convertibilité des transactions courantes devait être rapidement rétablie, et ne pourrait ensuite être limitée qu'avec l'autorisation du Fonds Monétaire International (FMI). De même, les taux de change fixes ne pouvaient être réajustés qu'en cas de « déséquilibre fondamental » et avec l'assentiment du FMI.

Le système de Bretton-Woods

Si la libéralisation et l'expansion du commerce international et des autres transactions courantes étaient souhaitées et prévues, on prévoyait le maintien de contrôles sévères sur les mouvements de capitaux. Ils n'étaient, certes, imposés par aucun règlement, et les États-Unis laissaient relativement libres les changes et les mouvements de capitaux. Cependant, les mouvements de « hot money » de l'entre-deux-guerres avaient laissé un très mauvais souvenir. Ils avaient déstabilisé les marchés financiers et les taux de change, contribué aux crises, compliqué à l'envie la tâche des Banques centrales. Le maintien de contrôles sur les mouvements de capitaux entraînait bien dans l'esprit du système de Bretton-Woods. La place prévue pour les mouvements internationaux de capitaux privés était faible. Les réserves internationales d'or et de devises-clés (dollars et livres sterling) devaient être complétées par un mécanisme financier centré, lui aussi, sur le FMI. Les besoins de financement à plus long terme devaient être satisfaits par la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement (BIRD).

Le système des paiements internationaux devait être centré sur l'étalon-or de change. Formellement, le système restait bi-centré sur New York et

Londres, mais le rôle de ce dernier était réduit et s'amenuisait de plus en plus au fil des années. Cela ne se ferait pas sans résistance de la part du Royaume-Uni. Les crises de la livre ponctuèrent les premières années d'après-guerre, et même au-delà, puisque sa dernière dévaluation formelle date de 1967. Mais en réalité, dès 1947 il ne faisait plus de doute pour personne que le dollar, tout seul, constituait la clef de voûte du système¹.

Les États-Unis étaient le seul centre monétaire mondial. Ils détenaient la majeure partie du stock mondial d'or. C'est la croissance des avoirs en dollars hors les États-Unis qui devait fournir les réserves internationales dont le monde avait besoin. Ces dollars étaient convertibles en or au taux fixe de \$ 35 par once, et cette convertibilité même devait assurer que la plupart des détenteurs de dollars préféreraient garder leurs réserves sous formes d'instruments financiers, qui rapportent, plutôt que de les convertir en or stérile.

Ce système, compromis entre les vues pénétrantes mais trop idéalistes, même pour l'époque, de Keynes, et celles, beaucoup plus pratiques, de H.D. White qui menait les négociations du côté américain, souffrait d'un défaut fondamental : seule l'expansion des créances étrangères sur les États-Unis pouvait assurer une croissance suffisante des réserves internationales. À la longue, cette expansion devait affaiblir le dollar, pilier sur lequel reposait le système. Mais il a fallu bien longtemps pour que les pouvoirs publics s'inquiètent de ce problème, malgré les cris d'alarme d'un Robert Triffin².

La période de reconstruction, 1949-1959

135

D'après des estimations soumises en 1945 à la Conférence de Paris sur les dommages de guerre, peut-être exagérées, les dommages matériels subis par la plupart des pays d'Europe continentale dépassaient largement le montant de leur PIB annuel d'avant-guerre. Ce n'est que vers 1949 que la plupart de ces pays retrouvèrent leur niveau de revenu national par habitant d'avant-guerre. La même année, les États-Unis dépassaient leur propre niveau

1 Au lendemain de la guerre, le Royaume-Uni détenait, en or et dollars, environ \$ 3 milliards de réserves. Les créances officielles à court terme sur Londres valaient quatre fois plus. Ces créances n'étaient librement utilisables qu'à l'intérieur de la « zone sterling » — en gros, le Commonwealth moins le Canada. À l'aide d'un gros prêt américain, un retour à la convertibilité fut bien tenté en juillet 1947 : pourtant limité aux paiements courants, il ne dura que six semaines. Le monde avait trop besoin de marchandises dont l'Amérique était la seule source, et voulait utiliser ses livres sterling, tout de suite, pour acheter ces produits.

Par la suite, personne ne crut plus au retour à un véritable système bi-centré. Seulement, il fallait que le Royaume-Uni puisse rembourser ses dettes monétaires (les « balances Sterling », Sterling Balances) à un prix pas trop dévalorisé, et sans trop réduire le rôle de la place de Londres en tant que centre financier. Ce fut accompli, non sans crises, grâce à une dissociation graduelle des deux rôles de centre monétaire et de centre financier. Relativement au reste de l'économie britannique, le rôle de la City n'a jamais été aussi important qu'aujourd'hui, grâce à de nouvelles fonctions qui se sont développées graduellement, dès les années cinquante. Les obligations internationales liquides du système bancaire britannique libellées en livres sterling représentaient 7,6 milliards de dollars. Avec quelques fluctuations, cette valeur se maintint : 7 milliards de \$ en 1960, 5,7 milliards en 1970, 7,8 milliards en 1973... Mais les obligations libellées en d'autres monnaies que la livre, c'est-à-dire essentiellement en dollars, presque inexistantes en 1950, atteignaient 90 milliards de \$ en 1973.

2 (Europe and the Money Muddle, Yale University Press, 1955. Quelques commentateurs joignirent leur cri d'alarme à ceux de Triffin, je n'eus que peu de mérite à être du nombre, notamment dans le Bulletin SEDEIS de décembre 1959 et le Monde Diplomatique d'avril 1961).

d'avant-guerre d'environ 60 %. Le retard par rapport aux États-Unis, déjà énorme avant la guerre, était devenu abyssal. Il a fallu attendre 1960-1962 pour que l'Europe dépasse à son tour de 60 % son niveau d'avant-guerre, et ce n'est que vers 1970-1975 qu'elle retrouva par rapport aux États-Unis sa position relative de 1938.

Il n'a pas fallu longtemps pour s'apercevoir que les dotations initiales des institutions de Bretton-Woods ne pouvaient suffire aux immenses besoins de la reconstruction et de la modernisation. L'aide bilatérale américaine, grande et généreuse, y suppléa, non sans que les quelques réserves restantes d'or et de dollars n'y passent d'abord. Il n'était naturellement pas question de flux de capitaux privés vers l'Europe (sauf sous forme de dons). Les aides publiques passèrent d'abord par la continuation du « prêt-bail » des temps de guerre, et puis vinrent les programmes de reconstruction proprement dits, *Foreign Aid Act* de 1947, puis *European Recovery Program* de 1948 : le Plan Marshall. Le premier alloua plus de 500 millions de dollars ; le second, d'avril 1948 à juin 1951, plus de 11 milliards de dollars, dont les trois-quarts sous forme de dons. Pendant cette période d'un peu plus de trois ans, cette aide était équivalente à environ 3,5 % du PIB des destinataires ; et elle absorbait plus de 1 % du PIB des États-Unis (sans compter l'aide militaire, ni l'aide à d'autres régions). Par rapport à ces montants, les prêts de la BIRD (le premier, d'un montant de 250 millions de \$, alla à la France en 1946) et les tirages du FMI (moins de un milliard de \$ pendant la période) ne comptaient guère.

136

Les modalités de l'aide, et les conditions dont elle était assortie furent aussi importantes que son volume. Les Américains plaidaient inlassablement en faveur de la libéralisation des échanges, même de manière sélective qui, pour un temps, discriminerait contre eux. Par ailleurs, l'aide était mise directement au service du retour au multilatéralisme. On pouvait l'utiliser pour régler le solde des importations nettes en provenance de pays tiers, dans le cadre d'accords trilatéraux (importateur-exportateur-États-Unis), puis de l'Organisation Européenne de Coopération Économique et de l'Union Européenne des Paiements. L'aide constitua aussi un puissant facteur de mise en ordre des programmes et des plans de reconstruction et d'investissement (puisque'il fallait justifier les besoins d'aide, et son utilisation).

Pendant ce temps, les mouvements de capitaux privés jouaient un rôle faible et souvent pervers, sauf en ce qui concerne les investissements directs américains en Amérique latine et au Moyen-Orient, notamment dans le secteur pétrolier. Malgré le renforcement du contrôle des changes, notamment en ce qui concernait les mouvements internes à la zone sterling, les mouvements spéculatifs contribuèrent beaucoup à précipiter les crises de l'époque, crise de la livre en 1947, du franc en 1948, de la livre encore en 1949, qui se conclut par la dévaluation généralisée des monnaies européennes.

L'équilibre malaisé : 1949-1962

L'année 1949 forma charnière. La production et les revenus de l'Europe retrouvaient leur niveau d'avant-guerre, le commerce mondial aussi. Les nouvelles parités renforçaient la compétitivité de l'Europe, et bientôt du Japon.

LES PAIEMENTS INTERNATIONAUX

De près de 10 milliards de dollars en 1947, l'excédent de la balance commerciale des États-Unis tomba à une moyenne annuelle d'environ 2,5 milliards de \$ (sauf 6,7 milliards de \$ en 1957, grâce aux ventes de pétrole consécutives à la crise de Suez). Compte tenu des dépenses militaires à l'étranger (2-3 milliards de dollars par an), d'autres transferts, et de dépenses de tourisme croissantes, le solde positif de la balance des paiements ne suffisait généralement pas à couvrir l'aide étrangère sous forme de dons et les autres sorties de capitaux à long terme, faibles mais croissantes (2-3 milliards de dollars par an entre 1955 et 1960, surtout des investissements directs au Canada et dans ce qu'on commençait à appeler le Tiers Monde). Bon an mal an, à mesure que le reste du monde obtenait des dollars, c'est-à-dire des créances sur les États-Unis, les réserves nettes américaines baissaient de plus d'un milliard par an pendant la première moitié de la décennie, d'environ deux milliards par an pendant la seconde moitié (sauf 1957).

Il sembla d'abord bon que s'atténue graduellement la pénurie de dollars, et que le reste du monde reconstitue des réserves usées par la guerre et l'après-guerre. Il n'était même pas mauvais qu'une partie de ce phénomène prenne la forme de transferts d'or en dehors des États-Unis. Bien que contraire à la logique du système d'étalon-or de change, les premiers transferts semblaient incapables de menacer le système, telle était la concentration des réserves d'or. Les États-Unis en possédaient plus des deux tiers, 652 millions d'onces en 1950, contre 82 au Royaume-Uni, 42 en Suisse et 19 en France.

Pendant toute cette période, la sortie de dollars constituait la principale source de réserves du reste du monde. Or, l'augmentation des réserves mondiales n'arrivait même pas à tenir tête à celle du commerce international : alors que les exportations mondiales (hors les États-Unis) augmentaient d'environ deux tiers de 1950 à 1960, la valeur des exportations doublait (*voir tableau 1*).

TABLEAU 1
CROISSANCE DES EXPORTATIONS ET DES RÉSERVES DE CHANGE

	1950	1960	1965	1970	1971	1972	1973	1974	1975
<i>Exportations (milliards de \$)</i>									
Monde	59.0	118.8	178.8	289.7	326.3	388.9	540.1	805.0	
États-Unis	10.3	20.6	27.5	43.2	44.1	49.9	71.9	99.4	108.9
Autres pays industriels	26.1	63.2	98.1	176.4	201.6	242.8	327.1	433.6	- 108.9
Pays en développement	22.6	35.0	53.2	70.1	80.6	96.2	141.1	272.0	0.0
<i>Réserves de change (millions de \$)</i>									
Monde	13 332	18 494	24 018	45 333	69 464	88 995	85 280	104 172	118 417
États-Unis	—	—	781.0	629.0	238	204	6	4	63
Autres pays industriels	6 082	11 738	14 015	29 035	50 899	61 828	60 578	59 779	63 145
Pays en développement	7 103	6 613	9 222	15 670	18 327	26 964	34 171	57 691	64 475
<i>Indices des prix des exportations (1970 = 100)</i>									
Monde	0.0	87.3	91.2	100.0	106.2	115.9	142.5	200.3	218.5
Pays industriels	90.9	105.5	110.1	121.8	128.6	140.9	170.1	212.0	236.0
Pays en développement	0.0	44.2	47.4	48.7	21.1	57.8	78.2	169.5	174.7

Sources : International Financial Statistics.

Malgré quelques inquiétudes, cela n'empêcha pas l'ensemble des pays européens d'accepter en 1958 les obligations de l'Article VIII du FMI, c'est-à-dire la convertibilité extérieure de leurs monnaies. Même limitée aux non-résidents et aux transactions courantes, la convertibilité imposait en fait l'élimination des cours parallèles à l'étranger, et facilitait donc les mouvements de capitaux même pour les résidents. L'acuité des crises pouvait s'en trouver aggravée.

À la longue, pourtant, si elle restait presque insuffisante par rapport aux besoins de réserves, la détérioration de la position américaine devint excessive pour le système. L'histoire monétaire des années soixante est dominée par une série de crises du dollar, et d'efforts pour les surmonter à l'aide de divers palliatifs ; jusqu'à ce que dans une troisième phase, le système lui-même soit abandonné.

La première crise intervint fin 1960. Le dollar, souvenons-nous, était formellement basé sur l'or, que le Trésor américain s'engageait à vendre à 35 \$ par *troy ounce* (cette unité de poids rappelle l'époque où les foires de Champagne formaient le centre du monde financier ; elle pèse un peu plus de 30 grammes). Au cours de l'année 1960, les marchés virent avec de plus en plus d'inquiétude les sorties d'or américain, accélérées par une divergence croissante des taux d'intérêt après l'été puis par les contrôles allemands et suisses sur l'entrée des capitaux. En octobre 1960, le prix de l'or flamba, atteignant 40 \$ par once à Londres, avant de retomber en dessous de 36 \$ en quelques jours, puis de retrouver son prix officiel au début de l'année suivante.

139

L'alerte avait été chaude. Divers accords techniques intervinrent pour en empêcher la répétition : interdiction faite aux Américains, qui avaient fortement contribué à la fièvre spéculative, de détenir de l'or monétaire même à l'étranger (il leur était interdit d'en détenir aux États-Unis depuis 1933) ; accord entre Banques centrales, qui s'interdisaient d'acheter de l'or quand son prix dépassait le prix officiel. Surtout, les États-Unis annoncèrent un certain nombre de mesures visant à améliorer leur balance des paiements : limitations des dépenses militaires à l'étranger, préférence aux fournisseurs américains pour ces dépenses, obligation croissante d'affecter l'aide américaine à des importations en provenance des États-Unis, quelques contrôles sur les sorties de capitaux, mesures à long terme visant à stimuler les exportations... Puis, seule mesure véritablement efficace de longue portée, les réévaluations du DM et du florin en mars 1961, premières d'une longue série.

Le déclin et la chute : 1960-1967

Ce qu'on n'envisagea pas, ou du moins ne fit pas, ce fut d'élever l'équilibre de la balance des paiements au rang d'objectif important de la politique macroéconomique, notamment monétaire et budgétaire. Une accalmie intervint, due pour l'essentiel à l'amélioration de la balance des opérations courantes, elle-même liée à la réévaluation du DM ainsi qu'à un certain déphasage cyclique entre les États-Unis et le reste du monde. Mais rien ne changea pour l'essentiel. Les mesures de 1960 étaient en quelque sorte l'avant-première de ce qui allait encore être tenté plusieurs fois pour enrayer les crises répétées, sans en traiter les causes.

L'expansion du commerce international continua et même s'accéléra. C'est l'époque du Marché Commun et du « Cycle Kennedy » de réductions tarifaires au GATT, celle de la percée japonaise, celle aussi de l'apparition de nouveaux exportateurs industriels, telle la Corée (33 millions de dollars d'exportations en 1960, 880 millions de dollars en 1970). Les exportations américaines participèrent à cette expansion, à un taux qui n'était que légèrement inférieur à la moyenne des pays industriels (voir tableau 1).

Mais à partir de 1965 environ, l'élasticité du revenu national américain par rapport aux importations augmenta nettement, passant d'environ 0,9 à quelque 1,8. Alors que précédemment, et depuis la guerre, les importations américaines augmentaient un peu moins vite que le revenu national, désormais elles avaient tendance à augmenter presque deux fois plus vite. Si la surchauffe croissante de l'économie américaine, liée à la guerre du Viet-Nam, n'y était pas pour rien, l'essentiel du phénomène tenait sans doute aux progrès techniques et économiques du reste du monde. Pour la première fois peut-être depuis le xix^e siècle, l'étranger pouvait offrir à l'Amérique des produits industriels qui concurrençaient les produits américains sur leur propre terrain.

Quoi qu'il en soit, l'excédent de la balance courante recommença à baisser, et puis chuta brutalement à partir de 1968. Le solde devint en fait négatif si on y inclut les dons américains à l'étranger. La « balance fondamentale » était, de plus, grevée des sorties de capitaux à long terme, prêts publics et flux privés, y compris un courant croissant d'investissements directs en Europe. Ce courant suscitait d'ailleurs une certaine hostilité. Celle-ci tenait, au moins en partie, à l'impression que c'étaient les prêts européens à court terme et à faible taux d'intérêt, c'est-à-dire l'accumulation de réserves en dollars, qui permettait aux États-Unis d'acquérir le patrimoine européen, « d'acheter nos usines avec notre argent ».

Le solde annuel, un peu plus de deux milliards de dollars par an de déficit jusqu'en 1969, paraît sans doute bien faible à l'observateur habitué aux déséquilibres plus récents, même si on le rapporte aux exportations (environ 20 milliards de dollars en 1960, 40 en 1970). Mais on doit rapporter le chiffre cumulé de ces déficits annuels à celui du stock d'or américain en 1960 : cinq cent millions d'onces, environ dix-sept milliards de dollars. Le reste du monde détenait l'équivalent de treize milliards de dollars de réserves de change en 1950 (dont quelques milliards de livres sterling). Il en avait pour plus de trente milliards de dollars fin 1968, presque entièrement composés de dollars. Les dollars détenus à l'étranger, et théoriquement convertibles en or, dépassaient largement le montant de l'or qui les couvrait, même si on néglige l'obligation légale de couvrir aussi une partie des billets en circulation aux États-Unis même.

On n'en était pas arrivé là sans que les États-Unis essaient de défendre leurs réserves, essentiellement au moyen de variantes des mesures déjà essayées en 1960-1961, c'est-à-dire de variations sur le contrôle des changes. Application du *Buy American Act* aux achats des forces américaines outre-mer (puis élévation de la marge préférentielle, de 25 % d'abord, jusqu'à 50 %), aide économique de plus en plus souvent « liée » aux achats de fournitures

américaines, réduction de \$ 500 à \$ 100 de la franchise accordée aux touristes pour leurs importations...

Mais on continuait à fermement rejeter la prise en compte d'une contrainte sur la balance des paiements dans les mesures macroéconomiques. Au contraire, l'administration Kennedy demanda, et l'administration Johnson obtint, une réduction des impôts visant à stimuler l'activité économique et à réduire le sous-emploi que chacun s'accordait à observer aux États-Unis. On voulut aussi résister à la hausse des intérêts, particulièrement celle des taux à long terme. Cette résistance prit la forme non seulement d'une politique monétaire relativement décontractée, mais aussi de la limitation administrative des taux des dépôts par la célèbre *Regulation Q*.

Tout ceci était d'autant moins efficace que l'Europe continuait à attirer les investisseurs, et que les taux d'intérêt étrangers, notamment allemands et japonais, dépassaient généralement les taux américains. On se résigna donc à séparer les deux marchés. Dès 1963, une taxe de péréquation (*interest equalization tax*) fut imposée sur les emprunts de non-résidents sur les marchés financiers américains ; les pays en développement et les organisations internationales qui leur prêtaient étaient cependant exemptés. Puis la taxe fut étendue aux prêts bancaires et autres, et assortie de programmes de limitations des prêts, d'abord « volontaires » (1965) et puis obligatoires (1968).

De plus, et à contre-courant de la vague de libéralisation commerciale liée au *Kennedy Round*, des contrôles quantitatifs sur les importations furent mis en place ou étendus, souvent sous forme de restrictions « volontaires » aux exportations étrangères. La viande de bœuf, l'acier et les textiles en étaient notamment frappés. Certes, ces contrôles étaient motivés par le désir de protéger ces secteurs, mais leur mise en place fut facilitée par le problème du déficit global. Ce n'était pas la dernière fois qu'un déficit global facilitait la mise en place de mesures protectionnistes !

141

Par ailleurs, les États-Unis firent jouer à plein la solidarité internationale pour protéger leur stock d'or. L'accord de 1960 fut approfondi et consolidé. En 1961 et 1962 les Banques centrales des principaux pays européens conclurent entre eux et avec les États-Unis une série d'accords, qu'on appela le « pool de l'or » (la France le quitta bientôt avec fracas) ; les autres pays avancés, sans participer formellement, en respectèrent généralement les règles. Les membres du pool s'engageaient solidairement à stabiliser le prix de l'or, c'est-à-dire d'en vendre quand son prix montait, et de n'en acheter que pour empêcher son prix de baisser. C'était la mise en œuvre de la fameuse maxime énoncée un peu plus tard par John Connally, secrétaire au Trésor sous Nixon : « *Le dollar, c'est notre monnaie et votre problème* ».

De plus, à la fois pour rassurer leurs partenaires et se procurer des moyens d'interventions autre que l'or, les États-Unis eurent recours à des « swaps ». Bien que libellés en dollars, ces opérations constituaient en fait des emprunts dans la monnaie des prêteurs, principaux pays européens et Japon. Ces sommes étaient utilisées pour soutenir le dollar sur le marché des changes quand le besoin s'en faisait sentir. L'effet monétaire immédiat sur le pays de la monnaie d'intervention n'était guère différent de ce qu'il aurait été si la Banque

centrale de ce pays avait elle-même acheté directement des dollars. Cependant, le risque de change était absorbé par les États-Unis, qui garantissaient de rembourser le montant en DM, yens, etc., effectivement utilisés pour l'opération de soutien.

Grâce à ces mesures, le stock d'or monétaire des pays industriels autres que les États-Unis et la France augmenta d'à peine 70 millions d'onces de 1960 à fin 1967, pour atteindre 505 millions d'onces en fin de période. Mais pendant ce temps le stock français passait de 46 à 150 millions d'onces, et celui des pays en développement de 100 à 127 millions d'onces, alors que la production d'or (y compris les ventes russes) était presque entièrement absorbée par les acheteurs privés. Conséquence : malgré toutes les mesures prises, le stock américain baissait de 508 à 345 millions d'onces !

Après la dévaluation de la livre en septembre 1967, l'attention se concentra sur le dollar. Les achats spéculatifs d'or s'accéléraient, et le pool perdit environ 10 % de son or en six mois. En mars 1968, le pool suspendit ses opérations, et le prix de l'or passa à 40 dollars. Si par la suite elle retomba parfois encore jusqu'à la barre des 35 dollars l'once, les Banques centrales n'eurent plus jamais l'obligation de l'y maintenir. Le système d'étalon-or de change né à Bretton-Woods avait vécu. Il lui fallut encore quatre ans pour reconnaître qu'il était mort.

Chronique d'une mort annoncée : 1968-1972

Mai 68 donna aux États-Unis un peu de répit et beaucoup de satisfaction. La France perdit près d'un tiers de ses réserves d'or, 50 millions d'onces en un peu plus d'un an. Surtout, elle dut se réintégrer au système, ayant eu grand soin de son aide, qu'on lui accorda d'ailleurs sans rechigner. Mai 68 et l'écrasement du Printemps de Prague contribuèrent aussi à un influx tout à fait exceptionnel de capital à long terme aux États-Unis.

Mais la balance des paiements courants continuait à se détériorer. Non seulement la compétitivité des autres pays continuait à s'améliorer (par exemple, les premières voitures japonaises apparurent sur le marché américain, et la « Coccinelle » de Volkswagen faisait un tabac), mais l'économie américaine, stimulée d'abord par la réduction fiscale puis par la guerre du Viet-Nam commençait à friser la surchauffe. Or, le Congrès ne donna pas suite à diverses propositions d'augmentation d'impôts.

Le répit continua pendant l'année 1969, en partie grâce à une nouvelle réévaluation du DM. Aussi, pour limiter la surchauffe économique interne et les tensions inflationnistes, la politique monétaire américaine devint restrictive, les taux d'intérêt à court terme montèrent (à plus de 8 % pour les bons du Trésor fédéraux, contre moins de 6 % en moyenne l'année précédente), et les banques américaines s'endettaient (surtout auprès de leurs propres filiales) sur le marché des eurodollars (*voir ci-après*).

Mais ces mesures restaient motivées par des considérations internes, et continuaient à faire peu de cas de l'équilibre de la balance des paiements. Les fonds étrangers commencèrent à refluer dès l'année suivante, quand, en réponse à une récession, la politique monétaire se fit moins restrictive. Ces

LES PAIEMENTS INTERNATIONAUX

reflux continuèrent en 1971, et vinrent s'ajouter à une balance des paiements courants qui, pour la première fois de mémoire d'homme, devint négative.

La sortie de dollars s'accéléra, se dirigeant surtout vers l'Allemagne. Celle-ci tenta d'abord de freiner le mouvement. Elle abaissa son taux d'escompte, mais il resta supérieur au taux américain. Elle essaya des mesures techniques, notamment celle qui consistait à peser sur le cours du dollar à terme pour faire remonter le cours comptant... Rien n'y fit, et l'Allemagne voyait l'augmentation de sa masse monétaire, provoquée par l'afflux de dollars, frustrer les objectifs anti-inflationnistes de sa politique monétaire. En mai 1971, elle laissa flotter le DM, et fut suivie par quelques autres pays européens. Au prix de cette nouvelle entorse aux règles de Bretton-Woods, la crise se calma.

Mais les crises que l'on calme sans résoudre les déséquilibres fondamentaux ont pour habitude de se répéter de plus en plus vite. Dès le mois d'août 1971, la spéculation recommença. Le dimanche 15 août, le président Nixon annonça la suspension de la convertibilité du dollar ; et pour bonne mesure, imposa une surcharge de 10 % sur toutes les importations. Le flottement se généralisa, avec quelques exceptions : la France institua un double marché, maintenant l'ancien taux de change envers le dollar pour les transactions « commerciales » ; le Japon maintint l'ancien taux de change de 360 yens par dollar contre vents et marées pendant quinze jours, avant de le laisser submerger par l'influx de capitaux.

143

Tentant de maintenir la fiction, les États-Unis voulurent d'abord éviter une dévaluation formelle. Mais en décembre 1971, l'accord se fit au terme d'une conférence tenue dans les bâtiments du Smithsonian Institution à Washington. Le dollar était formellement dévalué, et sa nouvelle parité était fixée à 38 \$ par once d'or. La surcharge sur les importations et la taxe de péréquation sur les intérêts étaient supprimées.

Que signifiait cet accord ? Comme le notait le Rapport Annuel de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) en 1973 : « *Que le prix auquel le Trésor américain n'achetait ni ne vendait de l'or passe de 35 \$ à 38 \$ par once, cela ne faisait pas une différence appréciable* ». Certes, en dévaluant formellement, les États-Unis reconnaissaient que ce n'était pas qu'à leurs partenaires qu'incombait la responsabilité de l'équilibre des paiements internationaux et de la convertibilité des monnaies. Le réaligement des parités de change leur imposait aussi un certain coût financier, par le déroulement des mécanismes de « swap ». Mais on s'était à peine attaqué au problème à long terme du déséquilibre de la balance fondamentale, et pas du tout à celui de la convertibilité en or.

C'est ce dernier point que vise la boutade de la BRI. Tous les accords précédents, qui limitaient l'intervention des Banques centrales sur le marché de l'or, restaient en vigueur. Le marché, où les prix dépassaient largement 40 \$ par once depuis bien longtemps ne se laissait guère impressionner par la proclamation d'un « prix » de 38 dollars, auquel personne ne vendait.

Depuis la suspension des opérations du pool, la référence au prix officiel de l'or était devenue purement incantatoire. Effectivement, le prix de l'or fit à

peine une pause en décembre 1971, et de nouveau, mais bien au-dessus de 80 \$, à l'automne de l'année suivante. Puis la balance des paiements américaine continua à se détériorer, la spéculation reprit de plus belle, le prix de l'or s'envola, et il fallut de nouveau dévaluer le dollar le 13 février 1973. Le nouveau prix officiel avait encore moins de rapport avec celui du marché que l'ancien. Il dura deux mois, puis il fallut suspendre toute référence à l'or, et tout taux de change officiel du dollar, en mars de la même année. Sur le marché, le prix de l'or dépassait alors 80 dollars par once.

Théoriquement, la spéculation aurait pu se confiner à l'or, et relâcher sa pression sur le dollar. Mais, si depuis fin 1971, les taux d'intérêt américains dépassaient les taux allemands, la différence restait très faible, insuffisante pour servir de contrepoids à la moindre perspective d'une autre dévaluation. Par ailleurs, c'est à ce moment que se révélèrent les chiffres catastrophiques des paiements courants en 1971, et commencèrent à affluer ceux, encore pires, de 1972.

En 1971, quand ils avaient finalement admis la nécessité d'une dévaluation formelle, les États-Unis avaient exprimé une préférence pour un taux de change un peu plus faible ; mais qui n'aurait sans doute qu'à peine arrangé les choses. C'était l'évolution différentielle des prix qui se trouvait au centre des discussions sur le taux de change approprié. Or, le phénomène qu'il fallait maîtriser en réalité, c'était que les États-Unis n'étaient plus les seuls à offrir toute une gamme de produits, comme ils l'avaient été pendant la période d'après-guerre, qui servait de référence. Par ailleurs, dans ce domaine précis, la taille, le dynamisme, l'agressivité même des grandes entreprises américaines était un handicap, puisqu'elles voulaient investir à l'étranger, tout comme le rôle politique du gouvernement américain exigeait des dépenses militaires et d'aide à l'étranger. De plus, la guerre du Viet-Nam continuait à surchauffer l'économie.

L'agonie du système avait été si longue et si pénible que sa mort fut acceptée presque avec soulagement. Certains fondèrent aussi de grands espoirs sur le nouveau système de taux de change flexible : il sortait du domaine de l'arbitraire des politiques économiques la décision fondamentale concernant le taux de change, et la laissait à l'omniscience du marché ; il devait permettre d'équilibrer les balances des paiements de chacun, et du coup permettre de se passer de réserves ; il permettait à chaque pays de mieux isoler sa propre politique économique, par définition bonne, des mauvais effets des erreurs de ses partenaires...

Même maintenant, comme c'est si souvent le cas dans le domaine économique, la leçon des événements peut être lue de plus d'une façon. Pour les uns, le nouveau système a effectivement permis d'absorber des chocs exceptionnels, hausses du prix du pétrole, inflation, changement de cap des politiques monétaires, et envolée des taux d'intérêt. D'autres, et je suis du nombre, pensent que c'est précisément le manque du corset que constituent des taux de change fixes (mais certes réajustables) qui a permis, voire provoqué, des errements dont nous n'avons pas fini de payer le prix.

LA MONNAIE CONTRÔLÉE CHASSE LA MONNAIE LIBRE

La spéculation avait porté les coups mortels directs au système de Bretton-Woods. Sur les marchés nationaux, son rôle était amorti par la persistance assez générale de contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux. Ce qui lui a permis de jouer de façon de plus en plus ample, c'était un phénomène nouveau, l'extension des euromarchés. Ceux-ci étaient nés d'un phénomène politique. Vers 1950, craignant que leurs dépôts ne fussent bloqués par le gouvernement américain, mais ayant tout de même besoin de dollars pour leurs paiements internationaux, l'URSS et quelques pays de l'Est mirent leurs réserves à l'abri en créant des dépôts en dollars auprès de banques européennes. Celles-ci, pour ne pas prendre de risque de change, devaient réutiliser ces sommes dans la même monnaie. Ainsi naquit l'euromarché, avec quelques centaines de millions de dollars d'activité.

Naissance des euromarchés

Sa croissance fut d'abord modeste. Il faut attendre 1964 pour que la BRI y consacre un chapitre de son Rapport Annuel et bien plus longtemps encore pour que le FMI s'en préoccupe sérieusement. Dans ce premier rapport, la BRI estimait qu'en septembre 1963 les obligations des banques libellées en des monnaies autres que les leurs se montaient à l'équivalent de 12,8 milliards de dollars (dont dix milliards libellés en dollars). Cela se compare à un total mondial de réserves d'or et de change d'environ 68 milliards de dollars à la même époque. Pour mettre les choses en perspectives, les chiffres correspondants étaient de 54 milliards de \$ et 93 milliards de \$ en 1970. Fin 1988, la BRI comptabilise plus de 4 300 milliards de dollars d'obligations libellées en monnaies étrangères, alors que les réserves mondiales se montent à moins de 1 000 milliards de dollars, même si on compte l'or au cours du marché. Cette expansion exceptionnelle est à la fois symptôme et cause des bouleversements des marchés financiers qui commencent tout juste à s'annoncer vers 1970.

Pour croître, les euromarchés avaient besoin d'un minimum de liberté, mais aussi de contrôles. Sans la convertibilité extérieure, restaurée en 1958, il leur aurait manqué toute une catégorie de fournisseurs et d'utilisateurs de fonds, tels les exportateurs et importateurs européens. Mais ce qui faisait l'attrait des euromarchés, c'est qu'ils échappaient à certains des contrôles qui grévaient les coûts et gênaient les opérations strictement nationales des banques.

Les taux d'intérêt débiteurs des banques américaines, ceux qui pouvaient rémunérer les diverses catégories de fonds empruntés, étaient plafonnés par la *Regulation Q*, une directive de la Federal Reserve. Par ailleurs, les banques devaient aussi affecter à des réserves faiblement ou pas du tout rémunérées une fraction de leurs dépôts. Puisque les eurodollars étaient exempts de ces règlements, on pouvait pratiquer sur eux des marges plus faibles que sur les dollars « nationaux » : emprunter plus cher et prêter moins cher. La nature des

fonds obtenus et des opérations de prêt jouait dans le même sens : il s'agissait de montants élevés, faciles à gérer, en quelque sorte d'opérations de grossiste bancaire, attrayantes par là même pour ceux qui pouvaient y recourir.

Le contrôle des changes américain des années soixante — limites « volontaires » puis obligatoires sur les prêts à l'étranger, *interest equalization tax*, etc. —, contribuèrent certes à orienter certaines opérations vers les euromarchés. Cependant, ces marchés devaient leur capacité à répondre à ces demandes aux caractéristiques que nous venons de noter, essentiellement au fait qu'ils étaient exempts de certaines contraintes auxquels les marchés nationaux restaient soumis. En somme, la croissance rapide des euromarchés, leur attrait pour tous les agents qui y étaient actifs (banquiers, déposants et emprunteurs), ils les devaient à ce qu'ils fonctionnaient dans une espèce de *no man's land*, de port franc dont la vocation même était de profiter de l'espace libre entre les zones réglementées.

En attendant de dominer, pendant les années soixante-dix, les mouvements de capitaux à moyen terme, à partir de 1965 les euromarchés jouèrent un rôle de plus en plus important dans le déroulement des crises de change, et dans les mouvements de capitaux à court terme. Ce rôle était double. D'abord, à une époque où le contrôle des changes entravait encore les mouvements de capitaux « nationaux » les euromarchés constituaient souvent un lieu de passage commode pour les mouvements spéculatifs : c'était souvent la conversion des fonds de roulement internationaux des grandes sociétés commerciales et industrielles, détenus sous forme d'eurodollars, qui amplifiaient, et rendaient irrésistibles les pressions spéculatives. À ces grandes sociétés s'ajoutèrent d'ailleurs, à mesure que le marché devenait plus connu et ses commodités plus apparentes, des individus fortunés. Un des mythes des euromarchés, qu'ils n'acceptaient de compter qu'en milliards, n'a aucun fondement ; bien des banques se faisaient un plaisir d'accepter des dépôts de montants tout à fait modestes, quitte à les rémunérer plus faiblement.

Vers la fin de la décennie, des Gouvernements et des Banques centrales vinrent se joindre aux opérateurs privés, à la recherche, eux aussi, de rémunérations supérieures et de contacts bancaires. Dès 1964, la BRI notait que quelques Banques centrales européennes (en dehors des centres monétaires) ont fait usage d'eurodépôts, dans certains cas jusqu'à concurrence de 200 ou 300 millions de dollars. Les Banques centrales d'Europe de l'Est continuaient à y tenir leurs fonds de roulement ; et sans doute les réserves de Banques centrales de pays en développement commençaient à prendre le même chemin.

Les emprunteurs étaient les exportateurs finançant leurs fonds de roulement, en cette période de croissance rapide du commerce international. Il y avait aussi les investisseurs, surtout américains, finançant leurs activités européennes, en particulier leurs investissements directs. Ce financement bancaire de la participation américaine au capital de l'Europe a d'ailleurs beaucoup avivé l'opposition du général de Gaulle et de certains de ses conseillers au système en vigueur. Vint aussi, après des débuts modestes, mais en augmentation rapide, une catégorie qui devait connaître un grand

LES PAIEMENTS INTERNATIONAUX

succès pendant la prochaine décennie : les gouvernements de pays en développement.

Chaque fois que s'accroissait la spéculation contre le dollar, les détenteurs d'eurodollars tendaient à utiliser leurs fonds pour acheter de l'or ou à les convertir en d'autres monnaies (généralement le DM) ; et une partie des emprunts en dollars était utilisée de la même façon. Or, depuis la restauration de la convertibilité externe par l'Europe, les marchés des changes étaient parfaitement communicants. Toute pression sur les taux de change pratiqués sur les euromarchés se répercutait immédiatement sur les marchés nationaux, donc les réserves, notamment par le jeu des retards et avances des rapatriements du produit des exportations.

Ces mouvements se répercutaient aussi, de façon plus subtile, sur les flux monétaires et financiers nationaux. Les grands mouvements de conversion de dollars en DM, par exemple, même s'ils naissaient sur les euromarchés, aboutissaient inévitablement à la Bundesbank qui devait soit accepter de créer des DM en contrepartie de l'influx de dollars, mais au mépris de ses propres objectifs monétaires, soit cesser de soutenir le cours du dollar. Elle pratiqua plusieurs fois l'une, et puis l'autre alternative.

Tant que le marché était minuscule et très spécialisé, seule une infime fraction des sommes qui y étaient prêtées en retrouvaient le chemin. À mesure qu'augmenta le nombre et la diversité des opérateurs, et l'importance des sommes mises en jeu, les euromarchés acquirent une nouvelle caractéristique, véritablement bancaire : elles devinrent sources de création monétaire. Non seulement les entreprises qui finançaient leurs opérations, ou des emprunteurs publics, mais même ceux qui recevaient leurs dépenses faisaient de plus en plus usage des euromarchés pour y garder leurs dépôts. Puisque ceux-ci revenaient aux euromarchés, du coup les « eurobanques », c'est-à-dire les établissements spécialisés aussi bien que les guichets spécialisés des grands établissements bancaires obtenaient par là même un pouvoir collectif de création monétaire.

147

Ce pouvoir échappait en grande partie au contrôle des Banques centrales. Certes, les taux d'intérêt des euromarchés restaient liés aux taux d'intérêt nationaux des monnaies correspondantes, donc assez soumises à la politique monétaire. Mais les euromarchés échappaient complètement à d'autres mesures : politique américaine des taux de couverture par les réserves, politiques européennes (notamment, mais pas seulement, française) des contrôles quantitatifs, variations savantes du rapport des divers taux d'intérêt autorisés...

Or, c'était sur ces mesures autoritaires plutôt que sur le simple jeu des opérations d'*open market* et des taux de réescompte que les politiques monétaires s'appuyaient surtout depuis la guerre. Tout comme l'accroissement du rôle relatif des euromarchés était inscrit dans le pouvoir monétaire acquis par les « eurobanques », l'abandon progressif des contrôles quantitatifs du crédit au profit de la seule politique des taux d'intérêt était inscrit dans l'extraterritorialité des euromarchés. Dès les années soixante, on aurait pu, on aurait dû prévoir la libéralisation financière des années quatre-vingts ; et sans

TABLEAU 2

FLUX FINANCIERS AUX PAYS EN DÉVELOPPEMENT

Année	Total	Total public	Flux publics bilatéraux	Flux publics multilatéraux	Total privé	Invest. directs	Invest. portefeuille	Flux privés crédits exportation	Flux privés vers les IFI	Flux multilatéraux aux PYD
1956	5 279	2 774	2 607	0.167	2 505					
1957	6 514	3 313	3 034	0.279	3 201					
1958	6 494	3 883	3 645	0.238	2 611					
1959	6 134	3 768	3 540	0.228	2 366					
1960	7 171	4 572	3 982	0.590	2 605					
1961	8 509	5 617	4 803	0.814	2 892	1 712	0.593	0.491	0.096	
1962	8 109	5 676	5 031	0.645	2 433	1 408	0.215	0.563	0.247	0.182
1963	7 967	5 704	5 294	0.410	2 253	1 539	0.280	0.465	- 0.031	0.369
1964	8 530	5 678	5 254	0.424	2 852	1 628	0.398	0.685	0.141	0.455
1965	9 803	5 982	5 525	0.457	3 821	2 326	0.675	0.572	0.248	0.560
1966	9 681	6 244	5 791	0.453	3 437	2 059	0.435	0.928	0.015	0.547
1967	10 667	6 772	6 112	0.660	3 895	1 931	0.775	0.883	0.306	0.708
1968	12 182	6 777	6 133	0.644	5 405	2 428	0.880	1 492	0.605	0.441
1969	12 705	7 096	5 985	1 111	5 609	2 159	1 260	1 776	0.414	0.700
1970	13 661	7 423	6 285	1 138	6 238	3 230	0.602	1 932	0.474	1 409
1971	15 803	8 456	7 100	1 356	7 347	3 491	0.763	2 322	0.771	1 840
1972	17 399	9 461	7 540	1 921	7 988	4 049	1 852	1 370	0.667	1 540
1973	21 492	11 116	8 846	2 270	10 376	6 123	2 991	1 004	0.258	1 763
1974	26 783	14 127	12 149	1 978	12 656	5 867	n.a.	n.a.	n.a.	1 978

Source : O.N.U., World Economic Survey, 1974 ; B.R.I., Rapport Annuel, 1974.

Note : Les chiffres représentent les flux nets, donc déduction faite des remboursements de principal et des rapatriations de capitaux. Ni les intérêts échus ou versés, ni les profits ne sont déduits. On ne tient pas compte non plus des flux de capitaux en sens inverse, investissements ou prêts de résidents de pays en développement dans des pays industrialisés.

doute aurait-on aussi dû prévoir et prévenir l'aventurisme financier qui l'a accompagnée.

Au cours des années soixante, et surtout après l'imposition de la taxe américaine de péréquation sur les intérêts, à côté des marchés « euromonétaires » se développa aussi un marché « eurofinancier » : des obligations étaient émises sur les euromarchés, en plus de celles émises sur les marchés nationaux, limités par la taxe (en ce qui concernait les États-Unis) et le contrôle des changes. Ainsi que le montre le tableau II ci-après, les émissions d'euro-obligations dépassaient de loin celles d'obligations internationales sur les marchés nationaux vers la fin de la décennie.

Pourtant, ce qui est le plus frappant, finalement, c'est la faiblesse de la somme totale de ces financements relativement à la taille des économies nationales ou à la valeur des exportations ; et même par rapport aux tirages sur le FMI ou aux flux officiels aux pays en développement ! Le total annuel des obligations internationales (c'est-à-dire placées en dehors du pays de l'emprunteur) ne dépasse les trois milliards de dollars qu'à partir de 1970. Ce chiffre est à comparer non seulement avec les flux officiels vers les pays en développement, bien plus importants ; mais aussi avec les tirages sur le FMI.

Les flux nord-sud

Mise à part la période de reconstruction de l'immédiat après-guerre, sur laquelle les données sont d'ailleurs rares, dans l'ensemble le Tiers Monde a progressé à une vitesse tout à fait comparable à celle des pays industriels jusqu'en 1973. C'est illustré, par exemple, par le progrès de leurs exportations (tableau I). En ce qui concerne la production et les revenus par habitant, il y avait certes des trainards (par exemple la Birmanie ou l'Argentine), et des pays à progrès mesurés (par exemple l'Inde) ; mais il y avait aussi des pays dont on voyait bien, dès cette époque, qu'ils étaient en train de rattraper les pays industriels. Les investissements nécessaires à cette croissance ont pu être financés sans trop de difficulté.

Immédiatement après la guerre, un premier temps du développement fut généralement financé surtout par l'épargne nationale et les réserves accumulées pendant la guerre, bientôt renforcées par le gonflement des recettes consécutif au boom des matières premières au début de la guerre de Corée. Dans quelques cas seulement d'autres flux extérieurs jouèrent un rôle important : investissements privés directs dans quelques pays producteurs de pétrole ou d'autres minéraux, ou encore colonies « de peuplement » comme les Rhodésies. Il y avait aussi parfois d'importants flux sortants de capitaux privés (Ceylan, Malaisie, Birmanie). Dans quelques autres cas, généralement liés à la guerre froide, l'aide bilatérale prenait une importance exceptionnelle (Corée, Viet-Nam, Israël). Un peu partout, les prêts de la BIRD et les débuts de l'aide bilatérale aidaient au financement de quelques projets.

Vers 1960, les choses commencèrent à changer. Par suite de changements qui affectaient aussi bien la demande que l'offre, l'importance de l'aide économique au développement s'accrut, elle devint souvent plus généreuse, et son rôle se renforça et s'institutionnalisa. Ce changement avait des causes

multiples : épuisement des réserves de change datant des guerres, mondiale et de Corée ; maturation des investissements ; découverte de la difficulté qu'il y avait à obtenir en réalité les taux d'épargne marginale extrêmement élevés que prévoient les premiers plans, à la suite de l'expérience soviétique. Arrivée massive, aussi, des pays africains à l'Indépendance.

Par ailleurs, les premières analyses sérieuses montraient que les limites prudentes de l'endettement pourraient rapidement être dépassées³. L'évolution de la politique américaine réhabilitait un peu la neutralité politique, avant même qu'avec l'élection de Kennedy, en 1960, l'aide au développement ne devienne un important objectif des États-Unis, dont l'Inde devint pour un temps le principal bénéficiaire. Et puis, l'Europe (bientôt rejointe par le Japon) passe des relations coloniales aux relations d'aide.

Portés par ces changements, de longs débats, aux Nations Unies et ailleurs, aboutirent à la création du Fonds Spécial (l'ancêtre du Programme des Nations Unies pour le Développement [PNUD]) et puis de l'Association Internationale du Développement (IDA), filiale de la Banque Mondiale faisant des prêts pratiquement sans intérêt. Le rôle financier de ces organisations multilatérales est d'ailleurs resté modeste pendant la plus grande partie de la période considérée : l'IDA ne put d'abord prêter que 150 millions de dollars par an !

À partir de 1958 se mettait en place le mécanisme des groupes d'aide, d'abord pour aider l'Inde à résoudre une crise de paiements. Sous des noms divers (celui pour l'Inde reçut le nom de « Consortium »), presque toujours présidés par la Banque Mondiale, les groupes d'aide étaient destinés à un grand avenir. Leur première fonction était d'élargir le cercle des donateurs, et d'adjoindre les autres pays industriels aux États-Unis. En dehors de l'Amérique latine et de quelques bastions de la guerre froide (Corée, Taïwan, Indochine, Israël, ...) la plupart des fonds publics allaient passer par ces groupes. Groupes de pression mutuelle pour augmenter l'aide et en améliorer les conditions, les groupes d'aide servirent aussi de forum où l'on discutait des politiques de développement du destinataire, et où l'on essaya, avec des succès divers, de les améliorer.

Le *tableau 3* montre bien l'évolution des flux et de leur composition. Alors que les flux privés, de l'ordre de 2,5 milliards de dollars par an, ont plutôt tendance à baisser, les flux d'origine publique doublent approximativement entre 1956 et 1962, atteignant 5,6 milliards de \$. Dans ces totaux, si la contribution des États-Unis continuait à augmenter, leur part baissait. La France venait en deuxième position aussi bien pour les capitaux publics que pour les capitaux privés, mais on voit déjà s'amorcer la montée du rôle des vaincus de naguère.

Les principales tendances qui se dégagent du tableau ci-dessus, ce sont la domination des flux publics, au moins jusqu'à la fin de la décennie ; et, dans

³ Une des études les plus importantes, fut celle préparée sous la direction de Dragoslav Avramovic à la Banque Mondiale vers la fin des années cinquante. Malheureusement, quand vint la grande vague de l'endettement des années soixante-dix, on ne tint aucun compte de ses conclusions.

ces derniers, la domination des flux bilatéraux. Les deux tendances sont en réalité encore plus marquées qu'il n'apparaît au premier examen. En effet, les crédits à l'exportation sont garantis par les gouvernements des pays exportateurs, et ressemblent par bien des côtés à des flux publics. Ils vont, d'ailleurs, après la crise de la dette, se retrouver dans la catégorie des créances publiques, après transferts des actifs aux assurances-crédit à l'exportation. Les prêts privés aux organisations multilatérales représentent les emprunts de la BIRD (et, plus tard, des banques régionales de développement) ; ils bénéficient, eux aussi, d'une garantie publique. En ce qui concerne les flux privés, les investissements directs restent concentrés sur quelques pays, particulièrement les producteurs primaires (pétrole, métaux non-ferreux). Les crédits à l'exportation étaient mieux répartis. Mais ce qui s'annonce en fin de période, ce sont les flux qui viendront à marquer la prochaine décennie, les prêts bancaires souvent originaires des euromarchés.

Les conditions financières des flux publics étaient favorables. Plus de la moitié se composait de dons ou assimilés. En ce qui concerne les prêts eux-mêmes, en 1970, la dette de l'ensemble des PVD envers les prêteurs publics portait intérêt à 2,75 %, et était en moyenne remboursable en plus de vingt ans.

En rétrospective, les conditions non financières étaient, elles aussi, assez légères. Les prêts multilatéraux destinés au financement de projets spécifiques étaient souvent subordonnés à une bonne conception et une bonne exécution du projet. Ce n'était pas toujours le cas pour les prêts bilatéraux, ni pour les crédits à l'exportation, qui répondaient à des considérations politiques ou commerciales plutôt qu'aux besoins de développement. Par ailleurs, dès 1960 une part non négligeable des prêts était destinée à soutenir la balance des paiements, ou à financer certaines catégories d'importations, plutôt que des projets spécifiques.

151

Cependant, les groupes d'aide influençaient le montant de ces aides. Ils discutaient des politiques économiques qui devaient en assurer la bonne utilisation. Si ces discussions étaient rarement à l'origine de révisions déchirantes ou d'améliorations radicales de ces politiques économiques, ils contribuaient sans doute à les influencer, et dans le bon sens ; et aussi à récompenser les bonnes politiques par une aide plus abondante et aux conditions plus généreuses.

En somme, si les conditions de performance économique dont était assortie de l'aide publique n'étaient pas rigoureuses, elles avaient tout de même le mérite d'exister, et d'être graduées. Quand la croissance avait l'air de s'affaiblir, où que menaçait une crise, les groupes d'aide faisaient sentir leur poids. Mais ils se mobilisaient aussi pour faciliter les réformes souhaitées. L'exemple de l'Inde est, à cet égard, particulièrement intéressant. Gardien jaloux de son indépendance, ce pays était véritablement symbolique de la décolonisation et de la volonté de développement. Le premier groupe d'aide fut, on l'a vu, créé pour lui. En 1964/65, face au ralentissement de la croissance et au déficit croissant de l'agriculture, une mission spéciale fut organisée pour étudier les problèmes, renseigner le groupe d'aide et le cas échéant discuter

LE FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE MONDIALE

de réformes avec le gouvernement. La dévaluation de 1966 et la libéralisation, très limitée, qui l'a suivie ont été plutôt des échecs, sans doute parce que la dévaluation était insuffisante. Par contre, on s'accorde généralement à faire remonter à cette époque les réformes de la politique agricole indienne, qui ont été couronnées d'immenses succès. Dès la mise en œuvre de certaines mesures, le Consortium a engagé environ 900 millions de \$ de crédits destinés à soutenir la balance des paiements.

TABLEAU 3

LES MARCHÉS FINANCIERS INTERNATIONAUX (en milliards de \$)

	Obligations internationales	Dont euro- obligations	Tirages FM
1967	4 222.0	1 889.0	834.7
1968	6 359.0	3 368.0	3 517.4
1969	5 284.0	3 110.0	2 461.2
1970	4 762.0	2 836.0	1 509.3
1971	7 110.0	3 760.0	1 750.2
1972	10 720.0	6 490.0	1 484.3
1973	8 550.0	4 090.0	607.3

Source : *BRI (rapports annuels 1971 & 1974) et International Financial Statistics.*

Quelques années plus tard, l'Inde, puis le Pakistan éprouvèrent une sévère pénurie de devises, que les groupes d'aide s'accordèrent à soulager en allégeant leurs dettes. Encore plus exemplaire fut le rééchelonnement de la dette indonésienne, quand ce pays réforma radicalement sa politique économique après la chute de Sukarno. Négociée au sein d'un groupe d'aide, le rééchelonnement, d'une générosité clairvoyante, sans précédent et, hélas ! jusqu'ici sans successeur, fut négocié en un an. L'exercice réussit parfaitement, du moins au sens de la réussite économique du pays. C'est dans des conditions différentes, et en réponse à un problème conjoncturel, mais avec une promptitude égale que fut créé le Club de Paris, cadre approprié où se rééchelonnaient, le cas échéant, les créances des organisations publiques d'assurance-crédit.

Ce n'est que vers la fin de la décennie que la domination des capitaux publics et associés (crédits à l'exportation et crédits-acheteurs) fut entamée par la montée des prêts bancaires non assurés. Ceux-ci, qui étaient destinés à un grand avenir au cours de la décennie suivante, présentaient pour les emprunteurs un immense avantage par rapport aux autres prêts : leur utilisation n'était liée ni à un pays exportateur, ni à un objet précis, ni à des conditions de politique économique, parfois considérées humiliantes.

LES PAIEMENTS INTERNATIONAUX

Quelque abondants et bon marché que fussent les divers crédits publics, ils ne pouvaient financer que certaines catégories de dépenses. Les prêts bilatéraux étaient généralement affectés aux importations en provenance de chez le bailleur de fonds ; la majeure partie des prêts de la Banque Mondiale, à des projets d'investissements précis. Rien de tout cela ne pouvait servir à payer le pétrole, ou les métaux non-ferreux, les engrais, divers services y compris le fret. Surtout, cela ne pouvait régler le service de la dette. D'où les règles de prudence, qui voulaient par exemple que le service de la dette n'absorbe pas plus de 20 % des exportations : on avait besoin du reste pour les dépenses que l'aide ne financerait pas, quelque généreuse qu'elle fût.

Il en alla bien autrement dès qu'on pouvait emprunter aux banques, et utiliser le produit de ces emprunts pour régler n'importe quelle dépense. Puisque l'on pouvait emprunter pour tout, y compris pour régler le service de la dette, il n'y avait plus à se gêner ; et beaucoup de pays se mettront bientôt à agir en conséquence. D'autant plus que si les prêteurs officiels avaient eu plutôt tendance à souligner les règles de la prudence, voire à subordonner leur concours à ce que ces règles fussent suivies, les prêteurs privés n'agirent pas très différemment en ce domaine lorsqu'ils encouragent les ménages à s'endetter pour acheter une nouvelle auto ou un appareil électro-ménager.

Si le FMI et la Banque Mondiale jouaient un rôle essentiel, leurs prêts ne représentaient qu'une part assez faible du flux des capitaux publics. Le stock total des créances du FMI sur les pays en développement atteignait un record de 1,4 milliard de \$ en 1968, dont près du tiers était dû par l'Inde. Ce pays sortait tout juste d'une crise frumentaire aiguë, et avait emprunté plus de 60 % de son quota l'année précédente. Or, il faut comparer cette somme de 456 millions de dollars au total des prêts publics à long terme déboursés en 1967, qui dépassait largement le milliard de dollars ; et l'aide alimentaire sous forme de quasi-dons, bien supérieure au demi-milliard (la Public Law 480 des États-Unis permettait la vente de produits alimentaires contre la monnaie nationale ; l'essentiel de ces sommes était ensuite reprêté au gouvernement aidé pour financer des projets de développement).

Malgré le rôle important de l'aide, des doutes s'élevaient de temps en temps sur la capacité des pays en développement à assurer le service de leur dette. Ce sont ces doutes, on l'a vu, qui ont puissamment contribué à la création de nouveaux mécanismes de financement, moins onéreux. L'augmentation de l'aide a à son tour réduit le fardeau de la dette. Mais surtout, au cours des deux décennies précédant les crises de 1971-1974, la croissance économique, et particulièrement celle des exportations, a permis de limiter le poids relatif de la dette, d'autant plus facilement que celle-ci portait tout de même, en moyenne, des taux d'intérêt fortement concessionnels.

Le système de Bretton-Woods est l'unique exemple d'un ensemble d'institutions financières mis en place délibérément, après réflexion et par suite d'une conférence réellement mondiale (même l'URSS y participa activement), afin de subvenir aux besoins monétaires et financiers internationaux. Pourtant, il ne dura qu'un quart de siècle ; encore, pendant une bonne partie de ce

temps, il était surtout occupé à mourir. Puisqu'il n'a pas survécu, on est tenté d'en tirer la preuve qu'il ne pouvait pas survivre.

On a relevé son vice initial, de ne pouvoir satisfaire aux besoins de réserves qu'en affaiblissant le dollar, sa pierre angulaire. Pourtant, ce défaut-là, quand on en prit conscience, il fut corrigé par la création en 1969 des Droits de Tirage Spéciaux (DTS), véritable monnaie synthétique de réserve internationale. Mais si le DTS ne fut en réalité jamais tout à fait rodé et ne joua qu'un rôle minime, c'est que le monde n'a presque jamais souffert d'une pénurie de réserves depuis son invention.

Ce qui a réellement tué le système, c'est autre chose : c'est que le pays-clef, celui dont la monnaie était la base et la clef de voûte du système n'a jamais accordé une grande priorité au maintien du système, n'en a jamais fait un important objectif de sa politique économique. Depuis la Seconde Guerre mondiale, les États-Unis ont, en général, poursuivi des politiques internationales clairvoyantes et généreuses. Cela était certainement le cas dans le domaine économique : aide à la reconstruction et au développement, conditions qui généralement visaient à accroître l'efficacité des politiques du pays aidé plutôt qu'à obtenir des avantages au bailleur de fonds, ouverture commerciale longtemps unilatérale... Mais, dans ce pays de démocratie intense, la sauvegarde d'un système abstrait, de notions théoriques comme « équilibre des paiements » ou « convertibilité », n'a jamais mobilisé la population ni les pouvoirs publics. Élever les taux d'intérêt ni augmenter la pression fiscale alors que l'état interne de l'économie américaine ne semblait pas exiger de telles mesures, cela était (et en grande partie, est resté) étranger à la mentalité américaine. Or, le système de Bretton-Woods, était avant tout fondé sur l'acceptation commune de disciplines collectives. Du moment que le participant le plus important rejetait cette discipline, le système ne pouvait pas durer.

Parallèlement, les institutions responsables pour la surveillance de cette discipline collective sont aussi affaiblies. Dans la diminution du rôle du FMI, la responsabilité américaine est moindre : dès le début, les pays européens, France en tête, avaient bien fait comprendre que la permission que devait donner le FMI aux dévaluations importantes n'était, pour eux, qu'une simple formalité. On reproche parfois aux institutions de Bretton-Woods d'être dominées par les pays riches. Le vote pondéré était une concession réaliste en vue d'assurer leur rôle. En fait, les décisions monétaires importantes ont été prises par des groupes restreints, notamment le G5 et le G7 ; et même les discussions informelles avaient eu pour cadre plus souvent la BRI que le FMI. La dose de supranationalité qu'impliquait le système était trop en avance sur son temps.

Troisième ordre de problème, la contradiction entre les instruments des politiques financières et monétaires, souvent réglementaires et administratifs, et la croissance exubérante des marchés véritablement mondiaux, les euromarchés, qui échappaient complètement à l'emprise de telles mesures. Cette zone d'ombre offrait des facilités d'autant plus grandes à la spéculation que l'on savait bien que les taux de change ne pouvaient évoluer que dans une seule direction !

LES PAIEMENTS INTERNATIONAUX

De ces échecs, certains ont conclu qu'ils n'étaient pas seulement inévitables, mais souhaitables ; que les taux de change flottants et les finances sous contrôle présentaient des avantages décisifs ; et qu'en somme, il fallait moins déplorer la chute du système de Bretton-Woods que saluer la naissance du meilleur des mondes monétaires libéraux et fondé sur l'infaillible Marché. C'est faire un peu bon marché des succès de la croissance sous l'égide du système de Bretton-Woods. C'est aussi ne pas tenir suffisamment compte des difficultés subies depuis 1973, crise de la dette du Tiers Monde, problèmes de la balance des paiements américaine (encore !), voire crises financières internes des États-Unis, notamment celle des Caisses d'Épargne (*Savings and Loan*). Problèmes et crises loin d'être encore dénoués, dont par conséquent on ne peut encore connaître le coût.

Non qu'on puisse rêver à reconstruire le cadre de Bretton-Woods. Ni qu'on doive souhaiter la restauration du cadre de contrôles administratifs de l'après-guerre. Mais la mondialisation et la libéralisation des marchés, commencées dans les années soixante par les euromarchés qui ont fini par absorber les marchés nationaux, appelle plus vigoureusement que jamais un cadre international. La partie institutionnelle de ce cadre existe déjà, tel qu'il a été créé à Bretton-Woods. Il suffira de redéfinir les attributions de ces institutions, et surtout, faire en sorte qu'elles puissent les remplir. Il faut espérer que ce sera fait à froid, avant que n'éclate une nouvelle crise.