

# COMMENT LE DOLLAR DEVIENT-IL UNE MONNAIE INTERNATIONALE ?

MICHEL LELART\*

Les accords de Bretton Woods ne faisaient pas que mettre en place un nouveau système monétaire international, ils portaient les germes de son évolution. La mise en place du système dollar pendant les années 1960 a été fortement critiquée sur la base d'une analyse rigoureuse des mécanismes par lesquels le dollar devenait une monnaie internationale. On se souvient du déficit sans pleurs expliqué par Jacques Rueff, du privilège exorbitant dénoncé par Valéry Giscard d'Estaing et le général de Gaulle et enfin du fameux dilemme de Triffin.

265

Les controverses se sont ensuite atténuées. Il faut dire que les liquidités internationales ont perdu leur rôle avec l'extension des changes flexibles puisque, dans ce régime, les banques centrales ne sont plus tenues d'intervenir. Elles ont également changé de nature car avec l'expansion des marchés financiers, les avoirs en devises ne sont plus seulement de la monnaie ou de la quasi-monnaie, ils sont aussi des avoirs de moins en moins liquides qu'il n'est plus facile de mesurer d'une façon précise. L'analyse des mécanismes par lesquels le dollar devient une monnaie internationale est devenue tout à la fois plus compliquée et moins nécessaire.

Et pourtant depuis quelques années, le rôle international du dollar soulève de nouveau beaucoup d'interrogations quant à sa raison d'être, sa légitimité et son avenir. N'est-il pas surprenant que dans son dernier ouvrage, Barry Eichengreen ne parle pas seulement du privilège exorbitant, il en fait son titre (2011). Et que penser du discours du gouverneur de la Banque de Chine qui critique le rôle du dollar en ressuscitant le dilemme de Triffin (2009) ?

---

\* Laboratoire d'économie d'Orléans (LEO), université d'Orléans.

Au moment où une nouvelle crise affecte la finance internationale et rend nécessaire une régulation plus efficace de la finance, voire une réforme du système monétaire international, il est plus important que jamais de réexaminer les conditions dans lesquelles le dollar devient une monnaie internationale. Nous étudierons sa création proprement dite avant d'examiner sa transformation en liquidité. Nous considérerons les flux pendant l'année avant d'examiner les stocks en fin d'année. Et nous verrons quels sont les enseignements que l'on peut tirer de cette analyse et si l'on peut mieux apprécier l'impact de la crise.

### *LA CRÉATION DE LA MONNAIE INTERNATIONALE : LES MÉCANISMES*

Le dollar est une monnaie internationale chaque fois qu'il est détenu, et qu'il peut être utilisé, par un non-résident américain. Il devient donc une monnaie internationale chaque fois qu'il est cédé par un résident à un non-résident. Le cas le plus simple est celui des importations que les entreprises américaines règlent en demandant à leurs banques de débiter leur compte et de créditer le compte de l'exportateur étranger. La transaction est ainsi réglée par un débit-crédit dans les livres d'une banque américaine. Si l'exportateur n'a pas un compte dans la même banque que l'importateur, le règlement passe dans la compensation quelques jours plus tard. Si l'exportateur n'a pas de compte dans une banque aux États-Unis, il peut utiliser les services de sa banque qui a certainement un correspondant aux États-Unis pour faciliter les opérations de ses clients. Dans tous les cas, les dollars ne font que passer d'un compte à un autre. Contrairement à ce que l'on dit très souvent, ils ne sortent pas des États-Unis. Ils restent là où ils sont. C'est leur propriété qui change et qui traverse la frontière. Ils ne sortent que juridiquement.

Il n'en est pas toujours ainsi. D'une part, les dollars peuvent parfois vraiment sortir, quand ils sortent en billets. Cela peut arriver de plusieurs façons : par les touristes, bien que les cartes de crédit réduisent beaucoup la nécessité d'« emporter de l'argent » ; dans le commerce frontalier où les deux monnaies sont facilement utilisées l'une pour l'autre ; enfin, dans les transactions que l'on ne veut pas déclarer puisque les billets ont l'avantage d'être anonymes. D'autre part, une fois sortis, les dollars peuvent rentrer. Les touristes étrangers en ramènent, mais ce sont surtout les exportations américaines qui les font rentrer car cette fois-ci, ce sont les importateurs étrangers qui demandent à une banque aux États-Unis de débiter leur compte et de créditer celui d'un résident américain. Le dollar revient chez lui et il redevient une monnaie nationale. Il n'y a donc création qu'en contrepartie du solde des échanges, des biens comme des services – le tourisme en est un – et comme des transferts. Il suffit que les importations dépassent les exportations, et les dons

accordés les dons reçus. Le solde courant apparaît ainsi comme une première contrepartie de cette création internationale du dollar.

Il existe une deuxième contrepartie de cette création : l'ensemble des crédits accordés à l'étranger par les banques américaines. Celles-ci ne vont pas prêter les dollars qu'elles ont déjà. Elles vont créditer les comptes de leurs clients et faire apparaître de la monnaie qui n'existait pas. Le dollar international est directement créé comme tel. C'est la formule bien connue « les crédits font les dépôts ». Une créance et une dette apparaissent en même temps. À la balance des paiements, les débits et les crédits ont augmenté ensemble. Cela veut-il dire qu'il ne s'est rien passé, comme si les dollars étaient rentrés et sortis en même temps ? Non, bien sûr. Si cette fois on retient le solde, on annule la création du dollar international. La monnaie est un concept brut. Elle est une dette qu'équilibre une créance. Par conséquent, si l'on soustrait l'une de l'autre, il ne reste rien.

D'autres formes de crédits peuvent entraîner un transfert de dollars au reste du monde. Ce sont les crédits accordés par le secteur privé lorsque, par exemple, des entreprises américaines souscrivent du papier commercial émis par des entreprises étrangères – s'il est en dollars. Il y a aussi les crédits du secteur public tels que les souscriptions au capital de certaines institutions internationales. Enfin, une troisième et dernière contrepartie, et celle-là est importante, est constituée à la fois des investissements directs et des investissements de portefeuille. Dans un cas comme dans l'autre, c'est en utilisant des dollars que les entreprises américaines financent leurs filiales ou achètent des titres étrangers.

Le raisonnement jusqu'ici semblait aller de soi. Il va maintenant se compliquer. Car les dollars sortis des États-Unis peuvent y revenir s'ils sont transférés à des résidents : par exemple, lorsque les détenteurs étrangers placent leurs dollars en achetant des titres des États-Unis. Ils n'ont certes plus de dollars, mais ils disposent d'un avoir avec une échéance au terme de laquelle ils retrouveront leurs dollars. Ceux-ci n'ont été que prêtés pour un temps par des non-résidents qui conservent une créance sur les États-Unis. Il n'y a pas lieu de faire la compensation et de retenir un solde net. De toute façon, les dollars qui ont permis d'acheter ces titres sont bien sortis d'abord des États-Unis et ils n'y sont revenus que pour un temps. La création internationale de dollars est indéniable.

On pourrait faire le même raisonnement lorsque les dollars, une fois transférés à des non-résidents, reviennent à des résidents non à l'occasion d'une souscription ou d'un achat de titres, pour être placés aux États-Unis, mais pour y être investis. Une difficulté surgit néanmoins. Lorsqu'il s'agit d'investissements directs, comment considérer les dollars investis ? Ou bien ils permettent d'acquérir des biens réels

(immeubles, machines, équipements...) comme si le reste du monde les avait importés des États-Unis. Dans ce cas, les dollars investis ont permis de régler ces achats de biens américains, ils sont « rentrés » définitivement et la création de monnaie internationale s'en trouve diminuée d'autant. La compensation doit se faire comme dans le cas des exportations. Ou bien ces investissements représentent un actif financier, ils pourront alors un jour être augmentés ou réduits et faire l'objet d'une transaction. Dans ce cas, ils ne sont pas « rentrés » définitivement, il n'y a pas eu destruction de monnaie internationale. La compensation ne doit pas se faire avec les investissements des États-Unis à l'étranger, comme elle ne doit pas se faire dans le cas des placements que nous venons de considérer.

La seconde solution nous semble la meilleure. D'une part, les investissements directs se font aussi parfois par une émission de titres qui, elle, de toute évidence, ne doit pas être compensée. C'est ainsi que procèdent certains fonds souverains qui ont pour mission de rentabiliser les réserves de change de certains pays. Pour compenser les autres investissements, et seulement les autres, il faudrait connaître cette ventilation, mais le département du Commerce ne la précise pas. Peut-il seulement le faire ? D'autre part, ces investissements génèrent des revenus réguliers, sensiblement plus élevés que ceux générés par les placements<sup>1</sup>. Ce sont bien des actifs financiers<sup>2</sup>. Il n'y a pas lieu de déduire les investissements étrangers aux États-Unis des investissements des États-Unis à l'étranger. Ces derniers ont entraîné une création de monnaie internationale et il est logique de considérer qu'ils ne l'ont pas annihilée.

268

Et qu'en est-il quand ces investissements s'accroissent du montant des bénéfices réinvestis ? Observons au passage que cela renforce leur nature d'actifs financiers. Des dollars ont été transférés aux investisseurs étrangers (la balance des opérations courantes est devenue un peu plus déficitaire). Il y a bien eu création de monnaie internationale. Les investisseurs qui auraient pu les conserver sur leur compte ou acheter des bons du Trésor ont préféré les investir à nouveau.

On peut maintenant regarder la balance des paiements américaine et en déduire la création de monnaie internationale par les États-Unis. Nous avons reconstruit la balance de l'année 2010 comme un bilan, l'actif regroupant les débits et le passif les crédits, sans que nous ayons besoin du signe : dans ce bilan, le signe « - » signifie que le chiffre est négatif d'un côté comme de l'autre. N'oublions pas que nous sommes en présence de flux et que les créances et les dettes peuvent parfois diminuer. L'utilisation de ces données soulève toutefois quelques difficultés. Leur incidence est relative, mais il n'est pas sans intérêt d'analyser ces processus d'une façon rigoureuse :

– les crédits accordés par les banques – et leurs engagements correspondants – sont pour l'essentiel en dollars. Quand ils sont en devises,

ils n'ont aucune incidence sur le volume des dollars sortis des États-Unis. Il faut donc exclure ces opérations ;

- il en est de même des crédits accordés et obtenus par des non-banques ; il faut également exclure les crédits de nature commerciale qui accompagnent une importation ou une exportation. Il s'agit alors simplement d'un achat/vente à crédit entre deux partenaires ;

- les crédits accordés par le secteur public (ligne 46)<sup>3</sup> comprennent surtout des avoirs en devises qui ne sont pas compris dans les réserves officielles. Il n'y a pas de création de dollars en contrepartie<sup>4</sup> ;

- les engagements du secteur public comprennent essentiellement des opérations liées à des contrats militaires (ligne 60) dont on voit mal quel peut être l'impact sur les sorties de dollars. Ce compte a même accueilli en 2009 la contrepartie de la nouvelle allocation de DTS (droits de tirage spéciaux) dont ont bénéficié les États-Unis ! Il n'y a pas eu pour autant une quelconque création de dollars.

**Tableau 1**  
**Balance des paiements américaine (année 2010)**  
(en Md\$)

Importations de marchandises	1 935	Exportations de marchandises	1 289
Importations de services	403	Exportations de services	549
Revenus du capital payés	498	Revenus du capital perçus	663
Transferts courants (nets) en capital (nets)	136 –		
Investissements directs américains	351	Investissements directs étrangers	236
Achats de titres étrangers	152	Achats étrangers de titres américains <sup>a</sup>	150
Crédits du secteur privé <sup>b</sup>	–7	Engagements du secteur privé <sup>b</sup>	77
Crédits des banques américaines	515	Engagements des banques américaines	168
Crédits du secteur public	–7	Engagements du secteur public	12
Réserves officielles	2	Bons du Trésor américain <sup>c</sup>	573
		Monnaie américaine <sup>d</sup>	28
		Produits financiers dérivés (nets)	14
		Erreurs et omissions	219
<b>Total</b>	<b>3 978</b>		<b>3 978</b>

<sup>a</sup> L'achat étranger de titres des États-Unis comprend des titres, autres que les bons du Trésor, acquis à la fois par des agents privés étrangers (ligne 66) et des institutions officielles (ligne 62).

<sup>b</sup> Les crédits et les engagements du secteur privé sont en fait « recensés par des non-banques ». Les crédits et les engagements des banques des États-Unis sont en réalité « recensés par des banques ou des courtiers en valeurs ».

<sup>c</sup> Les bons du Trésor américain détenus à l'étranger (lignes 58 et 65) comprennent aussi des titres émis par certaines agences ou institutions gouvernementales et détenus par des institutions officielles étrangères (ligne 59).

<sup>d</sup> La monnaie américaine correspond aux billets qui sont effectivement sortis durant l'année.

Nous pouvons maintenant puiser dans la balance des paiements de 2010 les données qui nous permettent de poursuivre notre analyse.

*Au passif*, on trouve la création de monnaie internationale par les États-Unis, qui est égale à l'ensemble de leurs engagements qui sont autant d'avoirs que le reste du monde n'a pu se procurer que parce que des non-résidents ont eu en mains les dollars correspondants. Le reste du monde n'a pu investir, placer, prêter et conserver ces dollars en 2010 que parce qu'il en a d'abord disposé. On retient donc :

les investissements directs étrangers	236
les placements étrangers en titres américains	150
les crédits obtenus par le secteur privé américain <sup>5</sup>	69
les dépôts étrangers dans des banques américaines	238
les bons du Trésor souscrits par le reste du monde	573
la monnaie américaine détenue à l'étranger	28
Total (en Md\$)	1 294

*À l'actif*, on trouve les contreparties de cette création de monnaie internationale par les États-Unis, c'est-à-dire les opérations par lesquelles ils ont transféré des dollars au reste du monde tout au long de l'année 2010. On retient donc :

leur déficit courant	471
leurs investissements à l'étranger	351
leurs placements à l'étranger	152
les crédits du secteur privé en dollars <sup>6</sup>	- 20
les crédits de leurs banques en dollars	433
les crédits du secteur public en dollars	3
l'augmentation de leurs réserves <sup>7</sup>	2
Total (en Md\$)	1 392

Il n'est pas étonnant que cette création de dollars ne corresponde pas exactement à ses contreparties. Les transactions internationales d'un pays ne sont pas enregistrées au jour le jour dans la balance des paiements, en respectant la convention de la partie double ; elles sont enregistrées après coup, à partir des statistiques dont les services compétents disposent dans les mois qui suivent et il y a toujours des différences entre les débits et les crédits. Ici aussi, c'est pour l'essentiel le poste « erreurs et omissions », ou « écart statistique », qui explique cette différence<sup>8</sup>, sans que l'on puisse déterminer si et dans quelle mesure il faudrait l'ajouter aux autres postes du passif puisqu'on ne sait pas quelles transactions n'ont pu être enregistrées.

Il reste un compte que nous semblons avoir oublié, ce sont les produits financiers dérivés. Les transactions correspondantes sont ins-

crites à la balance des paiements des États-Unis depuis 2006, quand leur montant net a représenté un pourcentage non négligeable des « entrées nettes de capitaux »<sup>9</sup>. Ces transactions qui ont un impact sur les avoirs et les engagements des États-Unis marquent-elles une sortie de dollars ? La réponse ne va pas de soi. D'une part, il existe une grande variété de produits financiers dérivés, les contrats à terme *forward* ou *futures*, les options, les *swaps*... Certaines transactions se font de gré à gré, d'autres passent par un marché. D'autre part, elles peuvent être dénouées très rapidement et il n'est pas possible d'évaluer les flux, mais seulement de comparer des positions successives. Enfin, elles ne concernent pas toutes des dollars, mais les statistiques à cet égard ne sont pas disponibles. Il semble bien cependant que ces opérations n'ont pas à être prises en compte dans notre analyse. En effet, les règlements, donc les transferts de monnaie, n'interviennent pas au préalable, mais le plus souvent *in fine*, ce qui n'est pas toujours le cas. Ils peuvent même intervenir en cours de contrat (*futures*) ou rester tout à fait aléatoires (*options*). Et ils peuvent parfois être considérés aussi bien comme des revenus – ou des pertes – d'un placement que comme des gains – ou des pertes – sur le capital<sup>10</sup>. Toutes ces raisons justifient que nous écartions ces opérations de notre analyse.

Celle-ci de toute façon ne tend pas à chiffrer, au million de dollars près, la création de monnaie internationale par les États-Unis. Elle tend plutôt à mettre à jour les mécanismes afin de mieux comprendre comment fonctionne ce système. Une fois devenu monnaie internationale, le dollar ne reste pas inscrit en compte courant dans une banque américaine. Le plus souvent, il se transforme et devient un avoir simplement moins liquide que la monnaie.

271

### *DE LA CRÉATION À LA TRANSFORMATION : LA LIQUIDITÉ*

Reprenons notre schéma. À mesure que les dollars sortent des États-Unis, ils sont transférés dans des banques américaines sur le compte de non-résidents. Ces derniers peuvent les utiliser eux-mêmes ou vouloir les échanger dans leur monnaie : ils vont alors les céder sur le marché des changes soit à un agent qui les achète parce qu'il en a besoin, soit à la banque centrale qui intervient pour stabiliser le cours. Dans les deux cas, ils restent détenus par un non-résident américain. S'ils sont ensuite utilisés pour régler des importations des États-Unis, ils rentrent dans leur pays : il y a création, puis destruction de monnaie internationale. S'ils sont placés en actions, en bons du Trésor ou en dépôts à terme, le non-résident n'a plus les dollars sur son compte

courant, mais il conserve une créance à plus ou moins long terme sur les États-Unis : il y a création, puis transformation.

Ces mécanismes paraissent aller de soi. Il n'en est rien. Afin de mieux comprendre pourquoi, regardons le schéma que nous avons construit, en ne conservant que les opérations financières (en Md\$) :

Avoirs		Engagements	
Invest. directs américains	351	Invest. directs étrangers	236
Invest. de portefeuille	152	Placements étrangers	150
Crédits du secteur privé	- 20	Crédits obtenus secteur privé	69
Crédits des banques US	433	Dépôts dans les banques US	238
Crédits du secteur public	3	Bons du Trésor américain	573
Augmentation des réserves	2	Monnaie américaine	28

Nous avons expliqué que les dollars étaient d'abord cédés à des non-résidents en contrepartie d'investissements, de placements, de crédits faits ou accordés à l'étranger et qu'ensuite, l'essentiel de ces dollars étaient remplacés par d'autres engagements américains. La relation va donc de l'actif vers le passif : les crédits font les dépôts.

Et pourtant, si l'on regarde le schéma ci-dessus, en privilégiant l'aspect purement comptable, ne pourrait-on pas dire que les États-Unis cèdent ou prêtent au reste du monde les dollars qu'ils ont empruntés ? La relation irait cette fois du passif à l'actif : les dépôts font les crédits. Après tout, une banque a le pouvoir de créer de la monnaie, mais les États-Unis ne seraient-ils pas qu'un simple intermédiaire financier qui doit emprunter pour prêter ?

On reconnaît là la célèbre thèse dite « DKS » soutenue en 1965 par Émile Despres, Charles Kindleberger et Walter Salant<sup>11</sup>. Les États-Unis faisaient alors apparaître plusieurs soldes à leur balance des paiements. Le plus connu était calculé en termes de liquidités brutes. Il mesurait la variation de la position liquide du pays égale à la différence entre ses réserves et ses engagements liquides. Tous les autres comptes étaient « au-dessus de la ligne ». Cette balance était chaque année déficitaire. Elle était aussi l'objet de critiques incessantes, notamment de la part des pays européens. Les trois auteurs cités ont expliqué que ce déficit était lié à la fonction d'intermédiaire financier que leur pays était amené à remplir au plan international dans l'intérêt même de l'Europe. Une telle fonction rendait cette balance déficitaire dans la mesure où les États-Unis empruntaient au reste du monde en même temps qu'ils lui prêtaient. Autant dire qu'ils lui empruntaient pour lui prêter, d'autant plus qu'ils prêtaient à plus long terme qu'ils n'empruntaient. Et cela servait les intérêts de l'Europe qui avait une grande capacité d'épargne et un fort besoin d'investissements. Elle avait une préférence plus forte

pour la liquidité que les États-Unis. Elle préférait placer son épargne et laisser les États-Unis faire les investissements et prendre les risques. De plus, ce pays disposait de marchés financiers plus performants, la variété des titres offerts y était plus grande et l'écart entre les taux de court et de long terme y était moindre. Son rôle était alors tout tracé : il empruntait à court terme à l'Europe et lui prêtait à long terme.

La thèse DKS a suscité à l'époque un certain nombre de critiques. Elles ont concerné la responsabilité de l'Europe dans ce schéma, sa préférence pour la liquidité, l'écart entre les taux américains, c'est-à-dire les raisons pour lesquelles les États-Unis jouaient ce rôle au profit de l'Europe. Mais le fait qu'ils jouent ce rôle, pour les pays européens ou pour d'autres, n'a pas été remis en cause. Aujourd'hui encore, on pense souvent que les États-Unis empruntent au reste du monde pour lui prêter. Comment expliquer autrement que l'on parle si souvent, à propos de ce pays, des entrées et des sorties de capitaux et que l'on fasse dépendre les sorties des entrées. L'expression « entrée de capitaux » est ambiguë dans le cas des États-Unis puisque les dollars qu'ils empruntent sont déjà sur des comptes dans leurs banques. Ils ne peuvent donc pas « rentrer ». Les dollars qu'ils semblent avoir empruntés, ils les ont au préalable, nécessairement, prêtés ou cédés au reste du monde. C'est pourquoi il est difficile d'admettre, comme l'écrit Henri Bourguinat, que « ce pays reçoit plus de capitaux de l'extérieur qu'il ne lui en fournit » (1978, p. 160). Barry Eichengreen ne dit pas autre chose : « Les États-Unis disposaient à peu de frais de financements étrangers qu'ils utilisaient de manière contre-productive. » (2011, p. 157). On peut également contester que les États-Unis « empruntent en vendant des actifs peu risqués et investissent dans des actifs étrangers plus risqués » (Farmi, Gourinchas et Rey, 2011, p. 55).

273

Ne pourrait-on cependant imaginer que des dollars prêtés par une banque, par exemple britannique (une « eurobanque »), soient transférés dans une banque américaine ? Cette fois, des dollars rentreraient aux États-Unis sans être sortis au préalable : on pourrait parler d'une « entrée » au vrai sens du terme. En fait, cela dépend. Ou bien – c'est le cas le plus fréquent – la banque anglaise va prêter des dollars qu'elle détient chez son correspondant américain, lequel va simplement exécuter un transfert du compte de cette banque à celui de son client. Il n'y a alors pas d'« entrée ». Ou bien la banque anglaise va prêter ces dollars en créditant directement le compte de son client dans ses propres livres. Si ce dernier veut ensuite transférer ces dollars aux États-Unis, elle débitera son compte et créditera celui de la banque américaine, laquelle détiendra dans une banque britannique des dollars dont elle ne disposait pas auparavant et qu'elle va inscrire au compte de ce client. Dans ce cas, évidemment plus rare, on peut parler d'une

entrée de dollars aux États-Unis. Mais cette entrée ne précède pas pour autant la sortie. Les deux sont concomitantes : c'est encore le crédit qui fait le dépôt, non cette fois du fait d'une banque américaine dans son pays, mais du fait d'une autre banque hors des États-Unis.

Non seulement – hormis ce cas particulier – l'entrée de dollars aux États-Unis n'a pas de sens, mais aussi que ce soit l'entrée qui précède la sortie, que les dollars ne puissent sortir que s'ils sont d'abord rentrés, n'en a pas davantage. Car c'est bien ce que veut dire la thèse de l'intermédiation financière : l'institution emprunte pour prêter. Mais à qui ces dollars pourraient-ils être empruntés ? Par qui pourraient-ils être créés avant d'entrer dans leur pays ? Car enfin, une monnaie doit exister avant d'être transformée en liquidité. Comme les dollars sont la monnaie américaine, ils ne peuvent être créés qu'aux États-Unis. Le même problème se fait jour pour la création de monnaie nationale. On fait souvent partir le schéma d'un premier dépôt qui permet un crédit qui reste en dépôt... Mais d'où vient le premier dépôt ? C'est d'un crédit qu'il faut partir, la banque empruntant elle aussi à la banque centrale... qui lui prête.

C'est seulement après avoir été créés comme monnaie de règlement que les dollars peuvent être transformés en actifs de réserve plus ou moins liquides. La création ne peut que précéder la transformation. Compenser la variation des avoirs et des engagements des États-Unis, de leurs créances et de leurs dettes conduit à compenser la monnaie et ses contreparties, en un mot à effacer la création<sup>12</sup>. C'est pourtant ce qui est fait le plus souvent. Les États-Unis ont commencé à le faire en 1971 quand ils ont publié une balance des liquidités nettes dans laquelle les avoirs liquides se trouvaient en dessous de la ligne, comme les engagements liquides. Cette nouvelle balance présentait un solde moins déficitaire que la balance des liquidités brutes. Mais en faisant la compensation entre les créances et les dettes, liquides sous la ligne, non liquides au-dessus, on tire un trait sur le rôle essentiel des États-Unis (Lelart, 1976, pp. 88-90).

Le département du Commerce a repris cette analyse dans les années 1980 en considérant les « entrées nettes de capitaux » pour financer le déficit des opérations courantes, comme si les États-Unis devaient alors emprunter plus qu'ils ne prêtaient (1985). Il n'est pas sans intérêt de noter que les entrées de capitaux correspondent ici à une augmentation des engagements, cela même que nous avons considéré comme une sortie de dollars ! Mais surtout une telle explication méconnaît le fait que les sorties (augmentation des avoirs) entraînaient automatiquement des entrées (augmentation des engagements). Cette analyse se trouve néanmoins consacrée depuis quelques années, depuis que le département du Commerce fait nettement apparaître, dans ses commentaires sur la balance des paiements, un solde du compte financier,

un *net financial flow*, qu'il définit comme la somme des avoirs des États-Unis à l'étranger et des avoirs étrangers aux États-Unis (en fait, les variations et bien sûr la différence car il faut tenir compte du signe). En fait, ce solde ne signifie rien de plus que les autres soldes bien connus. Il est égal au solde des opérations courantes, plus les erreurs et omissions... On est loin de la création internationale de dollars !

Ce qui importe, en effet, n'est-ce pas plutôt la quantité de dollars devenant de la monnaie internationale, non cette différence entre les engagements et les avoirs, mais les seuls engagements ? À cet égard, le solde ci-dessus n'a vraiment aucun sens. Il pourrait être nul, avec un solde courant égal aux erreurs et omissions. Il y aurait quand même une augmentation des engagements en dollars dans le monde ! Et il y en aurait encore si les avoirs dépassaient les engagements, comme avant les années 1980 quand la balance courante était excédentaire...

Le passage par les monnaies nationales ne change rien à ces mécanismes. Supposons que des ménages américains achètent des titres japonais. Il faut que des dollars soient échangés contre des yen sur le marché des changes. Supposons maintenant que des entreprises japonaises investissent aux États-Unis. Elles vont échanger des yen contre des dollars. Naturellement, les transactions avec tel ou tel pays, en telle ou telle devise, ne s'équilibrent jamais, même en considérant l'ensemble des transactions. L'équilibre va se faire par une variation des réserves détenues par les autres pays ou une variation des cours des autres monnaies par rapport au dollar. Cette variation induite *ex ante* par les mécanismes de création de monnaie internationale va avoir des conséquences *ex post* sur l'accumulation des avoirs en cette monnaie, c'est-à-dire sur les agrégats correspondants.

275

### DES FLUX AUX STOCKS : LES AGRÉGATS

Nous avons considéré jusqu'ici la création de monnaie internationale chaque année par les États-Unis, à partir de leur balance des paiements. Il est important d'analyser le résultat de toutes ces opérations au fil des années pour connaître la situation à un moment donné en considérant cette fois les stocks. Après la balance, le bilan. En fait, on ne peut pas présenter le bilan international des États-Unis car il devrait regrouper l'ensemble des transactions effectuées avec le reste du monde, notamment les opérations courantes dont il faudrait faire le cumul non seulement depuis la guerre, mais aussi depuis que le pays fait du commerce avec l'étranger... Le département du Commerce publie régulièrement la position financière internationale qui regroupe uni-

quement les transactions financières. De ce fait, elle ne peut pas être équilibrée : son solde est égal à la différence entre les avoirs et les engagements extérieurs des États-Unis. Il correspond en même temps au solde cumulé des opérations courantes dont on ne connaît pas le détail. À la fin de 2010, cette différence est égale à  $-2\,581$  Md\$. Cette position financière est donc négative. Les États-Unis doivent au reste du monde près de  $2\,600$  Md\$ de plus que le reste du monde ne leur doit.

Cette situation varie d'une année à l'autre, au gré des transactions enregistrées sur la balance des paiements, à mesure que les États-Unis achètent, vendent ou prêtent de plus en plus au reste du monde. Le montant de leurs avoirs et de leurs engagements à la fin de l'année devrait exactement correspondre à ce montant à la fin de l'année précédente, augmenté ou diminué des transactions effectuées durant l'année. Il n'en est rien, pour trois raisons. La première tient à des variations de prix. La valeur des avoirs officiels en or, par exemple, varie avec le cours du métal ; la valeur des titres, notamment celle des actions, comme celle des investissements directs effectués auparavant, varie régulièrement. La deuxième tient aux fluctuations des cours du change qui peuvent affecter la valeur des avoirs en devises – bien que les États-Unis en détiennent très peu –, comme la valeur des titres étrangers libellés dans une monnaie nationale ou celle des engagements d'entreprises américaines exprimés en devises. Enfin, la troisième tient à des ajustements statistiques inévitables le plus souvent liés à une amélioration du recensement ou à une révision des comptes, ce à quoi le département du Commerce procède une fois par an, au mois de juin. Ce triple impact n'a pas été négligeable en 2010 par rapport aux flux de capitaux de l'année. Il est moins important par rapport aux avoirs et aux engagements en début d'année car il concerne les uns et les autres d'une façon à peu près égale – à  $200$  Md\$ près – et en fait, il n'affecte guère le solde de cette position financière.

**Tableau 2**  
**Position financière internationale des États-Unis (à la fin de 2010)**  
 (en Md\$)

Avoirs		Engagements		
Invest. directs américains	4 429	Invest. directs étrangers	2 659	
Invest. de portefeuilles actions	1 737	Actions	2 992	
Invest. de portefeuilles autres titres	4 486	Autres titres	2 868	
Créances du secteur privé	874	Engagement du secteur privé	1 366	
Créances des banques américaines	4 573	Engagement des banques US	3 885	
Créances du secteur public	75	Engagement du secteur public	110	
Réserves officielles	489	Bons du Trésor	5 022	
		Monnaie américaine	342	
<b>Total</b>	<b>16 663</b>	<b>Total</b>	<b>19 244</b>	<b>- 2 581</b>
<i>Position à la fin de 2009</i>	<i>14 986</i>	<i>Position à la fin de 2009</i>	<i>17 517</i>	<i>- 2 531</i>
<b>Flux de l'année 2010</b>	<b>1 005</b>	<b>Flux de l'année 2010</b>	<b>1 244</b>	<b>- 239</b>
Variation des prix	622	Variation des prix	540	} 189
Autres variations	- 52	Autres variations	- 12	
Variation de change	101	Variation de change	- 45	

Source : département du Commerce (2011, p. 121).

Il n'en est pas de même pour la création de monnaie internationale qui est, au contraire, un concept brut. Nous allons maintenant considérer non plus le mécanisme par lequel chaque année des dollars sortent des États-Unis, mais le résultat : combien sont-ils sortis à un moment donné ? Il suffit de prendre le total des engagements des États-Unis. À la fin de 2010, ils s'élevaient à 19 244 Md\$. Quelques ajustements sont nécessaires, comme ils l'ont été pour les flux. D'une part, les engagements des banques sont surtout des dépôts reçus. La plupart sont en dollars, mais il en est en devises, comme leurs crédits. De même, une fraction des engagements des non-banques envers des entreprises étrangères sont en devises ou s'apparentent à du crédit commercial. D'autre part, les engagements du secteur public correspondent à des opérations liées à des contrats militaires, par exemple à des acomptes reçus. Ces opérations n'ont pas d'impact sur la création de dollars.

Une correction, beaucoup plus significative, semble également se justifier. Il s'agit des investissements directs qui, dans la balance des paiements, sont évalués *at current cost*, c'est-à-dire aux prix courants, aux prix pendant la période considérée. Le département du Commerce évalue aussi les investissements directs, américains comme étrangers, de deux autres façons. La première est une évaluation *at historical cost* ou *at book value*, c'est-à-dire à leur coût quand ils ont été effectués ou au coût inscrit dans les comptes des entreprises. La seconde, effectuée depuis 1982, correspond au nouveau concept de *fair value*. C'est une évaluation *at market value* qui est obtenue en utilisant des indices

boursiers, ce qui permet de tenir compte des actifs incorporels que l'on ne peut directement évaluer. Laquelle de ces valeurs devons-nous retenir ?

– quand les investissements directs des États-Unis ont été effectués, ils ont nécessité des règlements correspondant à leur coût, lequel mesure bien la sortie de dollars qu'ils ont entraînée. L'évaluation au coût historique semble donc la meilleure, quand il s'agit de flux, pour évaluer la création de dollars pendant une année. Mais le cumul de ces investissements sur une longue période (2 343 Md\$ à la fin de 2010) est peu significatif du fait de l'inflation<sup>13</sup> ;

– quand la valeur de marché de ces investissements augmente, dans les années qui suivent, cette augmentation ne correspond à aucune sortie de dollars. Cependant, les investissements étrangers aux États-Unis peuvent être cédés sur le marché et remplacés par des dollars pour une valeur équivalente<sup>14</sup>. Cette évaluation (3 451 Md\$) semble mieux adaptée pour mesurer, à un moment donné, la quantité d'avoirs en dollars détenus par le reste du monde.

On peut ainsi mesurer *ex post*, si l'on peut dire, la création de monnaie internationale par les États-Unis à la fin de 2010 de la façon suivante<sup>15</sup> :

278

	Envers les secteurs		Total
	officiel	privé	
Investissements directs étrangers	–	3 451	3 451
Placements actions US	–	2 992	2 992
Placements autres titres US	–	2 868	2 868
Engagements du secteur privé US	618	491	1 109
Engagements des banques US	178	3 152	3 330
Bons du Trésor	3 957	1 065	5 022
Monnaie américaine	–	342	342
Total (en Md\$)	4 753	14 361	19 114 <sup>16</sup>

La quantité de dollars transférés au reste du monde et qui ne sont pas définitivement « revenus » aux États-Unis atteint donc en valeur actuelle 19 114 Md\$ au 31 décembre 2010. Encore une fois, ces chiffres sont des ordres de grandeur. D'une part, nous avons procédé, comme pour les flux, à un certain nombre d'ajustements qui peuvent être discutés. D'autre part, les données annuelles proviennent de la balance des paiements dont on sait que, si elle est toujours équilibrée, c'est grâce aux erreurs et omissions. Les données en termes de stocks proviennent de la position financière internationale qui, elle aussi, est toujours

équilibrée, mais la position nette, comme les erreurs et omissions, est un solde. Enfin, les données d'une année, aussi bien qu'à une date précise, sont revues et corrigées chaque trimestre pendant les premières années qui suivent. Elles sont toutes estimées, parfois à l'aide de modèles. Elles ne résultent pas de déclarations officielles basées sur des documents certifiés. On comprend que le département du Commerce ait souligné le « caractère imprécis » de ces données et conseillé d'utiliser cette position financière avec précaution (Bame, 1985).

Cependant, quelques comptes sont mieux connus et de ce fait plus précis. Ce sont les engagements envers le secteur officiel (4 753 Md\$). Les banques centrales étrangères détiennent surtout des bons du Trésor, des titres émis par des entreprises et quelques dépôts dans les banques américaines. Mais le Fonds monétaire international (FMI) chiffre à cette date les avoirs en devises des banques centrales à 5 970 Md\$ de DTS, soit 9 195 Md\$. Il y a là des dollars, des euros, des yen, des livres... On considère habituellement que les dollars représentent à peu près 65 % des avoirs en devises. Cela ferait près de 6 000 Md\$, soit 1 200 Md\$ de plus que le montant qui ressort de la position financière. Cela tient à l'imprécision des données, mais aussi sans doute aux investissements effectués par les fonds souverains qui ne sont pas des banques centrales, mais qui gèrent le plus souvent une partie de leurs réserves.

279

Les réserves de change, les banques centrales, le FMI..., nous entrons maintenant dans les liquidités internationales, du moins celles qui sont officielles. Notre analyse permet de mesurer un concept plus large de liquidités internationales, limité bien sûr aux dollars. Les engagements extérieurs des États-Unis envers le secteur privé s'élèvent à 14 361 Md\$. Mais peut-on toujours parler de « liquidités internationales » ?

De quoi s'agit-il ? À la fois des avoirs extérieurs liquides, tels que les billets américains ou les dépôts dans des banques américaines, des avoirs quasi liquides, tels que les bons du Trésor ou des titres courts émis par des entreprises américaines, des avoirs moins liquides, comme les « autres titres » qui peuvent être, par exemple, des obligations, enfin des avoirs qui ne sont plus liquides du tout comme les actions d'entreprises américaines et surtout les investissements directs effectués par l'étranger. Les liquidités internationales en dollars ne pouvant comprendre que des avoirs réellement liquides ou presque, on peut définir plusieurs agrégats internationaux. Au 31 décembre 2010 :

- les liquidités officielles s'élèvent à 4 753 Md\$ ; cet agrégat est bien connu, surtout dans sa mesure effectuée par le FMI ;
- les liquidités internationales, c'est ainsi qu'on les appelle, comprennent aussi les liquidités « privées » (5 050 Md\$), soit 9 803 Md\$.

Ces liquidités internationales n'épuisent pas toutes les opérations en dollars. Elles appréhendent la partie qui est devenue plus ou moins liquide, mais pas l'ensemble. La création internationale de dollars apporte un éclairage nouveau. Qu'il s'agisse des flux mesurés chaque année (1 294 Md\$ en 2010) ou des stocks qui s'accumulent chaque année (19 114 Md\$ à la fin de 2010), elle est une donnée qu'il est intéressant d'analyser et qui peut aider à mieux comprendre le fonctionnement du système monétaire et financier international.

### QUELQUES COMMENTAIRES

Considérons d'abord les flux : la sortie de dollars chaque année mesurée par l'augmentation des engagements des États-Unis. La première constatation qui s'impose est leur vertigineuse augmentation : 1,8 Md\$ en moyenne par an dans les années 1950, moins de 5 Md\$ durant les années 1960, quelques dizaines de milliards de dollars lors des années 1970, quelques centaines de milliards de dollars pendant les années 1980, plus du double la décennie suivante, et toujours de plus en plus depuis, jusqu'à plus de 2 000 Md\$ en 2006, puis en 2007, avant la crise. La sortie de dollars des États-Unis a augmenté de façon quasiment exponentielle, mais surtout très irrégulière. On peut parler d'une extrême volatilité. Cette sortie a progressé certaines années de plus de 60 %, voire de près de 80 % quelques années, et a sensiblement diminué d'autres années. La dernière décennie a été particulièrement volatile (cf. tableau 3 ci-contre).

280

Cette volatilité se retrouve dans les contreparties. La balance des opérations courantes est toujours déficitaire depuis 1982 et son déficit augmente à peu près régulièrement, si l'on excepte le ralentissement depuis trois ans. On peut faire la même observation à propos des investissements et des placements des États-Unis à l'étranger, si l'on excepte encore une fois les trois dernières années. Les crédits accordés par les secteurs bancaire et non bancaire connaissent des fluctuations beaucoup plus accusées. La compensation ne s'établit pas systématiquement entre ces contreparties, pas même partiellement. Il faut bien comprendre que ces comptes recensent des opérations très diverses. Les crédits du secteur bancaire, par exemple, peuvent être des crédits accordés par des banques américaines, mais aussi des dépôts, des certificats de dépôt ou d'autres titres de créances négociables détenus par des banques ou des courtiers. Ce peut être aussi des créances liées à des cessions temporaires de titres (opérations de pension) qui servent de garanties. Leurs débiteurs étrangers peuvent être d'autres banques, des filiales de banques américaines ou leur banque-mère, des firmes étrangères ou des filiales d'entreprises américaines, des institutions officielles

ou de simples non-résidents. Tous ces agents peuvent être situés dans un pays ou un autre, en Europe, au Royaume-Uni, au Japon, dans les Caraïbes...

**Tableau 3**  
**Création internationale de dollars**  
(en Md\$)

	Par année (flux) <sup>a</sup>	En fin d'année (stocks) <sup>b</sup>	Position financière internationale nette <sup>c</sup> aux prix	
			courants	du marché
1960	2	41	45	–
1965	1	63	60	–
1970	6	98	69	–
1975	23	210	94	–
1980	58	569	361	–
1985	144	1 226	62	–
1990	139	2 409	–230	–164
1995	435	3 916	–430	–278
2000	1 038	7 576	–1 337	–1 581
2005	1 247	12 762	–1 991	–2 067
2006	2 365	15 441	–2 252	–1 869
2007	2 065	17 708	–1 868	–1 351
2008	431	16 757	–3 420	–4 155
2009	336	17 517	–2 531	–2 852
2010 <sup>d</sup>	1 244	19 244	–2 581	–2 956

281

<sup>a</sup> Les flux correspondent à la création internationale de dollars, c'est-à-dire à la sortie chaque année de dollars des États-Unis.

<sup>b</sup> Les stocks correspondent à la création internationale de dollars jusqu'à une date donnée, c'est-à-dire à l'ensemble des engagements des États-Unis envers le reste du monde à cette date.

<sup>c</sup> La position financière internationale nette est égale à la différence entre les avoirs et les engagements des États-Unis envers le reste du monde, c'est-à-dire à leurs avoirs nets jusqu'en 1985 et à leurs engagements nets depuis.

<sup>d</sup> Nous avons effectué plusieurs corrections pour l'année 2010 (cf. notes 5, 6 et 15). Pour homogénéiser ce tableau, nous avons repris ici les données non corrigées.

Sources : département du Commerce (2011, données à partir de 1980) ; pour les années antérieures : divers numéros de *Survey of Current Business*.

Les transactions effectuées par les États-Unis avec le reste du monde sont d'une extrême diversité. Elles concernent une infinité d'agents en contact avec une infinité de partenaires dans un grand nombre de pays étrangers. Elles entraînent, les unes et les autres, un transfert de dollars pour des montants que l'on ne peut que mesurer *ex post* en cherchant

à les expliquer. Cette volatilité apparaît plus nettement encore quand on examine les opérations de chaque trimestre. On observe parfois, à l'intérieur d'une année, des variations très importantes qui sont quelquefois des changements de sens : un trimestre, les dépôts augmentent..., le trimestre suivant, ils diminuent..., et *vice-versa*. La création internationale de dollars résulte des transactions effectuées jour après jour entre toute l'économie américaine et toutes les économies étrangères.

Comment cela s'est-il passé au moment de la crise qui a débuté lors de l'été 2007 ? La sortie de dollars est passée de 2 065 Md\$ cette année-là à 431 Md\$ l'année suivante et à 336 Md\$ en 2009. Cette chute brutale est en réalité encore plus brutale qu'il n'y paraît. Car la Federal Reserve a négocié en 2008 un *swap* avec la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon, auxquelles elle a fourni, en septembre 2008, 500 Md\$ contre l'équivalent en devises. Le *swap* a été dénoué au premier semestre 2009. Les 500 Md\$ ont été inscrits dans les engagements du Trésor (ligne 58)<sup>17</sup>, ils ont donc augmenté d'autant l'augmentation globale des engagements des États-Unis. Et ils ont réduit d'autant cette augmentation l'année suivante. Si l'on ne retient pas cette opération exceptionnelle et qui s'est dénouée en moins d'une année, la création internationale de dollars a été ces années-là non de 431 Md\$, puis de 336 Md\$, mais de -69 Md\$, puis de 836 Md\$. Du fait de la crise, la sortie de dollars a donc été légèrement négative avant de retrouver les années suivantes un niveau plus normal avec 836 Md\$, puis 1 244 Md\$<sup>18</sup>.

Ce retournement spectaculaire va se retrouver dans les contreparties de cette sortie de dollars :

	2007	2008	Variation
Déficit courant	710	677	- 33
Invest. et placements américains	781	132	- 649
Créances banques et courtiers	650	- 542	- 1 192
Créances des non-banques	1	- 456	- 457
Total (en Md\$)	2 142	- 189	- 2 331
Sortie de dollars (ajustée) <sup>19</sup>	2 065	- 69	- 2 134

Le déficit courant s'est à peine réduit en 2008 et les opérations financières se sont au contraire considérablement réduites, particulièrement les opérations effectuées par les banques et les courtiers en valeurs. Les banques américaines ont réduit leurs crédits à la clientèle étrangère comme à leurs partenaires étrangers. Les courtiers ont surtout réduit les mises et les prises en pension de titres. Les non-banques ont

diminué leurs dépôts à l'étranger. Il est normal que l'impact de la crise se soit étendu aux opérations financières effectuées entre les États-Unis et le reste du monde. Il s'est manifesté par une réduction drastique de la sortie de dollars en 2008.

La crise n'a pas eu de conséquences que sur les sorties de dollars pendant l'année 2008 (les flux). Elle en a eu sur la quantité de dollars devenus une monnaie internationale (les stocks). L'impact cette fois est beaucoup plus relatif, tant cet agrégat a vite progressé. Il a quasiment « perdu » 1 000 Md\$ en 2008, les a récupérés l'année suivante et largement repris en 2010. À la fin de cette année-là, il a atteint près de 20 000 Md\$ ! Un quart est détenu par des banques centrales sous forme liquide ou quasi liquide, un peu plus est détenu, sous cette même forme, par des agents privés (cf. *supra*).

On dispose de peu de données pour les années lointaines d'après-guerre : le total des engagements se situait sans doute autour de 30 Md\$ au total en 1950, autour de 40 Md\$ en 1960, près de 100 Md\$ en 1970. À partir de cette date, les données deviennent plus fiables. La progression n'a pas été régulière, mais elle a été forte, notamment dans les années qui ont suivi l'inconvertibilité du dollar, le 15 août 1971<sup>20</sup>. En définitive, depuis cet événement, la quantité de dollars transférés dans le monde est passée de 100 Md\$ à près de 20 000 Md\$ ! Deux cents fois plus en quarante ans et malgré le ralentissement dû à la crise ! La progression moyenne est de 14 % par an. Un tel taux pendant une durée aussi longue est tout simplement vertigineux. Qu'est-ce qui dans l'économie internationale et même dans l'économie en général peut croître à ce rythme aussi longtemps ? Non seulement les sorties de dollars varient beaucoup d'une année sur l'autre, mais les dollars sortis augmentent très rapidement.

Les contreparties ont également changé pendant tout ce temps, du moins jusqu'au milieu du parcours. Quatre phases peuvent être assez nettement dégagées sans que les périodes commencent exactement à chaque fois le 1<sup>er</sup> janvier :

- dans les années 1950, les États-Unis offrent aux pays européens le plan Marshall. Sont transférés 15 Md\$ aux pays concernés qui vont les détenir et les utiliser. En fait, ils sont donnés et leur contrepartie à la balance des paiements est le compte « transferts » ;

- dans les années 1960, l'Europe est reconstruite, les entreprises américaines y investissent et les pays accueillent volontiers ces investissements qui annoncent des emplois et de la technologie. Les dollars sont investis et inscrits comme investissements directs ;

- dans les années 1970, le phénomène de l'euro-dollar a commencé. Les banques européennes prêtent des dollars, notamment à des pays étrangers. Les banques américaines le font aussi en créant directement

des dollars comme nous l'avons vu. Les dollars sont prêtés et viennent grossir les créances des banques américaines ;

– à partir de 1982 – la date cette fois est précise –, les États-Unis commencent à importer plus qu'ils n'exportent et cela dure depuis trente ans. Ils achètent plus qu'ils ne vendent, ils doivent donc régler la différence. Les dollars sortent pour être « cédés », la contrepartie est le déficit des opérations courantes<sup>21</sup>.

Ce dernier changement a eu des conséquences sur la position financière internationale des États-Unis. Lorsque la balance des opérations courantes était excédentaire et que les dollars sortaient pour être investis ou prêtés, les avoirs des États-Unis augmentaient plus que leurs engagements. Leur position financière s'améliorait. Lorsque cette balance est devenue déficitaire et que des dollars sont sortis pour être cédés en règlement des importations qui dépassaient les exportations, leurs engagements ont commencé à progresser plus vite que leurs avoirs et leur position financière a commencé à se détériorer. Cette évolution apparaît bien dans le tableau 3 (*supra*). Jusqu'en 1980, cette position s'est améliorée jusqu'à atteindre un solde positif de 361 Md\$. Les États-Unis étaient – et de plus en plus – un pays créancier du reste du monde. Leur position a commencé à se détériorer l'année suivante jusqu'à présenter en 1986 un solde négatif – pour la première fois – de 28 Md\$. Ils devenaient un pays débiteur. Et au gré du déficit courant qu'ils connaissent chaque année depuis lors, leur position s'est dégradée au point que leurs engagements dépassent leurs avoirs de 2 581 Md\$ à la fin de 2010 (et de près de 4 200 Md\$ à la fin de 2011...).

284

Mais si l'on évalue les investissements directs non aux prix courants, mais aux prix du marché, la position financière internationale atteint –2 956 Md\$. La différence n'a jamais été très grande. Elle a suffi à faire en sorte que la position ainsi calculée soit devenue négative non en 1986, mais trois années plus tard. De plus, cette différence s'est amplifiée en 2008, l'année de la crise, et la position ainsi calculée s'est fortement dégradée, le solde négatif passant de 1 351 Md\$ à 4 155 Md\$ (cf. tableau 3 *supra*). Deux facteurs expliquent cet écart exceptionnel : d'une part, les variations de prix et de change ont affecté en 2008, à la baisse, la valeur nette des investissements effectués jusque-là et, d'autre part, elles ont affecté, dans le même sens, la valeur nette de marché de ces investissements. On peut constater que sur d'autres années, la prise en compte de la valeur de marché a sensiblement influencé la position financière nette et parfois même son évolution : en 2006, cette position s'est détériorée ou améliorée selon que les investissements directs sont évalués aux prix courants ou à la valeur de marché. Cette différence modifie

également le total des engagements américains et ainsi le total des avoirs en dollars du reste du monde. La création de monnaie internationale par les États-Unis, évaluée *ex post* à un moment donné, se trouve, elle aussi, dépendre du marché...

Considérer que les dollars deviennent une monnaie internationale quand ils sortent des États-Unis et qu'ils sont transférés à des non-résidents et définir la création de monnaie internationale par les États-Unis par le total de leurs engagements envers le reste du monde permettent de mettre en évidence l'originalité des mécanismes correspondants. Les États-Unis sont tout à la fois une banque centrale, puisqu'ils sont la source ultime du dollar, une banque commerciale qui prête au reste du monde, un intermédiaire financier dont le passif est plus liquide que l'actif et enfin un agent économique qui achète, dépense, investit et en même temps émet de la monnaie internationale. Il s'ensuit que l'on ne peut pas exactement mesurer la quantité de dollars qui deviennent (flux) – ou qui sont devenus (stocks) – de la monnaie internationale, tant les données correspondantes sont imprécises, d'autant plus que la valeur des créances et des dettes à un moment donné dépend du marché. Il s'ensuit aussi que l'on ne peut pas facilement expliquer l'ampleur de ces mécanismes, ni le volume de ces opérations, tant sont nombreux et divers les facteurs qui sans cesse les influencent. Il s'ensuit enfin que l'on ne peut contrôler, ni réguler cette transformation de la monnaie américaine en monnaie internationale. On peut essayer de la mesurer à peu près. On peut chercher à comprendre après coup ce qui s'est passé. C'est tout.

285

Et cette situation a d'autres inconvénients, souvent dénoncés. Celui notamment d'introduire au cœur des relations monétaires et financières entre les États une véritable dissymétrie, puisque l'un d'eux peut toujours se servir de sa monnaie et donc acheter ce qu'il veut, alors que les autres doivent utiliser, non toujours mais souvent, la sienne. Ce privilège exorbitant a été maintes fois critiqué et dans les années 1960 – il y a cinquante ans –, les États-Unis affirmaient non seulement la nécessité de faire disparaître le déficit de leur balance des paiements<sup>22</sup>, mais également leur ferme volonté de revenir à l'équilibre ! Une autre conséquence est qu'au niveau international, les créances et les dettes s'équilibrent. Non seulement les États-Unis sont endettés (2 581 Md\$) envers d'autres pays qui sont leurs créanciers, mais aussi leurs engagements, dont le total correspond à une création de monnaie internationale (19 244 Md\$), sont nécessairement plus liquides que leurs avoirs. Le reste du monde détient de ce fait une créance énorme qui ne cesse de grandir et qui est, pour plus de la moitié, relativement liquide.

Le serait-elle moins que l'essentiel du problème subsisterait. Car à l'échéance, le créancier étranger peut opter pour un autre type de créances ou d'avoirs, voire en une autre monnaie qu'il peut acheter sur le marché des changes en cédant ses dollars. Une variation du cours peut faciliter la transaction, mais elle n'empêchera pas que les avoirs en dollars détenus par le reste du monde ne peuvent diminuer qu'à deux conditions. La première était pratiquée avant d'être supprimée en 1971 : le rachat de ces dollars en or par le Trésor américain. La seconde, la seule désormais possible, serait un rachat de leurs dettes par les États-Unis soit en exportant plus qu'ils n'importent – ils rachètent en vendant des biens –, soit en réduisant leurs avoirs – ils rachètent en vendant des titres ou en liquidant des investissements.

On voit mal le système dollar s'éteindre tout doucement de cette façon. Ne pourrait-il au moins se stabiliser ? Ainsi, les engagements des États-Unis ne diminueraient pas, mais ils ne progresseraient plus. La solution est presque aussi difficile à imaginer : il faudrait que les États-Unis ne prêtent plus et n'investissent plus à l'étranger qu'à concurrence de l'excédent de leur balance courante. Le risque n'est-il pas plutôt que la mécanique continue ? Elle pourrait bien sûr se ralentir, et il faut l'espérer. Mais supposons un instant qu'il n'en soit rien et que le rythme observé depuis quarante ans se maintienne. Cela n'est tout de même pas une hypothèse farfelue ! Dans dix ans, les 20 000 Md\$ actuels s'élèveraient à 72 000 Md\$ et dans quarante ans, les avoirs en dollars du reste du monde atteindraient 3,8 millions de Md\$. Écrivons ce chiffre qui nous fait penser aux années-lumière : 3 800 000 000 000 000 dollars. Quant aux années qui suivent, car nous ne serons jamais qu'au milieu du siècle, il faut espérer que d'ici là, les économistes se seront initiés à l'astronomie !

N'est-il pas grand temps de mettre un terme à cette mécanique infernale d'accumulation bien peu compatible avec le souci largement partagé aujourd'hui d'améliorer la gouvernance au niveau mondial ? N'est-il pas grand temps d'imaginer et de mettre en place un autre système monétaire international, un système qui en soit vraiment un et qui concerne d'abord et en priorité la monnaie ?

## NOTES

1. Les revenus perçus par les États-Unis sur leurs investissements directs se sont élevés en 2011 à 10,2 %. Les revenus qu'ils ont perçus sur leurs investissements de portefeuille n'ont atteint que 3,25 %.
2. Il peut arriver qu'un investissement prenne la forme d'une acquisition de biens réels (usine, matériel...). Mais les biens achetés ne sont qu'une composante d'un projet plus vaste qui n'a été décidé qu'en prenant en compte sa rentabilité financière. Et ils ne sont pas importés aux États-Unis, ils sont utilisés sur place.
3. Les lignes indiquées correspondent à la balance des paiements américaine telle que publiée par le département du Commerce.
4. Sauf dans le cas d'accords de *swaps* conclus avec un pays étranger. Nous en parlerons.
5. Parmi les crédits obtenus par le secteur privé (77 Md\$), les crédits en dollars représentent 69 Md\$. Et les dépôts de l'étranger dans des banques des États-Unis ont augmenté en 2010 de 168 Md\$, mais les dépôts en dollars ont augmenté de 238 Md\$. Cela veut dire que les dépôts en devises ont diminué de 70 Md\$.
6. Les crédits du secteur privé ont diminué de 7 Md\$, mais les crédits en dollars ont diminué de 20 Md\$, parce que les crédits en devises et les crédits commerciaux ont augmenté de 13 Md\$. Les crédits des banques des États-Unis ont augmenté de 515 Md\$ dont 433 Md\$ en crédits en dollars. Les crédits du secteur public ont diminué de 7 Md\$, mais les crédits en dollars – au bénéfice d'institutions internationales – ont augmenté de 3 Md\$. Cela veut dire que les avoirs en devises que détient le gouvernement ont diminué de 10 Md\$.
7. Cette augmentation correspond à celle de la position de réserve des États-Unis au FMI (1,5 Md\$), en contrepartie de laquelle des dollars ont été cédés par le FMI à un pays tiers. Il y a bien eu création internationale de dollars, comme lorsque les avoirs des États-Unis en devises ont augmenté (500 M\$).
8. La différence constatée ci-dessus (98 Md\$) ne correspond pas aux erreurs et omissions (219 Md\$) du fait des ajustements que nous avons effectués pour déterminer la création de dollars, à propos notamment des opérations en devises et des crédits commerciaux.
9. Département du Commerce (2007, p. 38). Ce n'est pas un pourcentage bien significatif puisqu'il revient à comparer ce montant au solde des opérations courantes qui correspond, aux erreurs et omissions près, à la différence entre les engagements et les avoirs.
10. Département du Commerce (2007, p. 40). C'est pourquoi les positions créancières ou débitrices des contractants ne sont pas uniquement des créances et des dettes.
11. Un résumé de cette thèse a été publié par les trois auteurs dans leur célèbre article de *The Economist* du 5 février 1966. Cf. aussi Lelart (1976, pp. 93-97).
12. C'est également ce qui se passe lorsque des auteurs calculent et commentent la différence entre les acquisitions et les émissions de titres par les États-Unis (par exemple, McCauley et McGuire, 2009, p. 86). Il est un cas où la compensation peut se faire, c'est à propos des opérations sur les produits financiers dérivés. Mais nous avons vu le peu de signification qu'avait la variation nette des positions créditrices et débitrices. On peut aussi compenser l'ensemble des avoirs et des engagements à une date donnée pour calculer une « position financière nette », mais celle-ci a un sens bien précis, comme nous allons le voir.
13. On sait que les investissements de l'année sont affectés, quand ils sont pris en compte dans la position financière, d'un ajustement lié aux variations de prix ou au taux de change. Le chiffre précédent et le suivant sont donnés dans département du Commerce (2011, p. 121).
14. Dans le cas où les investissements effectués feraient l'objet d'une cession à des résidents américains qui, en réglant cette transaction, transfèreraient des dollars à des non-résidents. Mais si cette cession se fait au profit de non-résidents, les dollars ne font que circuler entre deux non-résidents.
15. Après les mêmes ajustements que nous avons effectués pour les flux. Parmi les engagements du secteur privé américain (1 366 Md\$), 748 Md\$ sont envers le secteur privé étranger parmi lesquels 491 Md\$ seulement en dollars. Parmi les engagements du secteur bancaire américain (3 885 Md\$), 3 707 Md\$ sont envers le secteur privé étranger parmi lesquels 3 152 Md\$ sont en dollars. Sans données plus précises, on peut supposer que les engagements envers les banques centrales (618 Md\$ et 178 Md\$) sont tous en dollars. Mais nous n'avons pas tenu compte des positions relatives aux produits financiers dérivés pour

les mêmes raisons que nous n'avons pas tenu compte du solde de ces opérations quand nous avons étudié les flux.

16. Ce montant est quasiment identique au total des engagements des États-Unis tels qu'ils apparaissent dans la position financière internationale (19 244 Md\$). C'est une pure coïncidence si les ajustements que nous avons effectués se compensent aussi parfaitement en 2010.

17. La contrepartie a été inscrite dans les avoirs publics autres que les réserves officielles (ligne 49). Ce compte enregistre la variation des avoirs en devises détenus par le gouvernement.

18. Et 1 000 Md\$ en 2011. La sortie de dollars va-t-elle retrouver son rythme, une augmentation sensible mais irrégulière ?

19. L'ajustement concerne le *swap* de 500 Md\$ dont nous venons de parler. L'écart que l'on peut constater entre la création de dollars et ses contreparties (77 Md\$ en moins en 2007, 120 Md\$ en plus en 2008) tient aux erreurs et omissions et à quelques opérations que nous n'avons pas prises en compte, comme le solde des opérations sur produits financiers dérivés ou les variations des réserves officielles américaines.

20. C'est parce que les sorties de dollars se sont accélérées (23 Md\$ en 1971, sans doute dès les deux premiers trimestres) que le président Nixon a pris sa décision le 15 août 1971.

21. En fait, c'est la balance commerciale qui est fortement déficitaire, ainsi que les transferts. Mais les services et les revenus des capitaux sont toujours excédentaires.

22. Il s'agissait alors du déficit de leur « balance des liquidités », qui isolait leurs avoirs officiels et leurs engagements liquides, ceux-ci augmentant plus vite que ceux-là.

## BIBLIOGRAPHIE

288

BAME J. (1985), « A Note on the United States as a Net Debtor Nation », *Survey of Current Business*, juin, p. 28.

BORDO M. et JAMES H. (2009), « Le dollar américain et son rôle dans l'ordre monétaire international », *Revue d'économie financière*, n° 74, juin, pp. 171-186.

BOURGUINAT H. (1987), *Les vertiges de la finance internationale*, Economica.

BRENDER A. et PISANI F. (2007), *Les déséquilibres financiers internationaux*, collection Repères, La Découverte.

DÉPARTEMENT DU COMMERCE (2007), *Survey of Current Business*, juillet.

DÉPARTEMENT DU COMMERCE (2011), *Survey of Current Business*, juillet.

DESPRES E., KINDLEBERGER C. et SALANT W. (1966), « The Dollar and World Liquidity: a Minority View », *The Economist*, 5 février, pp. 526-529.

EICHENGREEN B. (2011), *Un privilège exorbitant – Le déclin du dollar et l'avenir du système monétaire international*, New York, Oxford University Press et Paris, Odile Jacob.

FARHI E., GOURINCHAS P.-O. et REY H. (2011), « Quelle réforme pour le système monétaire international ? », in *Réformer le système monétaire international*, Conseil d'analyse économique, Documentation française, n° 99, pp. 51-93.

LELART M. (1976), *Le dollar monnaie internationale – Le rôle des États-Unis dans la création monétaire internationale*, éditions Albatros.

MCCAULEY R. N. et MCGUIRE P. (2009), « Dollar Appreciation in 2008: Safe Haven, Carry Trades, Dollar Shortage and Overhedging », Banque des règlements internationaux, *Quarterly Review*, décembre, pp. 85-93.

XIAOCHUAN Z. (2009), « Reform the International Monetary System », People's Bank of China, *Speeches*, 3 mars.