

# CE SACRÉ DOLLAR

PATRICK ALLARD \*

*« Je cherche à observer les choses  
et j'observe toujours qu'en matière financière,  
il y a beaucoup de roman-feuilleton,  
je dirais même beaucoup trop de roman-feuilleton ».*

Valéry Giscard d'Estaing<sup>1</sup>

**L**e dollar n'est vraiment pas une monnaie ordinaire. Il y a bien longtemps qu'il n'est plus la « monnaie d'argent des États-Unis, dont la valeur est de 5 francs et 40 centimes », selon la définition qu'en donnait Littré en 1877.

En Europe, et particulièrement en France, les commentateurs, les politiques et les économistes eux-mêmes ont bien de la peine à traiter du dollar comme un simple phénomène économique.

Il y a bien longtemps qu'il est devenu un fait total, un symbole au premier et au second degré des États-Unis, de leur puissance, de leur éthique, de leur mode de vie, de leur être, et comme tel, support de perceptions, de projections, de prédictions, de pronostics, de supputations ou d'élucubrations<sup>2</sup> les plus variées, comme l'illustre une rapide recherche dans le catalogue de la Bibliothèque nationale de France. Dans les années 1920<sup>3</sup>, le rejet l'emporte, même si d'aucuns s'inclinent devant « sa majesté dollar » (Ferri-Pisani, 1929), André Suarès s'en prend à Charlot pour être « pasteur de Saint-Dollar » (Heu, 2003), tandis qu'en pleine crise des années 1930, un duo de chanteurs populaires vilipende le « Dieu dollar », dont l'attrait a vidé les bas-fonds de l'Europe, mais qu'on verra bientôt « descendre du haut de son perchoir »<sup>4</sup>. Pendant la guerre, un poète, Benjamin Perret, conte

55

---

\* Conseiller, Direction de la prospective du ministère des Affaires étrangères et européennes (MAEE).  
Les propos de l'auteur n'engagent en aucun cas le MAEE.

« les malheurs d'un dollar »<sup>5</sup>. L'après-guerre apporte un répit : un livre préfacé par Robert Schuman loue *La paix du dollar* (Kostolany, 1957) avant que Salvador Dali (qu'André Breton a renommé : Avida Dollars) ne proclame *L'apothéose du dollar*, « inévitable divine diarrhée ». Dès le crépuscule des Trente Glorieuses, le vent tourne : un syndicaliste convoque le dollar en procès pour son rôle dans la crise des monnaies (Malterre, 1972) et deux polytechniciens annoncent, ils ne sont pas les premiers, ni les derniers, la nouvelle de sa mort (Kosciusko-Morizet et Peyrelevade, 1975); *Le Monde diplomatique* ne pouvait faire moins qu'associer dollar à empire (Julien, 1985), tandis qu'un banquier suisse diagnostiquait un *Dollarium tremens* (Le Roux, 1984), reprenant sans la citer une formule de la *Pravda*, retrouvée récemment par un tract de la CGT-UGICT posté sur Internet<sup>6</sup>. De nos jours, l'altermondialiste Cassen (2000) dénonce « la langue-dollar » et la « dollarisation linguistique », tandis que Mistral (2008) discerne dans les fluctuations du dollar depuis la Seconde Guerre mondiale rien moins que le reflet « des opinions concernant les vertus du modèle américain ».

### UN STATUT SANS PRÉCÉDENT ?

56

Tout à la fois, monnaie émise par les États-Unis, monnaie universelle et monnaie adossée à la principale économie mondiale, le dollar n'est pas dissociable de la puissance américaine<sup>7</sup>. Il en est l'un des attributs les plus visibles et les plus manipulés dans le monde. Pour beaucoup, pas seulement hors des États-Unis, pas seulement parmi les tenants d'idéologies extrêmes, le dollar imposé au reste du monde pour servir les intérêts hégémoniques ou impérialistes des États-Unis est le symbole, le résultat, voire la cause, de cette puissance<sup>8</sup>. Certains voient dans la monnaie américaine l'instrument universel au service de la criminalité, des trafics, de la corruption et du terrorisme (Chevènement, 1995 ; Labévière, 1999 ; Napoleoni, 2005) et de la manipulation occulte de ces forces obscures, au point de se féliciter des potentialités offertes à cet égard par la concurrence faite par l'euro au dollar<sup>9</sup>.

Aussi, pour des raisons mêlant tous les registres de la connaissance et des passions, le dollar est-il à la fois objet de désir et de répulsion, rejeté mais utilisé, ostracisé mais thésaurisé, dénoncé mais élu par les mêmes acteurs, qu'ils s'agissent d'hommes politiques, d'experts, d'investisseurs, d'entrepreneurs ou de simples particuliers.

Il est vrai que le système actuel d'étalon-dollar est sans précédent historique : c'est la première fois qu'une monnaie fiduciaire nationale s'est établie comme monnaie universelle, remplissant à l'échelle

mondiale, pour les acteurs publics et privés, les fonctions traditionnelles de la monnaie : étalon, numéraire, réserve de valeur, instrument de règlement des dettes.

Sans précédent historique, à l'exception du système de Bretton Woods lui-même dont le trait essentiel était de confier au dollar, c'est-à-dire à la politique monétaire américaine, le soin de fournir un ancrage nominal au reste du monde. En effet, les accords de Bretton Woods conclus en juillet 1944 ont offert aux États signataires le choix entre la parité de leur monnaie par rapport à l'or ou par rapport au dollar, lui-même défini par sa valeur-or à cette date<sup>10</sup>. Tous les États partenaires des États-Unis ont choisi de définir leur monnaie par rapport au dollar<sup>11</sup>. Les États-Unis ont, par ailleurs, été les seuls à maintenir la convertibilité externe du dollar en or (au niveau, fixé en 1934, de 35 dollars l'once), à l'intention exclusive des banques centrales et des organisations internationales. La fin du système de Bretton Woods, marquée par la suspension « temporaire » de la convertibilité or du dollar annoncée par Nixon<sup>12</sup>, en a révélé la vraie nature : un étalon-dollar *de facto*.

Le système de Bretton Woods a fonctionné selon une logique déterminée par le choix symétrique des États-Unis et de leurs partenaires de privilégier le *statu quo* en matière de parité tout en maintenant un lien avec l'or par l'intermédiaire du seul dollar, mais sans s'imposer, à ce titre, de contrainte de politique macroéconomique. La Federal Reserve a constamment stérilisé les effets de la diminution du stock d'or figurant à son bilan sur la masse monétaire, même si, comme le montrent Bordo et Eichengreen (2008), les autorités monétaires américaines ont, jusqu'en 1965, agi d'une manière compatible avec la stabilité externe du dollar<sup>13</sup>. De leur côté, bien que les réserves d'or américaines aient baissé fortement au cours des années 1960<sup>14</sup> et que le dollar ait cessé, de fait, d'être convertible en or dès 1964 (moment où la valeur du stock d'or américain a croisé celle des engagements envers les banques centrales étrangères), les partenaires des États-Unis ont continué jusqu'à la fin des années 1960 d'accumuler des réserves en dollars, la plupart manifestant une nette préférence pour la fixité des changes assurée par l'arrimage commun au dollar<sup>15</sup>.

Peut-être par crainte d'enclencher, comme dans les années 1930, des vagues de dévaluations compétitives, les Américains, comme leurs partenaires européens, ont montré les plus grandes réticences à ajuster la parité de leur monnaie, même en présence de déséquilibres fondamentaux prévus par les articles d'agrément du FMI. En dépit d'un excédent courant rapidement décroissant et insuffisant pour couvrir le croissant déficit de la balance des capitaux privés, les Américains ne pouvaient dévaluer le dollar par rapport aux autres monnaies sans

la coopération de leurs partenaires. En outre, ils se sont longtemps refusés à dévaluer leur monnaie par rapport à l'or, mesure jugée nuisible au statut du dollar et inutile - rien n'empêchant les partenaires de faire un mouvement parallèle. Les Européens ont montré les mêmes réticences à modifier le *statu quo* monétaire, par souci de préserver leur compétitivité ou la valeur-or de leurs avoirs en dollars<sup>16</sup>, ou encore par attachement au principe des changes fixes comme mode d'organisation équitable des relations économiques entre États. Georges Pompidou, par exemple, s'est montré profondément étranger à la notion même de changes flottants : « Il est nécessaire que la valeur du dollar soit stable. Faute de quoi, les autres monnaies seraient conduites à s'aligner sur une valeur mouvante, comme des pendules qui se régleraient sur une horloge elle-même dérégulée »<sup>17</sup>.

Privé de mécanismes d'ajustement automatique et de mécanismes de coopération robustes, le système de Bretton Woods, miné par la contradiction relevée dès 1960 par Triffin (1960), n'a pas résisté à la divergence croissante de la politique macroéconomique américaine par rapport à celle du reste du monde, flagrante après 1965<sup>18</sup>, dans un contexte de mobilité croissante des capitaux. Il a cédé par sa composante la plus superfétatoire, mais aussi la plus faible : le lien à l'or, non sans que les partenaires se soient montrés avarés d'expédients et d'invectives.

58

### BRETTON WOODS : UN HORIZON INDÉPASSABLE ?

Pour autant, l'abolition de la convertibilité externe du dollar en or, à l'été 1971<sup>19</sup>, n'a en pratique guère modifié le statut des autres monnaies par rapport à l'or, même pas la possibilité d'acheter de l'or à un prix fixe auprès de la Réserve fédérale, possibilité à laquelle les pays du G10 avaient renoncé dès 1961, lors de la fondation du *pool* de l'or<sup>20</sup>. En revanche, elle a introduit une rupture dans leur rapport au dollar<sup>21</sup> ainsi que dans les rapports entre les autres monnaies qui ont débouché, avec quelque retard, sur l'abolition du principe des changes fixes mais aussi sur les tentatives d'arrangements monétaires régionaux, dont la création de l'euro est l'aboutissement en Europe.

L'absence de mécanismes robustes d'ajustement face à des divergences persistantes dans la politique macroéconomique des différents pays, provoquant des déséquilibres durables des comptes extérieurs, a finalement eu raison du système de Bretton Woods, non sans que les protagonistes de la tragi-comédie se soient montrés avarés d'expédients (du *pool* de l'or à la création des SDR - *special drawing rights* - en passant par les mesures de dissuasion des sorties de capitaux) et d'invectives (accusations réciproques d'égoïsme, appels croisés à la discipline et à la relance, pressions politiques...).

Mais le statut de monnaie universelle du dollar a largement subsisté. Les perceptions, les débats, les critiques, les supputations et les élucubrations ont également persisté.

Du côté des partenaires des États-Unis, comment ne pas noter que les griefs, les frustrations et les annonces ou les attentes exprimés tout au long des quarante dernières années sonnent d'une actualité toujours frappante : contestation du rôle du dollar au nom de la redistribution de la puissance économique<sup>22</sup>, dénonciation de l'iniquité dans la répartition de la charge de l'ajustement du déséquilibre extérieur américain, malaise face au rôle des banques centrales dans le financement du déficit courant américain, inquiétude des pays pétroliers quant au pouvoir d'achat des dollars perçus en échange de leur pétrole, prédictions sur le déclin du dollar et son remplacement imminent par d'autres monnaies, deutsche mark (DM) et yen autrefois, euro aujourd'hui, prophéties sur la fin de l'hégémonie américaine au profit des nouvelles puissances, l'Europe<sup>23</sup> et le Japon naguère, la Chine, l'Inde, le Brésil et quelques autres aujourd'hui...

Même permanences du côté des États-Unis, où persistent les alarmes sur la sous-évaluation des monnaies de leurs partenaires, les injonctions à stimuler leur demande intérieure, la déploration des charges assumées par les États-Unis pour la sécurité collective...

Tout le monde sait que, depuis près de quarante ans, le régime de change normal est la libre fluctuation des monnaies les unes par rapport aux autres. Cela ne semble pourtant pas diminuer l'actualité de formules vieilles de plusieurs lustres, exprimées à une époque où le système monétaire de Bretton Woods régnait encore, où toutes les monnaies étaient arrimées au dollar, lui-même convertible en or à prix fixe pour les autorités monétaires, où les mouvements de capitaux, largement contrôlés ou même interdits, étaient infimes par rapport à ce que nous connaissons aujourd'hui, et surtout où la balance commerciale américaine était en excédent et où l'inquiétude se portait sur les sorties de capitaux américains.

Particulièrement prisés sont les propos prêtés à John Connally<sup>24</sup>, secrétaire au Trésor de Richard Nixon de 1971 à 1972 : « *It's our currency, but it is your problem !* » (« C'est notre monnaie, mais c'est votre problème ! »), propos courageusement répétés aujourd'hui encore, car ils sont perçus comme l'aveu atemporel du cynisme des autorités américaines quant à leurs responsabilités au regard du rôle international du dollar et des intérêts du reste du monde. Demeure toujours actuelle également, bien que personne ou presque ne milite plus pour le rétablissement de l'étalon-or<sup>25</sup>, la critique du « privilège exorbitant » du dollar, lancée il y a plus de quarante ans par le général de Gaulle pour appuyer un plaidoyer en faveur de

l'or comme moyen unique de règlement des soldes de balances des paiements.

S'agissant du dollar et de son rôle international depuis la fin du système de Bretton Woods, une sorte de suspension de la pensée semble avoir eu lieu au moment même où Nixon suspendait la convertibilité-or du dollar. Il n'est pour s'en convaincre que de constater les difficultés des experts et des auteurs de manuels à aborder la question du système monétaire international sinon sous forme historique et à traiter du système actuel autrement qu'en creux, par rapport aux régimes précédents (étalon-or, étalon de change-or) ; autrement dit, comme un « non-système », sans progrès cognitif par rapport au diagnostic de Williamson (1977) ou au « système-scandale » dénoncé par Triffin (1987) au soir de sa vie. On peut penser, avec McKinnon (2005), que ce « vide intellectuel » est une entrave supplémentaire à l'efficacité des efforts de réforme de l'architecture financière internationale.

L'actualité persistante des formules évoquées résulte naturellement de leur généralité, ce qui leur a permis d'accueillir des signifiants évolutifs. Mais elle traduit aussi la permanence du malaise et de la frustration d'un nombre croissant de pays dans le reste du monde (aux Européens sont venus s'ajouter les Japonais, les NPI - nouveaux pays industrialisés -, puis les BRIC - Brésil, Russie, Inde et Chine) confrontés à des problèmes récurrents : le déficit des paiements américains, une politique macroéconomique « égoïste », dédaigneuse de ses effets internationaux, une monnaie à la fragilité pérenne, toujours menacée de la crise finale mais toujours renaissante, au statut périodiquement contesté mais toujours réaffirmé...

60

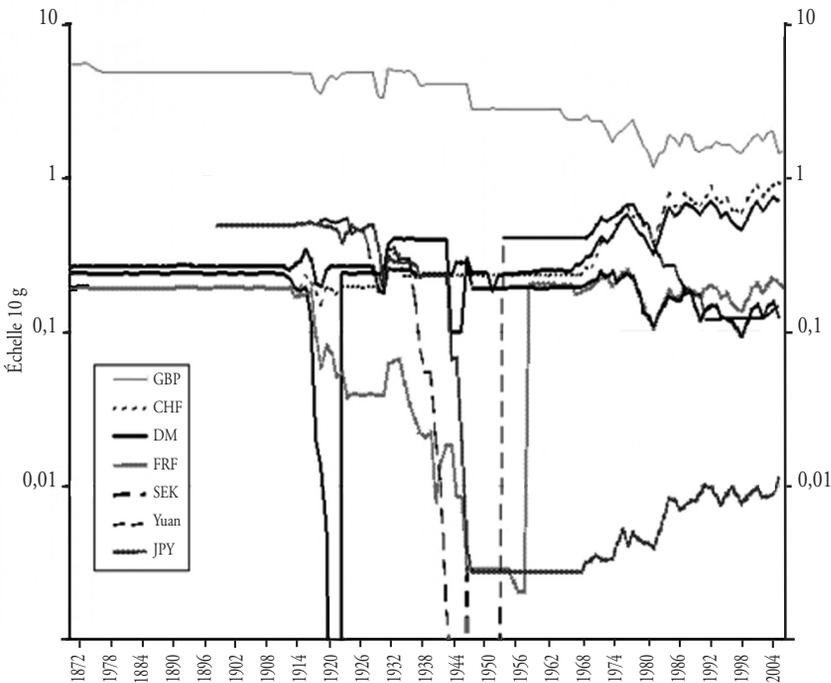
### *LEUR MONNAIE ?*

Une première explication tient évidemment à la persistance du dollar comme monnaie universelle. En fait, en dépit d'annonces périodiquement renouvelées, le dollar n'a pas cessé de jouer ce rôle : son statut a résisté à la rupture du lien avec l'or en 1971 qui l'a, de fait, constitué en étalon universel ; il a survécu à la dégradation tendancielle de la balance courante et de la position internationale nette des États-Unis ; il a traversé, sans être emporté, des crises récurrentes de faiblesse (1974-1975, 1979-1980, 1987-1988, 1993-1995, 2003-2008) sur fond de baisse tendancielle de sa parité par rapport à quelques monnaies : yen, franc suisse, DM, puis euro. Mais, il s'est apprécié depuis 1973, parfois dans des proportions considérables par rapport à la plupart des monnaies, dont certaines ont connu des périodes d'hyperinflation.

Sur la longue durée, entre 1872 et 2008, le dollar ne s'est déprécié que par rapport au franc suisse. Les autres monnaies qui ont accusé une tendance à l'appréciation depuis la fin du système de Bretton Woods, le DM et le yen, sont des monnaies qui ont connu un ou deux épisodes de perte de tout ancrage nominal et dont la parité avec le dollar à l'issue de la guerre mondiale a été fixée de manière arbitraire lors de la reconstruction. Il en va de même pour la Chine qui, après avoir connu une période d'hyperinflation et une forte dévaluation en 1948-1949, a maintenu une politique de contrôle de son change par rapport au dollar, alternant depuis 1979 des phases de stabilité et des phases d'ajustement plus ou moins précipité (par exemple, forte dévaluation en 1994, appréciation progressive entre 2005 et 2008).

Le dollar est couramment utilisé comme étalon dans les comparaisons dans l'espace et dans le temps. La puissance économique des États se mesure - dans tous les sens du terme - en dollars, le plus souvent aux taux de marché, parfois en parité de pouvoir d'achat,

**Graphique 1**  
**Taux de change du dollar par rapport à certaines monnaies**  
**1872-2008**



Source : Global Financial Data ([www.globalfinancialdata.com](http://www.globalfinancialdata.com)).

c'est-à-dire en prenant le niveau des prix américains comme référence. Le dollar indexe la misère, celle qui frappe ceux qui vivent avec 1 dollar par jour, comme il sert à jauger les fortunes et à dénombrer les millionnaires. Les travaux de statistiques historiques, par exemple celles des organisations internationales ou celles d'Angus Maddison ou encore les Penn World Tables, se basent sur un étalon international : le dollar Geary-Khamis<sup>26</sup>.

La naissance de l'euro, elle-même, a eu besoin d'un appui instantané (à 11h30, heure de l'Europe Centrale, le 31 décembre 1998), mais décisif, sur le dollar, quand il a fallu calculer le taux de conversion des monnaies participantes avec la nouvelle unité monétaire<sup>27</sup>. Pour éviter que le passage à l'euro n'ait pas pour effet d'enrichir ou d'appauvrir les agents économiques, il ne suffisait pas que les États, souverains en ce domaine en application de la *Lex monetae*, définissent le « nom » de la nouvelle monnaie, ils se devaient, en outre, d'en définir la valeur en tant qu'unité monétaire (Cabotte et Moulin, 2002), ce qu'ils ont fait en posant le principe de continuité de la valeur de l'écu et de l'euro par rapport au dollar.

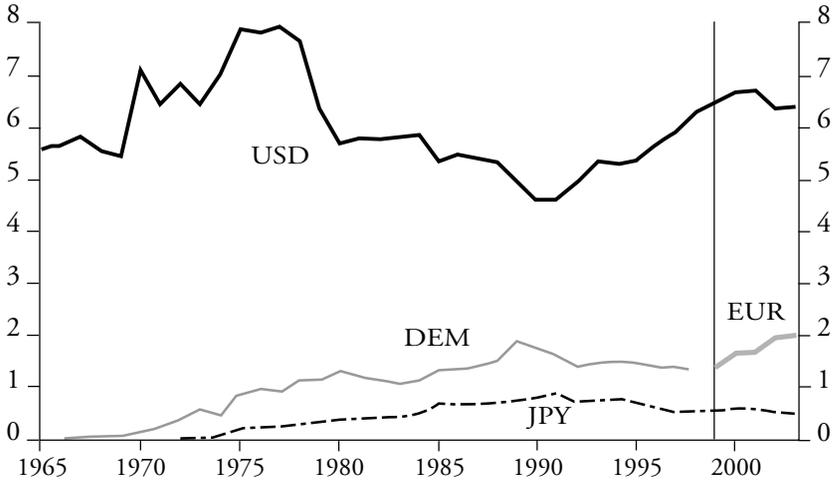
Aujourd'hui encore, en l'absence d'une monnaie internationale, la recherche d'un ancrage nominal passe pour beaucoup de pays, par choix, par résignation (peur du flottement, Calvo et Reinhart, 2000) ou par nécessité, par l'arrimage avec une monnaie de référence, sans nécessairement le signaler publiquement (Levy-Yeyati et Sturzenegger, 2005 ; Bénassy-Quéré, Cœuré et Mignon, 2006). Loin d'être redevenu la monnaie des seuls États-Unis après la fin du système de Bretton Woods, le dollar est resté la principale monnaie d'ancrage. On ne s'attardera pas sur le fait que plus de cinquante pays ou entités autonomes ont une monnaie nommée « dollar », d'Anguilla au Zimbabwe<sup>28</sup>. Plus important du point de vue de la signification économique est l'importance persistante de l'usage du dollar par un nombre significatif d'États, soit qu'ils aient adopté le dollar comme monnaie, soit qu'ils aient arrimé leur monnaie au dollar américain de manière plus ou moins étroite : depuis le début de la décennie, 75 pays membres du FMI sur 180 (hors Union européenne), soit plus de 4 sur 10, ont limité la variabilité moyenne annuelle de la parité de leur monnaie par rapport au dollar américain à 10 % au plus<sup>29</sup>, 27 % à 2 % et 25 % à 0,5 %. Parmi les pays dont la monnaie est le plus étroitement rattachée au dollar, certains sont dollarisés (Panama, Équateur, Timor-Leste) ; on trouve aussi de nombreux petits pays des Caraïbes et d'Amérique Centrale, ainsi que le Liban, les pays du Golfe, l'Afghanistan, le Turkménistan et plusieurs pays d'Asie Orientale, notamment la Chine, Hong Kong, Taiwan et Singapour. Parmi les pays dollarisés ou alignés sur le dollar, on en

compte plus d'un qui nourrit ou affiche une opposition ou une rivalité, voire une hostilité franche par rapport aux États-Unis, comme la Chine, déjà citée, la Russie, la Bolivie, la Syrie et Cuba. Certains États vont jusqu'à se livrer à la contrefaçon du dollar en utilisant des procédés d'impression analogues à ceux des autorités américaines : c'est le cas de la Corée du Nord, selon le département du Trésor.

La création de l'euro a diversifié les possibilités d'ancrage monétaire pour les pays désireux d'arrimer leur monnaie. L'euro est devenu la monnaie de référence des monnaies liées au franc et il a exercé une attraction sur les pays de sa périphérie, qu'ils appartiennent à l'Union européenne ou qu'ils fassent partie de pays ayant vocation à rejoindre l'Union, sans toutefois acquérir à ce stade un statut universel comparable à celui du dollar. Les pays arrimant leur monnaie au dollar plutôt qu'à l'euro ont, en moyenne, une taille plus importante, de sorte que pondérée par les PIB, la part des pays alignés sur le dollar est plus importante.

Une fraction majoritaire des réserves de change conservées par les pays pour des raisons diverses est constituée de titres libellés en dollars, placés en dépôts auprès des autorités monétaires américaines. Le plus souvent, le choix du dollar comme support au moins principal des réserves va de pair avec l'arrimage au dollar. Selon les données longues reconstituées par Chinn et Frankel (2007 ; cf. graphique 2 ci-après), la part du dollar dans les réserves mondiales est aujourd'hui voisine de ce qu'elle était en 1975. La part du dollar aurait culminé en 1977-1978 (à 80 %), serait tombée à moins de 50 % en 1990, se serait redressée entre 1990 et 2000 (65 % à 70 %) avant de se tasser avec l'arrivée de l'euro. Selon les données publiées par le FMI, à la fin du deuxième semestre 2008, la part du dollar dans les réserves de devises étrangères déclarées par les pays membres du FMI atteignait 62,5 % contre 71 % au 4<sup>ème</sup> trimestre 1999 ; dans le même temps, celle de l'euro était passée de 18 % à 27 %. La baisse de la part du dollar depuis 1999 est plus marquée dans les pays émergents et en développement, où elle passe de 70 % à 59 %. Toutefois, on notera qu'une part croissante des réserves des pays émergents et en développement (les seuls concernés, et parmi eux, figure la Chine) n'est pas ventilée par les pays déclarants : 38 % en 1999, 48 % en 2008. En faisant l'hypothèse, comme Chinn et Frankel (2008), que 70 % des réserves non ventilées sont investies en dollars, la part de celui-ci dans les réserves mondiales atteindrait 65 % à la fin du 2<sup>ème</sup> semestre 2008<sup>30</sup>.

**Graphique 2**  
**Réserves détenues par les banques centrales**  
 (en % du total)



Source : Chinn et Frankel (2007).

**Tableau 1**  
**Les usages internationaux du dollar**  
 (en % du total)

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2007
Monnaie ancre									
<i>de jure</i>		40,6	27,7	20,8	16,2	12,2	12,6		
<i>de facto</i>		36,2				43,8		41,4	
Monnaie de réserve	79,5		66,4	55,3	50,6	58,8	70,5	66,8	63,9
Facturation du commerce international			56,1	47,9	47,6	52	55	49	
Marché des changes					81,30	84,1	90	90	90
Marché interbancaire		66,8	64,9	70	52,7	47,1	52,6	47,7	45,5
Émissions de créances internationales									
Obligations	65,5	47,2	66			37,6	50,6	36,4	34,9
Titres monétaires						59,2	43,5	29,4	33,7
Marchés de dérivés									
Taux d'intérêt						27,5	30	35,1	33
Taux de change						64,1	51,1	49,8	50,3

Sources : Banque des règlements internationaux (BRI), FMI (2007), FMI (COFER), Bekx (1998), Kamps (2006), Pollard (2001), Pouvelle (2006).

La ruée des banques centrales et des opérateurs privés vers l'euro, pronostiquée par certains experts avant la création de ce dernier (Bergsten, 1997; Alogoskoufis et Portes, 1997), n'a pas eu lieu. Certes, la part de l'euro dans les réserves des banques centrales s'est rapidement établie à un niveau sensiblement supérieur à la somme des parts des quelques monnaies faisant fonction de monnaies de réserve (DM, franc, florin néerlandais), puis a continué à progresser pour atteindre 27 % à la mi-2008. Toutefois, à taux de change constant, elle paraît stabilisée depuis le milieu des années 2000.

Faut-il s'en étonner? Les travaux théoriques et empiriques motivés par cette interrogation soulignent la considérable inertie des portefeuilles de réserves de change, en invoquant, outre les besoins d'intervention en cas d'arrimage à une monnaie de référence, des effets de réseau, de taille et de liquidités comme facteurs déterminants de l'allocation entre différentes devises.

L'évolution sur le long terme de la diversification des réserves semble indiquer que les banques centrales privilégient des motifs financiers (par opposition au motif de transaction). Or, l'application des principes d'optimisation des portefeuilles suggère que l'euro serait plutôt déjà surpondéré au niveau global (Papaioannou, Portes et Siourounis, 2006; BCE, 2008c) et qu'il a vocation à une part dominante dans les pays d'Europe émergente plutôt que dans les pays d'Asie et d'Amérique Latine, qui tendent à arrimer leurs monnaies au dollar (Beck et Rahbari, 2008), ce qui limite la volatilité du rendement de leurs portefeuilles en dollars. Il apparaît également que les autorités monétaires pratiquent la diversification passive (modification du portefeuille sous l'effet des variations de change) ou stabilisatrice (achat des devises en baisse, vente des devises en hausse) plutôt que la diversification active<sup>31</sup>.

Aux usages publics s'ajoutent et se combinent les usages privés du dollar. Le dollar reste la principale monnaie de facturation du commerce extérieur. D'une part, les marchés de commodités organisés (hydrocarbures, minerais, produits alimentaires) cotent les prix en dollars. D'autre part, pour autant que les données, fragmentaires, permettent d'en juger, le dollar a conservé un rôle dominant dans la facturation du commerce extérieur de biens manufacturés, en dépit de la montée de nouvelles puissances commerciales. Les données globales rassemblées par Bekx (1998) indiquent que la part du dollar comme monnaie de facturation du commerce international serait restée supérieure à 50 % au cours des années 1980-1990. Selon des données plus parcellaires couvrant le début des années 2000, le dollar est toujours utilisé comme monnaie de facturation par une majorité de pays, notamment en Asie, pour les flux bilatéraux avec les États-

Unis, mais aussi pour les flux n'impliquant pas ces derniers, y compris avec les pays de la zone euro (Goldberg et Tille, 2005 et 2008 ; Papaioannou et Portes, 2008a). L'Europe Continentale fait figure d'exception, avec un commerce extérieur principalement libellé en euros, notamment avec les pays du reste de l'Union européenne et des pays ayant vocation à devenir membres de l'Union européenne (Kamps, 2006).

Une même focalisation régionale est observée s'agissant du rôle de l'euro sur les marchés internationaux de titres. Certes, la part du dollar, de même que celle d'autres monnaies comme le yen, a sensiblement régressé dans les émissions : de plus de 40 % en 1995 à moins de 35 % en 2007 pour les émissions d'obligations, de 60 % à moins de 35 % pour les émissions de titres du marché monétaire. La progression de l'euro reflète, pour une large part, l'approfondissement de l'intégration des marchés financiers de la zone, dont les opérateurs privés résidents et ceux des pays avoisinants sont les premiers bénéficiaires. Les avoirs transfrontières intrazone détenus par des résidents de la zone euro ont fortement augmenté au cours de la période 1997-2006 par rapport au total de leurs avoirs transfrontières : de 16 % pour les actions et de 46 % pour les titres à revenu fixe. En dehors de la zone euro, les opérateurs, majoritairement institutions financières et autres sociétés, résidant au Royaume-Uni, au Danemark et en Suède et, subsidiairement, dans les nouveaux pays membres de l'Union européenne, et qui sont les principaux émetteurs de dettes internationales, représentent près de 50 % des encours de titres de dette en euros à la mi-2007 (BCE, 2008c ; Papaioannou et Portes, 2008a ; Aubin et *al.*, 2007). Toutefois, le dollar a conservé sa primauté sur les marchés des changes. Selon les données de la Banque des règlements internationaux (BRI), 86 % des transactions impliquent le dollar contre 37 % pour l'euro, reflétant, en partie, l'importance des transactions entre le dollar et l'euro, le marché de loin le plus actif au niveau mondial (plus de 1 000 Md\$ par jour) : sur les autres marchés de quelque importance (yen, livre, dollar canadien ou australien), l'usage du dollar l'emporte de loin sur celui de l'euro (Papaioannou et Portes, 2008b). Il en va de même s'agissant des dérivés de change, mais pas des dérivés de taux d'intérêt, où la part de l'euro dépasse celle du dollar.

La crise financière a confirmé de manière inattendue le rôle central du dollar dans la sphère financière internationale, démentant avec vigueur les plus récents pronostics sur le déclin du dollar et la fin prochaine de l'hégémonie de la monnaie américaine : non seulement, le dollar s'est vigoureusement redressé dès les premières manifestations de la crise à l'été 2007, mais encore l'une des premières mesures

d'urgence de la Réserve fédérale, dès le mois de septembre 2007, a constitué à établir des accords de *swap* de devises pour permettre aux principales banques centrales européennes et à la Banque du Japon de fournir aux banques de leur ressort les disponibilités en dollars dont le gel du crédit interbancaire les a immédiatement privées. Plus tard, des accords de même nature ont été passés avec les banques centrales de quatre pays émergents (Brésil, Mexique, Corée, Singapour). La crise a montré que les titres du Trésor américain sont toujours considérés comme les actifs les plus sûrs, mais aussi que les États-Unis demeurent les banquiers du monde, que les banques et les marchés financiers américains sont restés garants de la liquidité internationale et continuent d'assurer, au travers de leurs banques et de leur marché de capitaux, la réallocation de l'épargne internationale.

### NOTRE PROBLÈME ?

Depuis la fin du système de Bretton Woods, entérinée par les accords de la Jamaïque, les pays n'ont plus d'obligations concernant le régime de change à mettre en œuvre. Un nombre significatif, sinon constant, de pays ont fait le choix de rattacher leur monnaie au dollar ainsi et, en conséquence, de constituer des réserves en dollars à des fins d'intervention sur les marchés des changes. Ce choix est unilatéral (même s'il est ou a pu être encouragé par les États-Unis) et libre, même si dans le cas de petits pays, notamment des pays du voisinage ou rattachés à la souveraineté de l'Amérique, il s'agit d'un choix contraint, sous-tendu par la proximité géographique, économique et politique, de même que les pays d'Europe Centrale et Orientale, membre ou non de l'Union européenne ou les pays de la zone franc, qui ont rattaché leur monnaie à l'euro.

Le choix des grands pays (Chine, Russie, aujourd'hui ; Mexique, Brésil, Argentine naguère) ayant choisi de rattacher leur monnaie au dollar est plus difficile à comprendre. La recherche d'un ancrage nominal pour des économies ayant connu des épisodes d'hyperinflation ou des pays sortant d'un régime d'économie planifiée ou de commandement (Chine, Russie) semble être un facteur déterminant (McKinnon, 2005).

La politique de change des pays asiatiques, qui a survécu à la crise de 1997-1998, a suscité des analyses sur la persistance du système de Bretton Woods dans cette partie particulièrement dynamique de l'économie mondiale. S'attachant à l'arrimage plus ou moins étroit entre les monnaies asiatiques, ces analyses soulignent la nécessité pour les pays en excédents d'accumuler des dollars pour stabiliser les changes régionaux et vis-à-vis du dollar, ce qui rappelle les phénomènes observés

entre les monnaies européennes et le dollar au cours des années 1960 (Dooley, Folkerts-Landau et Garber, 2003).

Autre point commun entre le système de Bretton Woods et le régime des relations entre les États-Unis et leurs partenaires asiatiques, la Chine en premier, l'alacrité des joutes verbales sur la nature et la cause des déséquilibres commerciaux observés ainsi que sur les moyens et la répartition des responsabilités dans l'ajustement : aux accusations, répétées mais informelles à ce stade<sup>32</sup>, de manipulation monétaire de son change lancées par les États-Unis à la Chine, répondent l'affirmation chinoise du niveau équilibré du renminbi, la réprobation de la surconsommation américaine financée par les prêts chinois<sup>33</sup> et, à l'occasion, pour faire bonne mesure, la menace de réexaminer, dans le futur, la politique de placement des réserves de change.

Dans le cas d'Européens membres de la zone euro, la persistance du malaise vis-à-vis du dollar ne lasse pas d'étonner. La création d'une monnaie unique, invoquée, avant même l'effondrement du système de Bretton Woods, par les dirigeants européens comme antidote à l'hégémonie du dollar et comme protection contre ses effets néfastes<sup>34</sup>, aurait dû les apaiser : véritable Bretton Woods II, la mise en place de l'euro permet aux pays membres de pratiquer une politique monétaire indépendante et leur octroie, à eux aussi, l'accès au « privilège exorbitant » de la monnaie de réserve<sup>35</sup>.

Au-delà du malaise entretenu par les fluctuations de la parité euro/dollar et de ses effets contrastés selon les pays et les secteurs (Henriot, 2008), les frustrations des Européens viennent peut-être d'une déception par rapport aux attentes profondes, souvent implicites et débordant l'économie, attachées au projet de la monnaie unique européenne. Il y avait d'abord l'idée que l'euro contrerait la suprématie du dollar (Wiplosz, 1999), que, pour une fois, la bonne monnaie chasserait la mauvaise et que la devise stable remplacerait la monnaie brouillonne qui s'est imposée à la place de l'or pour rétablir la stabilité dans le système monétaire international. C'est ainsi que François Mitterrand dépeignait l'euro : « Une monnaie qui sera aussi puissante et, à mon avis, plus puissante que le dollar, puisqu'elle n'aura pas de variations de change, qu'elle sera beaucoup plus stable »<sup>36</sup>. Il y avait ensuite l'espoir que la puissance monétaire retrouvée donnerait accès à la puissance tout court, que de l'union monétaire jaillirait l'union politique, et finalement, le vœu que l'Europe retrouvât le rang dont elle avait été injustement déchu du fait de ses déchirements passés, au profit de la force brute de la puissance américaine<sup>37</sup>.

Aussi, pour un Européen et pour un Français en particulier, le constat que le dollar est demeuré la monnaie universelle, en dépit de ses

faiblesses et de la désinvolture, voire de l'incompétence répétée des autorités qui le gère, alors même qu'un concurrent lui était opposé, n'est pas anodin. Il appelle une explication, un éclaircissement. Le dollar ne continuerait-il pas à jouir d'un privilège qu'il est plus tentant que jamais de qualifier d'exorbitant ?

### QUEL « PRIVILÈGE EXORBITANT » ?

Pourtant, passé le rappel du seigneurage international, nécessairement trivial, les définitions du « privilège exorbitant » proposées vont du confondant au confus en passant par le contrit.

Le seigneurage international provient de l'usage de billets américains dans le reste du monde. Sur la base du montant estimé de billets en dollars circulant en dehors des États-Unis - la moitié des billets émis par la Réserve fédérale, soit 300 Md\$ -, le seigneurage perçu par les autorités monétaires se situerait entre 0,1 % et 0,2 % du PIB américain. Papaioannou et Portes (2008b), actualisant une estimation réalisée par Portes et Rey (1998), ajoutent la prime de liquidité procurée aux émetteurs de dettes américains par le surcroît de demandes pour les titres américains lié au rôle de monnaie de réserve du dollar, soit 0,1 % en plus<sup>38</sup>.

Les plus confondantes des définitions du « privilège exorbitant » du dollar aujourd'hui consistent à pointer la capacité des États-Unis à rembourser leur dette en monnaie de papier, ce qui est, depuis quelques décennies, le propre de tous les États<sup>39</sup>, ou à « imprimer une monnaie dont les pays étrangers ne réclament pas la contrepartie, dès lors que leurs banques centrales la stockent » (Warde, 2005)<sup>40</sup>, ou, de manière à peine moins rudimentaire, à le rechercher dans les « bénéfices d'émission (la différence entre le coût d'émission d'une monnaie et ce qu'elle permet d'acheter) sur les dollars utilisés dans le monde hors des États-Unis » (Adhémar, 1997), ce qui revient à le confondre avec le seigneurage. À peine plus profondes, les explications qui consistent à souligner la capacité des États-Unis à rembourser leur dette en leur propre monnaie<sup>41</sup> ou à s'endetter dans leur propre monnaie<sup>42</sup>, privilège plus restreint, mais qui en englobe un grand nombre, à commencer par les Européens. Comme le remarque Cohen (2004), « l'argument selon lequel les États-Unis disposeraient du « privilège exorbitant » de pouvoir financer leur dette en leur propre monnaie ne tient pas. C'est aussi le cas de l'Europe ou du Japon ». De fait, selon la Banque centrale européenne (BCE), la majeure partie des engagements internationaux de la zone euro est libellée en euros, alors que ses actifs sont majoritairement libellés en monnaies autres (BCE, 2008a).

D'autres définitions paraissent relever de la contrition, si grande est

la capacité qu'elles attribuent aux Américains de leurrer le reste du monde, les Européens au premier chef : « Les Européens subissent le contre-choc des erreurs américaines. La crise a pris naissance aux États-Unis. C'est le suivisme des Européens qui a causé leurs déboires, car ils se sont résignés à admettre, sans jamais le contester, le primat américain et, du coup, ils se sont crus obligés d'imiter les Américains », se lamente Pierre Habib-Deloncle, ancien président de la Société marseillaise de crédit et de la Banque Chaix, dans *Le Figaro* du 15 novembre 2008. Artus (2008), pour sa part, dénonce le caractère spoliateur du modèle de croissance américain d'avant la crise, car « les crédits liés à ce modèle, dont la solvabilité était fictive, ont été vendus au reste du monde ».

Les définitions les plus sophistiquées actualisent la critique initialement formulée par le général de Gaulle et son ministre des Finances, Valéry Giscard d'Estaing, qui identifiaient le privilège lié au statut du dollar avec la possibilité de financer à coût nul, ou très faible, la prise de contrôle de firmes étrangères, et notamment de firmes françaises<sup>43</sup>. Ainsi, Gourinchas et Rey (2007) soulignent l'avantage que procure aux États-Unis leur rôle de banquier du monde qui, comme tout banquier, emprunte « court », prête « long » et bénéficie d'un excès de rentabilité, du fait d'un écart entre le coût de ses engagements et le rendement de ses actifs. « Comme il existe un différentiel de taux de rendement entre les passifs et les actifs, ils réalisent sans effort des profits (...) Dans les années 1960, l'Europe prêtait de l'argent aux États-Unis qui rachetaient ensuite les entreprises européennes rentables avec ce même argent. C'est le « privilège exorbitant » dénoncé par Valéry Giscard d'Estaing, alors ministre des Finances du général de Gaulle », explique Hélène Rey dans une interview au journal *Le Monde* (1<sup>er</sup> avril 2008).

Cette qualification du « privilège exorbitant », abondamment reprise dans la presse et les milieux spécialisés en France, perd toutefois de sa pertinence, dès lors qu'on ne peut plus invoquer l'obligation faite au reste du monde d'accumuler des actifs en dollars, comme dans le cadre du système de Bretton Woods. Or, cette obligation n'existe ni en droit, ni en fait, comme en témoigne le périmètre variable dans le temps des monnaies arrimées au dollar - moins stable que celui des monnaies arrimées à l'euro et aux monnaies qui l'ont précédé (Cobham, 2008 ; Ilzetzki, Reinhart et Rogoff, 2008) - et la montée de l'euro dans les réserves de change.

En l'absence d'une telle obligation, rien ne fonde l'affirmation que c'est le « privilège exorbitant » du dollar comme monnaie de réserve internationale qui fait que les États-Unis « empruntent à bas coûts auprès du reste du monde et investissent à l'étranger (avec un levier supérieur à 1) en achetant des entreprises ou des actions » (Garnier,

2007). L'excès de rentabilité dont bénéficie la finance américaine peut, certes, résulter du rôle central du dollar ou des États-Unis dans le système monétaire international. Mais il existe des alternatives. Certains invoquent l'existence d'actifs non mesurés (une « matière sombre », Hausmann et Sturzenegger, 2007) ; d'autres font l'hypothèse d'une plus grande « efficacité » des marchés américains (Papaioannou et Portes, 2008b). En effet, la zone euro n'est pas moins endettée vis-à-vis de l'extérieur que les États-Unis, avec, en brut, un ratio engagements extérieurs/PIB de 170 % fin 2007 contre 140 % pour les États-Unis et, en net, un ratio de 15 % contre 11 % pour les États-Unis. À cette aune, elle n'est pas moins en position de jouer un rôle de « banquière du monde ». Pourtant, Papaioannou et Portes (2008b) montrent que les investisseurs de la zone euro ne bénéficient d'aucun excès de rendements. Caballero et Krishnamurthy (2009) avancent une toute autre analyse de l'écart de rentabilité entre l'actif et le passif des États-Unis, pour autant qu'un tel raccourci recouvre une réalité économique, en mettant l'accent sur la vigueur de la demande d'actifs sans risques émanant du reste du monde, notamment les pays émergents à forte épargne, faisant un lien entre les déséquilibres globaux et la crise financière de 2007.

Pour leur part, Reinhart et Reinhart (2009) qualifient de « privilège exorbitant » la capacité des États-Unis à être à la fois le foyer de l'instabilité financière et le havre des capitaux en quête de sécurité. Devereux, Shi et Xu (2005) se concentrent sur une définition plus traditionnelle du privilège procuré par le rôle du dollar comme étalon : l'usage du dollar comme monnaie de facturation du commerce international engendre une asymétrie qui isole les prix américains des fluctuations de change et permet de mener une politique monétaire qui ignore les chocs liés aux fluctuations de change et qui s'impose au reste du monde. Toutefois, ce privilège ne profite pas à l'économie américaine, dont le bien-être est diminué par l'absence de mécanismes d'ajustement par le change.

71

### *PERSPECTIVES*

Le recours à une monnaie universelle, couramment utilisée par les autorités monétaires et par les acteurs privés, est une donnée des relations économiques internationales. Dans le passé l'or et l'argent, puis l'or seulement, ont joué ce rôle, avant d'être progressivement évincés et remplacés par des monnaies fiduciaires.

La crise actuelle ravive, une fois encore, la nostalgie de la stabilité des changes et suscite des réflexions sur le retour à l'or ou sur la création des zones-cibles, à l'image du système monétaire européen des années

1980-1990, mais élargi à un plus grand nombre de pays, voire au monde entier. Les choses étant ce qu'elles sont, la faiblesse de l'appétit des États pour s'imposer dans le domaine de la politique monétaire, comme en bien d'autres disciplines extérieures ou automatiques jugées trop contraignantes, milite contre ces perspectives.

Le plus probable est que l'économie mondiale aura recours dans le futur proche à une monnaie universelle qui sera aussi la monnaie fiduciaire d'un pays ou d'un ensemble de pays. Quelle sera-t-elle ?

L'euro finira-t-il par remplacer le dollar ? Cette perspective ne reflète plus seulement le souhait des promoteurs de la monnaie unique. Elle est devenue une prédiction fondée sur des travaux théoriques, historiques et économétriques réalisés par des économistes américains (Chinn et Frankel, 2007), peut-être pour susciter l'inquiétude parmi les politiques de ce pays. Toutefois, les références au précédent que constitue l'éviction de la livre au profit du dollar dans l'entre-deux-guerres méconnaissent qu'il ne s'agit plus de choisir une dénomination contre une autre d'une monnaie convertible en or<sup>44</sup> mais d'élire une monnaie fiduciaire plutôt qu'une autre, c'est-à-dire pour un pays, *a fortiori* une puissance émergente, de faire un acte de foi qui ne peut être fondé seulement sur des arguments économiques.

72

D'autres monnaies, d'autres régimes universels s'imposeront-ils ? Les experts chinois spéculent déjà sur les potentialités du renminbi (Chen et Peng, 2007).

Un véritable multilatéralisme monétaire n'a guère de chance de s'établir sans une régionalisation sous-jacente de l'économie et des échanges internationaux.

Le plus probable paraît donc le maintien du dollar comme monnaie relativement universelle (Artus, 2006), c'est-à-dire d'un système de fait, fragile et insatisfaisant, entretenant des crises récurrentes, des débats sans fin sur leur cause et la responsabilité des protagonistes, et un ressentiment toujours ressourcé par ce qui ne cesse d'apparaître comme le « privilège exorbitant » du dollar.

## NOTES

1. Interview de Valéry Giscard d'Estaing, ministre de l'Économie et des Finances, *Europe 1*, 25 septembre 1969.
2. Cf. Raymond Barre : « Une fois de plus, les difficultés monétaires occupent le devant de la scène. Une fois de plus, on assiste au jeu des prévisions et des pronostics ; les supputations et, permettez-moi le mot, les élucubrations vont bon train ». Déclaration devant le Parlement européen (4 juillet 1972). Disponible sur le site : [www.ena.lu](http://www.ena.lu).
3. Dès 1893, Paul Claudel avait raillé : « le Seigneur qui a donné le dollar à l'homme » (*L'échange*).
4. *Dollar*, paroles et musique de Jean Villard (Gilles), interprètes : Gilles et Julien, 1932.
5. *Les Œuvres complètes de Benjamin Péret*, Paris : les éditions José Corti, tome III, 1995.
6. Disponible sur le site : [pagesperso-orange.fr/udcgt nord/files/n\\_\\_108\\_ugjct.pdf](http://pagesperso-orange.fr/udcgt nord/files/n__108_ugjct.pdf).
7. Rappelons qu'en anglais, *standard* désigne à la fois l'étalon et l'étendard.
8. Et *vice versa*. Voir, par exemple : Jacques Chirac : « Le monde est actuellement très influencé par le dollar qui est lui-même fondé sur la puissance économique américaine » (entretien accordé au magazine allemand *Focus*, 15 septembre 1997), ou encore : « Il y a dans le monde une puissance américaine qui est fondée notamment sur la puissance du dollar » (allocution à l'université de Saint-Petersbourg, 27 septembre 1997).
9. Voir : l'étonnante analyse de l'un des animateurs d'un site web consacré à la géopolitique de l'euro : « La création de billets de 500 euros devrait faciliter les échanges sur les marchés illégaux. La part de marché de l'euro sur ce secteur devrait donc augmenter. Si, bien sûr, ce n'est pas un domaine d'activité dans lequel un pays veut être présent, il n'en demeure pas moins que l'émergence de l'euro sur ce marché aura un double effet négatif pour les États-Unis : d'une part, la demande de monnaie américaine diminuera, entraînant une dépréciation de cette dernière et, d'autre part, les possibilités de traquer l'économie souterraine seront plus difficiles pour les États-Unis » ; Bizel (2007).
10. Voir : les statuts originaux du FMI, article IV, section 1 (a) : « *The par value of the currency of each member shall be expressed in terms of gold as a common denominator or in terms of the United States dollar of the weight and fineness in effect on July 1, 1944* ».
11. Peut-être pour la raison que la Bundesbank n'était pas « présente à la création », ce point, qui n'est pas que de détail, semble échapper aujourd'hui encore à Otmar Issing et à ses co-auteurs (2008, p. 4) : « *The first part of the post-world war II period was marked by the Bretton Woods International Monetary Regime (...) It involved the fixing of a par value for each currency in terms of gold* » (souligné par l'auteur).
12. Nixon, dans les discours du 15 août 1971 où il annonce sa décision, présente la mesure comme temporaire et la justifie par l'objectif de mettre fin à la spéculation. Richard Nixon, *Address to the Nation Outlining a New Economic Policy : the Challenge of Peace*, 15 août 1971 ; disponible sur le site de la Nixon Library : [www.nixonlibraryfoundation.org/clientuploads/directory/archive/1971\\_pdf\\_files/1971\\_0264.pdf](http://www.nixonlibraryfoundation.org/clientuploads/directory/archive/1971_pdf_files/1971_0264.pdf). Assez curieusement, l'historique du Trésor américain ne comporte pas d'entrée à cette date ; cf. *History of the Treasury Chronology of Events*, disponible sur le site : [www.ustreas.gov/education/history/events/1900-present.shtml#8](http://www.ustreas.gov/education/history/events/1900-present.shtml#8). Le département d'État a récemment mis en ligne des documents relatifs à la politique économique étrangère des administrations Nixon et Ford. Voir : *Foreign Relations of the US, 1969-1976 ; Foreign Economic Policy 1969-1972 ; International Monetary Policy, 1969-1972* ; disponibles sur le site : [www.state.gov/t/pa/ho/frus/nixon/iii/index.htm#](http://www.state.gov/t/pa/ho/frus/nixon/iii/index.htm#).
13. Selon les auteurs, la rupture de l'orientation de la politique monétaire coïncide avec un renforcement du rôle du Treasury au détriment de la Réserve fédérale.
14. Sur la période de fonctionnement du *pool* de l'or (1961-1967), pour un tiers à destination du secteur privé et deux tiers à destination des banques centrales du reste du monde sauf la Grande-Bretagne et le Canada, et dont 60 % à destination de la Banque de France ; calculé d'après FMI, IFS.
15. La France est demeurée solitaire dans sa démarche de conversion partielle de ses réserves en or. L'Allemagne n'a ni soutenu, ni suivi la France. D'ailleurs, la France a critiqué le système de Bretton Woods non pour ses conséquences sur la stabilité des prix, mais pour la facilité à financer les exportations de capital, notamment les investissements directs, vus comme une « sorte d'expropriation » par le général de Gaulle dans la fameuse conférence de presse du 4 février 1965 (Charles de Gaulle, *Discours et Messages*, Plon, 1970).

16. En 1972 encore, Georges Pompidou déplorait que les réserves en dollars détenues par les banques centrales soient devenues incontrôlables (conférence de presse, Paris, 16 mars 1972).
17. Georges Pompidou, discours à l'occasion d'un dîner à l'invitation du président Nixon, New York, 2 mars 1970. Jusqu'aux accords de la Jamaïque, la France a milité en faveur du rétablissement d'un système de parités stables.
18. Selon Chen and Giovannini (1992), la probabilité de dévaluation du dollar perçue par les marchés à terme est nulle jusqu'à 1965, rapidement croissante ensuite.
19. De son lit de malade, Fidel Castro trouve encore la force de fustiger cette décision comme « l'escroquerie colossale que Nixon avait faite à l'économie mondiale » (cf. Réflexions de Fidel Castro - Lula, deuxième partie ; disponible sur le site : [www.cuba.cu/gobierno/discursos/2008/fra/f230108f.html](http://www.cuba.cu/gobierno/discursos/2008/fra/f230108f.html)) qui contraste avec le mépris affiché par Lénine pour l'or, tout juste bon à faire des « latrines publiques » (Lénine, *Œuvres*, Moscou-Paris, Éditions sociales, Éditions du progrès, 1966, vol. 33, p. 109).
20. Les partenaires des États-Unis dans la *pool* de l'or ont néanmoins compensé, par des achats d'or auprès de la Réserve fédérale, leur contribution aux ventes du *pool* destinées à stabiliser le prix de l'or sur le marché de Londres. La France a quitté cet accord en 1967.
21. Dès mai 1971, la Bundesbank a laissé le deutsche mark (DM) fluctuer par rapport au dollar. Un premier épisode de fluctuations du DM, à l'automne 1969, n'avait duré que quelques semaines.
22. En 1970, Valéry Giscard d'Estaing explique que « la scène internationale a vu également apparaître au cours des dix dernières années des économies aussi dynamiques que celle des États-Unis et la naissance de la Communauté économique européenne. Un rééquilibrage mondial de la puissance économique est en cours qui n'est pas sans conséquences sur le plan monétaire » (interview à la revue *L'économie*, 24 octobre 1970).
23. Dans les années 1960, la Chine maoïste s'émerveillait de l'essor des puissances émergentes... d'Europe.
24. Nicolas Sarkozy a implicitement fait référence à ces propos dans son intervention du 7 novembre 2007 devant le Congrès américain : « Le dollar ne doit pas rester seulement le problème des autres ». Les propos de John Connally ont probablement été prononcés lors d'une réunion des ministres des Finances et des banquiers centraux du G10 au Smithsonian Institute, à la fin de 1971. Dans la littérature, l'attribution des propos est des plus fantaisistes. Beaucoup, y compris parmi les experts - Willem Buiters dans son blog (*Financial Times*, 17 novembre 2007) ou Reinhart (2009) -, estropient le nom du locuteur en Connolly. La datation des propos hésite entre 1970 et 1971, les citations les plus prudentes parlant du début des années 1970 (cf. Jean-Paul Fitoussi, « L'Euro, notre monnaie, notre problème », *Le Monde*, 20 février 2004). Les auteurs d'un manuel sur l'intégration économique européenne rajeunissent de quinze ans ou plus le mandat de Connally au Trésor, en le plaçant sous la présidence de Ronald Reagan (Étienne Farvaque et Gaël Lagadec, *Intégration économique européenne : problèmes et analyses*, de Boeck université, 2002, note 18, p. 238). Bertrand de Largentaye, pour sa part, en crédite James Baker, secrétaire au Trésor de Reagan (Cf. « Réflexions sur la recherche du plein emploi en Europe », *Cahiers d'innovation de l'innovation*, n° 23, 2006-1, p. 72). Le contenu de la citation elle-même varie, le plus souvent « notre monnaie, mais votre problème », parfois « le dollar est notre monnaie mais c'est votre problème », avec des variantes pour « dollar », par exemple « devise » ou « déficit ». Aucune source n'est jamais citée. On notera que les propos ne sont pas rapportés dans la presse américaine de l'époque. Ils ne sont pas non plus mentionnés dans la presse américaine ou française dans la nécrologie de John Connally en 1993.
25. Toutefois, la nostalgie des milieux se proclamant antilibéraux pour l'étalon-or est évidente.
26. Pour une présentation du système, voir sur le site de la FAO : [www.fao.org/es/ESS/yearbook/gearyKhamis.pdf](http://www.fao.org/es/ESS/yearbook/gearyKhamis.pdf).
27. Comme l'ont expliqué les ministres de l'Économie et des Finances, les gouverneurs des banques centrales, la Commission européenne et l'Institut monétaire européen, à l'issue d'une réunion à Bruxelles, le 3 mai 1998 ; voir le site : [http://ue.eu.int/ueDocs/cms\\_Data/docs/pressData/fr/ecofin/08172.F8.htm](http://ue.eu.int/ueDocs/cms_Data/docs/pressData/fr/ecofin/08172.F8.htm).
28. Le Zimbabwe, en proie à une inflation galopante, est en train d'adopter le dollar américain. Selon l'AFP, « après les opérateurs de téléphonie, les écoles et les restaurants, même le Journal officiel du Zimbabwe a fini par céder face à la dévaluation vertigineuse de la monnaie nationale : il se vend désormais pour 1 dollar américain (...). Le gouvernement devrait même adopter le budget 2009 en dollars américains, officialisant *de facto* le recours à une monnaie déjà utilisée dans tout le pays » ; AFP, Harare, « Le dollar zimbabwéen évincé par le billet vert américain », 29 janvier 2009.

29. Calcul fait à partir de la base de données associée aux *Perspectives économiques* du FMI, octobre 2008.
30. Calculé à partir de la base de données du FMI, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) mise à jour, 30 septembre 2008 ; disponible sur le site : [www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm](http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm).
31. Cf. Lim (2007). Truman et Wong (2006), travaillant sur la période 1973-2001, montrent que pendant les phases de baisse du dollar (-17 % en moyenne par rapport au DTS - droits de tirage spéciaux), la part des réserves en dollars recule en moyenne de 3,5 % alors que leur part en volume (après correction des effets de variation du change) progresse de 3 % ; l'inverse est observé, avec des chiffrages voisins, pour les périodes de hausse du dollar (+20 % en moyenne par rapport au DTS). Le récent rapport du Conseil d'analyse économique traitant de la politique de change de l'euro observe qu'au cours du premier trimestre de 2007, la part du dollar dans les réserves officielles a diminué alors même que le montant des actifs libellés en dollars achetés par les banques centrales a été nettement supérieur à leurs acquisitions d'actifs libellés en euros : 87,5 Md\$ contre 49,6 Md\$. Dans ce cas, la diminution de la part du dollar dans les réserves s'explique par la hausse du taux euro/dollar et par le taux de croissance plus élevé du stock d'actifs en euros ; cf. Bordes (2008).
32. Le département du Trésor a l'obligation, depuis l'Omnibus Trade and Competitiveness Act de 1988, de faire annuellement un rapport au Congrès sur les politiques de change des pays ayant un fort excédent commercial ou courant avec les États-Unis, d'établir s'il y a manipulation du change et, dans ce cas, d'agir pour mettre fin à cet état de fait. Le département du Trésor s'est jusqu'ici gardé de qualifier ainsi la politique chinoise, considérant, selon le Centre for Congressional Resarci (CRS) que la législation lui impose de vérifier de la part du gouvernement étranger l'intention d'empêcher un ajustement de la balance des paiements ou de créer un avantage compétitif non justifié. Cf. W.-M. Morison and M. Labette, « China's Currency : Economic Issues and Options for US Trade Policy », CRS Reports for Congress, RL32165, janvier 2009, note 73, p. 41.
33. Cf. la défense du Premier ministre chinois, Wen Jiabao : « *It is completely confusing right and wrong when some countries that have been overspending the blame those that lend them money for their spending* », interview donnée au *Financial Times*, 1<sup>er</sup> février 2009.
34. Lors d'une conférence de presse au National Press Club à Washington le 24 février 1970, Georges Pompidou évoquait la possibilité « qu'un jour le développement du marché commun conduise à une union monétaire et économique européenne, qu'on arrive même ainsi à une monnaie européenne, que cette monnaie européenne puisse être, en quelque sorte, un point d'équilibre par rapport au dollar et qu'il y ait ainsi deux points de référence ».
35. Cf. ces propos de responsables politiques du moment : Hervé de Charette : « Nous pensons que cette monnaie-là (l'euro) va devenir une monnaie aussi puissante que le dollar et que demain, elle empêchera cette domination du dollar qui est devenue depuis cinquante ans non seulement la première monnaie du monde, mais une monnaie irresponsable, c'est-à-dire qui peut faire ce qu'elle veut puisqu'elle est la seule grande » (entretien avec le Grand jury du *Monde*, 29 septembre 1996) ; Jacques Chirac : « Nous voulons que la puissance européenne soit fondée sur une puissance égale à celle du dollar. C'est pourquoi, je suis très partisan de l'euro » (allocution à l'université de Saint-Petersbourg, 27 septembre 1997) ; Lionel Jospin : « L'adoption d'une monnaie unique mettra fin à l'hégémonie du dollar et limitera les mouvements de spéculation » (entretien avec le quotidien *Le Monde*, 21 avril 1998) ; Pierre Moscovici : « Pour l'Europe, il s'agit d'affirmer une nouvelle monnaie internationale fondée sur une puissance dynamique, celle de l'Union européenne, et d'échapper à la domination du dollar » (intervention à la conférence-débat « La vocation européenne de la Pologne et l'élargissement de l'Union européenne », Sénat, Paris, 6 mai 1999).
36. François Mitterrand, interview accordée à TF1 le 15 décembre 1991.
37. Dandieu et Aron, *primi inter pares* des non-conformistes des années 1930, ont identifié la date funeste où le sort de l'Europe a basculé : non pas août 1914 ou le traité de Versailles, mais la création de la Réserve fédérale américaine en « 1913, date fatale de l'organisation des banques américaines dont nous souffrons depuis : l'origine du cancer américain ». Dandieu A. et Aron R., *Le cancer américain*, Paris : Rieder, 1931, p. 17, cité par Philippe Roger, *L'ennemi américain. Généalogie de l'antiaméricanisme français*, Paris : éditions du Seuil, 2002.
38. Corbin (2001) présente des estimations plus importantes, curieusement non actualisées au-delà des années 1960.

39. C'était, semble-t-il, l'analyse de Michel Debré : « Le dollar, par sa parité fixe avec l'or et par les dispositions de son statut de monnaie de réserve, dispense les États-Unis des obligations qui sont celles de tous les autres pays et qui sont celles d'équilibrer sa balance des paiements autrement que par l'émission de monnaies » (interview accordée à la télévision ouest-allemande le 11 décembre 1968). C'était également celle de Harrod, qui s'en est pris au système « dont le mécanisme essentiel entraîne les autres pays à approvisionner les États-Unis en biens et en services, année après année, en échange de morceaux de papier, dont l'impression n'a presque rien coûté à ces derniers. L'émission de papier-monnaie permet d'obtenir des profits ou des seigneuriages de 100 %, ce qui est beaucoup plus que ceux qu'obtenaient les grands seigneurs de l'époque médiévale ». Sir R. Harrod, *La Monnaie*, Paris : Dunod, 1971, p. 323, traduction française de l'ouvrage publié en langue anglaise sous le titre *Money* par McMillan, 1969. C'est toujours celle des souverainistes et des altermondialistes.
40. L'auteur, *Adjunct*, professeur de International Business à la Fletcher School, Tufts University, semble croire qu'un dollar anémique (...) dévalue une dette extérieure estimée à 3 000 Md\$, *ibid.*
41. Par exemple : Alain Lamassoure, alors ministre délégué aux Affaires européennes, lors d'une intervention au Sénat : « Les États-Unis continuent de bénéficier, de ce fait, d'un « privilège exorbitant » : celui de pouvoir régler leurs dettes par l'émission de leur propre monnaie », 25 novembre 1993.
42. « Grâce à l'hégémonie du dollar, ils empruntent dans leur monnaie » : Philippe Martin, professeur à Paris I et chercheur au CNRS, « Le privilège de la dette américaine », *Libération*, 6 février 2006.
43. Voir aussi : Georges Pompidou expliquant à un public américain : « L'abondance de dollars extérieurs fournit à l'expansion de vos entreprises en Europe des moyens anormaux » (2 mars 1970).
44. Jusqu'au début des années 1930, les deux monnaies étaient alors librement convertibles en or au plan interne et externe, à une époque où les réserves des banques centrales reposaient sur l'or à 75 %, comme en 1914. Voir : Bordo et Eichengreen (1998) ; Eichengreen et Flandreau (2008).

## BIBLIOGRAPHIE

- ADHÉMAR P. (1997), « Le dollar et l'euro : de l'indifférence à l'inquiétude », *Le Monde*, 25 novembre.
- ALOGOSKOUFIS G. et PORTES R. (1997), « The Euro, the Dollar and the International Monetary System », in Masson P. R., Krueger T. H. et Turtleboom B. G. (éd.), chap. 3.
- ARTUS P. (2006), « Quel remplaçant au dollar ? ou The Reports of my Death Have Been Greatly Exaggerated », Natixis, *Flash Marchés*, n° 2006-238, septembre.
- ARTUS (2008), « Le modèle de croissance insensé et spoliateur des États-Unis », *Flash Économie*, n° 443, 9 octobre.
- AUBIN C. et al. (2007), « L'euro comme monnaie d'endettement international », communication au 55<sup>ème</sup> congrès de l'AIELF, Varsovie, 21-23 mai, disponible sur le site : [secco.univ-poitiers.fr/recherpubli/doctravail/M2007-01.pdf](http://secco.univ-poitiers.fr/recherpubli/doctravail/M2007-01.pdf).
- BCE (2008), *Dixième anniversaire de la BCE, Bulletin mensuel*, mai.
- BCE (2008a), « Euro Area International Investment Position and its Geographical Breakdown (as at end-2007) », communiqué de presse, 6 novembre.
- BCE (2008b), *Financial Stability Review*, décembre.
- BCE (2008c), *The International Role of the Euro*, juillet.
- BECK R. et RAHBARI E. (2008), « Optimal Reserve Composition in the Presence of Sudden Stops. The Euro and The Dollar as Safe Haven Currencies », BCE, *Working Paper Series*, n° 916, juillet.
- BEKX P. (1998), « The Implications of the Introduction of the Euro for Non-EU Countries », Commission européenne, Directorate General Economic and Financial Affairs, *Euro Papers Number*, n° 26, juillet ; cité in Pollard (2001).

- BÉNASSY-QUÉRÉ A., CŒURÉ B. et MIGNON V. (2006), « On the Identification of de facto Currency Pegs », *Journal of the Japanese and International Economies*.
- BERGSTEN C. F. (1997), « The Dollar and the Euro », *Foreign Affairs*, juillet/août.
- BIZEL N. (2007), « L'Euro, concurrent sérieux du dollar ? », Euro-power.fr, mai.
- BORDES C. (2008), « L'essor de l'euro comme monnaie de réserve internationale contribue-t-il à sa force ? », in Bénassy-Quéré D., Bransbourg G. et Henriot A., 2008, note 3, p. 185.
- BORDO M. et EICHENGREEN B. (1998), « The Rise and Fall of a Barbarous Relic : the Role of Gold in the International Monetary System », *NBER Working Paper*, n° 6436, mars.
- BORDO M. et EICHENGREEN B. (2008), « Bretton Woods and the Great Inflation », *NBER Working Paper*, n° 14532, décembre.
- CABALLERO R. J. et KRISHNAMURTHY A. (2009), « Global Imbalances and Financial Fragility », *NBER Working Paper*, n° 14688, janvier.
- CABOTTE J.-C. et MOULIN A.-M. (2002), « Le statut juridique de la monnaie unique », *Bulletin de la Banque de France*, n° 108, décembre, pp. 35-58, disponible sur le site : [www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu108\\_2.pdf](http://www.banque-france.fr/fr/publications/telechar/bulletin/etu108_2.pdf).
- CALVO G. A. et REINHART C. M. (2000), « Fear of Floating », *NBER Working Paper*, n° 7993, novembre.
- CASSEN B. (2000), « La langue-dollar », *Le Monde diplomatique*, mai.
- CHEN H. et PENG W. (2007), « The Potential of the Renminbi as an International Currency », Hong Kong Monetary Authority, *China Economic Issues*, n° 7/07, novembre.
- CHEN Z. et GIOVANNINI A. (1992), « Estimating Expected Exchange Rates under Target Zones », *NBER Working Paper*, n° 3955, janvier.
- CHEVÈNEMENT J.-P. (1995), *Le vert et le noir : intégrisme, pétrole, dollar*, Paris : Grasset.
- CHINN M. et FRANKEL J. (2007), « Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency ? », in Clarida (éd.), pp. 283-338.
- CHINN M. et FRANKEL J. (2008), « Why the Euro Will Rival the Dollar », *International Finance*, mai.
- CLARIDA R. H. (éd.) (2007), *G7 Current Account Imbalances : Sustainability and Adjustment*, NBER, mai.
- COBHAM D. (2008), *Changing Currency Alignments : Euro versus Dollar*, Heriot-Watt University, juillet, disponible sur le site : [www.sml.hw.ac.uk/dc34/€\\$alignment.pdf](http://www.sml.hw.ac.uk/dc34/€$alignment.pdf).
- COHEN D. (2004), « Dollar faible, Amérique forte ? », *Le Monde*, 21 janvier.
- CORBIN A. (2001), « Statut de monnaie de réserve du dollar et seigneurage américain : bilan et perspectives », communication au colloque : « Du franc à l'euro : changements et continuité de la monnaie », Poitiers, 14-16 novembre, disponible sur le site : [www.sceco.univ-poitiers.fr/racine/franc-euro/communications.htm](http://www.sceco.univ-poitiers.fr/racine/franc-euro/communications.htm).
- DEVEREUX M. B., SHI K. et XU J. (2005), « Global Monetary Policy under a Dollar Standard », juillet, disponible sur le site : [www.sfu.ca/~jennyx/globaljierevision.pdf](http://www.sfu.ca/~jennyx/globaljierevision.pdf), premier draft, août 2003, révisé en juillet 2005.
- DIDIER M. et al. (2008), *Politique de change de l'euro*, Conseil d'analyse économique, Paris : La Documentation française, décembre.
- DOOLEY M. P., FOLKERTS-LANDAU D. et GARBER P. (2003), « An Essay on the Revived Bretton Woods System », *NBER Working Paper*, n° 9971, septembre.
- EICHENGREEN B. (2000), « From Benign Neglect to Malignant Preoccupation : US Balance of Payments Policy in the 1960s », *NBER Working Paper*, n° 7630, mars.
- EICHENGREEN B. (2004), « Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods », *NBER Working Paper*, n° 10497, mai.
- EICHENGREEN B. (2005), « Sterling's Past, Dollars' Future : Historical Perspectives on Reserve Currency Competition », *NBER Working Paper*, n° 11336, mai.
- EICHENGREEN B. et FLANDREAU M. (2008), « The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency », *NBER Working Paper*, n° 14154, juillet.
- FERRI-PISANI C. A. A. (1929), *Sa Majesté le dollar*, Paris : Les Éditions de France.

- FMI (2007), « Review of Exchange Arrangements, Restrictions and Controls », préparé par Monetary and Capital Markets Department, approuvé par Jaime Caruana, 27 novembre.
- GARNIER O. (2007), « Quand la Chine détiendra l'Amérique... », *Agefi*, 28 juin.
- GOLDBERG L. S. et TILLE C. (2005), « Vehicle Currency Use in International Trade », *NBER Working Paper*, n° 11127, février.
- GOLBERG L. S. et TILLE C. (2008), « Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar », Federal Reserve Bank of New York, *Staff Reports*, n° 316, février.
- GOURINCHAS P.-O. et REY H. (2007), « From World Banker to World Venture Capitalist : US External Adjustment and the Exorbitant Privilege », in Clarida (2007), chap. 7, pp. 11- 66.
- HAUSMANN R. et STURZENEGGER F. (2007), « Dark Matter and International Imbalances », *Economic Policy*, juillet.
- HENRIOT A. (2008), « Impacts macroéconomiques et sectoriels de l'euro », in Bénassy-Quéré D., Bransbourg G. et Henriot A., pp. 105-166.
- HEU P. M. (2003), *Le temps du cinéma : Émile Vuillermoz, père de la critique cinématographique, 1910-1930*, L'Harmattan, p. 176.
- ILZETZKI E., REINHART C. M. et ROGOFF K. S. (2008), « The Country Chronologies and Background Material to Exchange Rate Arrangements in the 21st Century : Which Anchor Will Hold ? », disponible sur le site : [www.terpconnect.umd.edu/~creinhar/Papers/ERA-Country % 20chronologies.pdf](http://www.terpconnect.umd.edu/~creinhar/Papers/ERA-Country%20Chronologies.pdf).
- ISSING O. et al. (2008), « Opting Out of the Great Inflation : German Monetary Policy after the Break Down of Bretton Woods », *NBER Working Paper*, n° 14596, décembre.
- JULIEN C. (1985), « L'empire du dollar », *Le Monde diplomatique*, mai.
- KAMPS A. (2006), « The Euro as Invoicing Currency in International Trade », BCE, *Working Paper Series*, n° 665, août.
- KOSCIUSKO-MORIZET J.-A. et PEYRELEVADE J. (1975), *La Mort du dollar*, Paris : Seuil.
- KOSTOLANY A. (1957), *La Paix du dollar*, Paris : Plon.
- LABÉVIÈRE R. (1999), *Les dollars de la terreur : les États-Unis et les islamistes*, Paris : Grasset.
- LE ROUX G. (1984), *Dollarium tremens*, Paris : Presses de la Cité.
- LEVY-YEYATI E. et STURZENEGGER F. (2005), « Classifying Exchange Rate Regimes : Deeds versus Words », *European Economic Review*, vol. 49.
- LIM E.-G. (2007), « Do Reserve Portfolios Respond to Exchange Rate Changes Using a Portfolio Rebalancing Strategy ? An Econometric Study Using COFER Data », *IMF Working Paper*, WP/07/293, décembre.
- MALTERRE J. (1972), *Crise des monnaies : le dollar en procès*, Paris : éditions du Cerf.
- MASSON P. R., KRUEGER T. et TURTLEBOOM B. G. (éd.) (1997), *EMU and the International Monetary System*, Washington.
- McKINNON R. I. (2005), *The World Dollar Standard and Globalization New Rules for the Game?*, septembre, disponible sur le site : [www.stanford.edu/~mckinnon/papers/Globalization.pdf](http://www.stanford.edu/~mckinnon/papers/Globalization.pdf).
- MISTRAL J. (2008), « Le dollar, un problème ou une solution pour le président Obama ? », *Les Échos*, 23 décembre.
- NAPOLEONI L. (2005), *Terror Incorporated*, Seven Stories Press.
- PAPAIOANNOU E. et PORTES R. (2008a), « The International Role of the Euro : a Status Report », Commission européenne, *Economic Papers*, vol. 317, avril.
- PAPAIOANNOU E. et PORTES R. (2008b), « Costs and Benefits of Running an International Currency », Commission européenne, *Economic Papers*, n° 348, novembre.
- PAPAIOANNOU E., PORTES R. et STIOUROUNIS G. (2006), « Optimal Currency Shares in International Reserves : the Impact of the Euro and the Prospects for the Dollar », *NBER Working Paper*, n° 12333, juin.
- POLLARD P. S. (2001), « The Creation of the Euro and the Role of the Dollar in International Markets », *The Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, septembre-octobre, pp. 17-35.

- PORTES R. et REY H. (1998), « The Emergence of the Euro as an International Currency », *Economic Policy*, vol. 26, n° 1, avril, pp. 305-343.
- POUVELLE C. (2006), « Le rôle international de l'euro depuis 1999 : facteurs et enjeux », *Bulletin de la Banque de France*, n° 147, mars.
- REINHART C. et REINHART V. (2009), « Is the US Too Big to Fail ? », *MPRA Paper*, n° 12976, janvier, disponible sur le site : [www.mpra.ub.uni-muenchen.de/12976](http://www.mpra.ub.uni-muenchen.de/12976).
- REINHART C. et ROGOFF K. S. (2004), « The Modern History of Exchange Rate Arrangements : a Reinterpretation », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 119, n° 1, février.
- TRIFFIN R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis. The Future of convertibility*, Yale University Press, New Haven (CT).
- TRIFFIN R. (1987), « The IMS (International Monetary System... or Scandal ?) and the EMS (European Monetary System) », Banca Nazionale del Lavoro, *Quarterly Review*, septembre, p. 239 et suivantes.
- TRUMAN E. M. et WONG A. (2006), « The Case for an International Reserve Diversification Standard », Peterson Institute for International Economics, *Working Paper Series*, n° 06-2, mai.
- WARDE I. (2005), « Face à l'euro, le « privilège exorbitant » du billet vert. Le sort du dollar se joue à Pékin », *Le Monde diplomatique*, mars.
- WILLIAMSON J. (1977), *The Failure of World Monetary Reform 1971-1974*, New York : New York University Press, p. 43.
- WYPLOSZ C. (1999), « An International Role for the Euro ? », in Dermine J. et Hillion P. (éd.), *European Capital Markets with a Single Currency*, Oxford University Press, chap. 3.

