



HAL
open science

Réformes évolutionnistes du système des paiements internationaux : la création de systèmes des paiements supranationaux, une nécessité au regard des défauts du régime monétaire international actuel

Hinda Fadhlaoui

► **To cite this version:**

Hinda Fadhlaoui. Réformes évolutionnistes du système des paiements internationaux : la création de systèmes des paiements supranationaux, une nécessité au regard des défauts du régime monétaire international actuel. Economies et finances. Université de Bourgogne, 2012. Français. NNT : 2012DIJOE003 . tel-00869626

HAL Id: tel-00869626

<https://theses.hal.science/tel-00869626v1>

Submitted on 3 Oct 2013

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

UNIVERSITE DE BOURGOGNE
UFR de Sciences économiques et de gestion
CEMF-FARGO,
LEG, UMR CNRS 5118

THÈSE

Pour obtenir le grade de
DOCTEUR DE L'UNIVERSITÉ DE BOURGOGNE
Discipline : Sciences économiques

REFORMES EVOLUTIONNISTES DU SYSTEME DES PAIEMENTS
INTERNATIONAUX :
La création de systèmes de paiements supranationaux, une nécessité au regard des
défauts du régime monétaire international actuel

Présentée et soutenue publiquement
le 06/12/2012

par Hinda Fadhlaoui

Thèse dirigée par M. Jean Luc Bailly,
Maître de conférences,
Université de Bourgogne

Jury :

Jean-Luc BAILLY, Maître de conférences, Université de Bourgogne, France.
André LARCENEUX, Professeur d'Economie et de géographie, Université de
Bourgogne, France.
Jean-François PONSOT, Maître de conférences, Université de Grenoble, France.
Rapporteurs :
Louis-Philippe ROCHON, Professeur d'économie Laurentian University, Canada.
Sergio ROSSI, Professeur d'économie, Université de Fribourg, Suisse.

A MON PLUS FIDELE ALLIE

Remerciements

Je tiens tout d'abord à remercier mon directeur de thèse, Monsieur Jean Luc Bailly qui a accepté d'assurer la direction cette thèse. Son encadrement, ses conseils judicieux et sa disponibilité ont été déterminants dans l'accomplissement de ce travail. Qu'il trouve ici ma reconnaissance pour m'avoir permis de mener ce travail à terme.

Je remercie également l'équipe pédagogique du Centre d'Economie Monétaire et Financière (CEMF) de l'Université de Bourgogne et Madame Penez (secrétaire du LEG).

Je remercie aussi Monsieur Soichot et Monsieur Descamps pour leur disponibilité et leur conseil et Monsieur Merbouh (coordinateur de la Chaire de Finance Ethique de l'Université de Paris Sorbonne), qui m'a permis de participer aux séminaires organisés par l'Université de Paris-Sorbonne. Ceux-ci traitent des questions de la finance éthique.

Je tiens à remercier les membres du jury pour leurs remarques et leurs encouragements.

Mes remerciements iront ensuite à ma mère, mon père, mes sœurs et mon frère, mes amis, Amina, Asma, Fadila, Diop Mommar, Marine, Marone, Marion, Sarah, Sonia et à *mon plus fidèle allié*, pour leurs soutiens, leurs conseils et leurs encouragements.

Résumé

Au plus fort de la crise, le régime monétaire international se révèle être impuissant lorsqu'il s'agit de limiter la volatilité excessive des taux de change, l'ampleur des déséquilibres des balances de paiements courants, le développement d'une spéculation effrénée sur les marchés des changes et l'asymétrie entre pays en excédent et pays en déficit. Cette thèse, qui a eu le mérite d'ouvrir des pistes nouvelles dans la compréhension des rapports complexes entre les déséquilibres mondiaux et le régime actuel, a montré que ces déséquilibres sont intrinsèquement rattachés aux défaillances de la structure monétaire internationale. Pour interrompre cette dynamique qui détériore les déséquilibres mondiaux, nous proposons que le régime tende vers un système centralisé avec la création d'une monnaie internationale et d'une chambre de compensation. Cette thèse, qui réactualise le plan Keynes, inclut également des dispositions statutaires visant à ajuster automatiquement les dettes extérieures aux capacités de paiement des pays. Bien que cette réforme soit une avancée, cette réflexion n'occulte pas les progrès qu'il reste à faire pour résorber les déséquilibres extérieurs. Pour améliorer l'efficacité et la pérennité du système des paiements internationaux, il est utile de renforcer la coopération des banques centrales, notamment dans un contexte marqué par les crises d'endettement extérieur. Dans ce sens, cette thèse montre les opportunités qu'offre la constitution de zones monétaires régionales intégrées dans une union monétaire internationale.

Mots clés: Monnaie nationale, étalon dollar, devises, monnaie internationale, taux de change, balance des paiements, paiements internationaux, compensation, Banque supranationale, création monétaire, intermédiation financière.

Abstract

At the height of the crisis, the international monetary system is powerless to reduce the instability of exchange rates, the imbalance of the current account of balance of payments, instability of exchange rates and the development of speculation in financial markets the and the asymmetry between net exporters countries and net deficits countries. This thesis, which had the merit of opening new tracks in order to understand the complex relationships between global imbalances and the actual system, showed that these global imbalances are intrinsically linked to the failures of the international monetary structure. To stop the deterioration of global imbalances, we propose that the system turns towards an international system payment with the creation of an international currency and a clearing house. This thesis, which reactualizes the Keynes Plan, also includes statutory dispositions for automatically adjusting the external debt to the capacities payment of countries. Although this reform is a step forward, we don't hide the progress that can be done to reduce external imbalances. To increase the efficiency and sustainability of the international payments system, it is useful to boost the cooperation between central banks, particularly in a context marked by the external debt crises. In this sense, this thesis shows the opportunities which offered the creation of regional monetary zones which are integrated in a monetary union international.

Keywords: National currency, dollar standard, currencies, international currency exchange rates, balance of payments, international payments, foreign debt, supranational bank, money creation in financial intermediation.

Table des matières

Remerciements.....	3
Résumé.....	4
Abstract.....	5
Introduction générale	9
Première partie :	20
introduction.....	21
Chapitre 1. Penser le fonctionnement du système des paiements internationaux.....	23
1. Position du problème	23
2. Les questions soulevées par les transferts de devises hors-frontières à la lumière de la controverse Ohlin-Keynes	27
3. La logique cohérente du système des paiements internationaux ordonné dans une logique keynésienne.....	32
3.1. Nature des opérations internationales et enregistrement des transactions internationales	32
3.2. Les mécanismes organisant les paiements internationaux	34
3.3. Les mécanismes organisant les opérations financières internationales	41
Conclusion	48
Chapitre 2. Déséquilibres mondiaux et régime monétaire international actuel.....	49
1. Déséquilibres extérieurs et volatilité excessive des taux de change	50
1.1. Le trou noir de la balance courante mondiale.....	50
1.2. Corrélation entre trou noir de la balance courante mondiale et instabilité financière	54
1.3. L'inefficacité des mécanismes de compensation du régime de l'étalon multidevises.....	58
2. Régime de semi-étalon dollar, déséquilibres extérieurs et déséquilibres intérieurs	65
2.1. Répartition des déséquilibres extérieurs dans le monde.....	65
2.2. Déséquilibres mondiaux asymétriques des pays émetteurs et des pays non émetteurs...	69
Conclusion	83
Chapitre 3. L'endogénéité des crises du régime monétaire international.....	85
1. La nature des devises, la cause fondamentale des déséquilibres mondiaux	86
1.1. La nature des monnaies nationales	86
1.2. Les devises sont-elles des moyens de paiement hors-frontières ?.....	90
2. Duplication des devises, déséquilibres extérieurs et instabilité des taux de change.....	92
2.1. Position du problème : l'écart entre le déficit cumulé de la balance courante américaine et les réserves mondiales.....	92

2.2. Décentralisation de la structure monétaire internationale, duplication et déséquilibre extérieur.....	95
2.3. La duplication des bases de crédit exacerbe les déséquilibres extérieurs.....	100
2.4. La libéralisation financière accentue les instabilités observées sur le marché des change.....	101
3. La fin du régime de semi-étalon dollar?	104
3.1. Récession économique et crise de la dette aux Etats-Unis et dans la zone euro	105
3.2. Crise de la dette souveraine des pays avancés et crise bancaire.....	110
3.3. Le risque de contagion.....	115
Conclusion	118
PARTIE 2 :	123
REFORMES EVOLUTIONNISTES DU REGIME MONETAIRE INTERNATIONAL.....	123
Introduction.....	124
Chapitre 4. Généralisation des principes bancaires nationaux à l'échelle internationale : mécanismes et règles organisant les paiements internationaux	127
1. Evaluation de l'efficacité des systèmes des paiements fractionné et homogène	128
1.1. Insuffisances du système des paiements fractionné	128
1.2. Dénouement des insuffisances du système fractionné	132
2. Composantes institutionnelles, règles et mécanismes du système des paiements internationaux	134
2.1. La nature de la monnaie supranationale	134
2.2. Les règles organisant le mode de convertibilité des devises et l'émission de la monnaie internationale	142
2.3. Mécanismes de compensation automatiques organisant les paiements internationaux et l'ajustement automatique entre l'offre et la demande de titres extérieurs : règles et apports.....	145
Conclusion	153
Chapitre 5. Mécanismes et règles organisant l'intégration des paiements internationaux dans les systèmes des paiements nationaux	155
1. Le fonctionnement d'une économie nationale.....	156
1.1. La formation du pouvoir d'achat.....	156
1.2. Le circuit du revenu national dans les paiements nationaux	159
2. L'intégration des paiements internationaux dans le système des paiements nationaux	168
2.1. Position du problème.....	168
2.2. De la théorie à la pratique.....	169

3. Synthèse globale des réformes du système des paiements internationaux et des systèmes des paiements nationaux	180
3.1. Mécanismes reliant automatiquement l'offre et la demande de titres extérieurs	181
3.2. La finalisation des paiements internationaux	185
Conclusion	189
Chapitre 6. La mise en application de cette réforme : problèmes et réponses.....	190
1. La détermination des taux de change absolus.....	191
1.1. Des choix théoriques aux choix empiriques.....	191
1.2. La fixité des taux de change ou des taux de change ajustables ?	193
2. La réforme du régime monétaire international et son processus évolutionniste.....	194
2.1. La régionalisation du monde, une solution à long terme pour améliorer l'efficacité de la gestion de l'endettement extérieur.....	195
Conclusion	204
Conclusion de la partie 2.....	205
Conclusion générale.....	208
Bibliographie.....	221
Liste des tableaux.....	239
Liste des tables.....	240

Introduction générale

1. Position du problème

Bien que la globalisation financière ait accompagné le processus de développement de la plupart des pays émergents, il n'en reste pas moins que cette évolution marquante de l'économie mondiale a été facteur de crises et d'instabilités. Les années, avant crise financière, étaient déjà marquées par des désordres majeurs révélés notamment à travers la volatilité excessive des taux de change, l'ampleur des déséquilibres des balances de paiements courants, le développement d'une spéculation effrénée sur les marchés des changes et l'asymétrie entre pays en excédent et pays en déficit.

Ces déséquilibres mondiaux (A. Cartapanis, 2009b, p. 104), ayant atteint des niveaux record, ont certainement joué un rôle dans le déclenchement de la dernière crise. Comme en témoigne la crise des *subprimes*, la coïncidence entre les déséquilibres mondiaux et la violente secousse financière laisse entrevoir l'existence d'un lien très étroit entre ces deux manifestations. Bien que cinq ans après le début de la crise, cette polémique n'ait pas encore été tranchée, il existe un consensus sur le fait que des « déséquilibres » d'une certaine nature alimentent les instabilités et les crises que connaît le régime monétaire international.

Ces déséquilibres mondiaux englobant à la fois les déséquilibres extérieurs, les déséquilibres internes (la faiblesse ou l'excès de l'épargne à l'échelon national) et les instabilités excessives des taux de change montrent que le régime monétaire international est impuissant lorsqu'il s'agit de les résorber. Bien que sur le plan de l'analyse, ils aient été longtemps ignorés par les modèles, la littérature semble évoluer. Comme le souligne H.R White, « *Lorenzo Bini Smaghi, Kiyohiko G. Nishimura et Kenneth Rogoff nous ont rappelé que les modèles macroéconomiques communément utilisés dans les universités, les banques centrales et les institutions*

financières internationales n'intègrent pas, en fait, de déséquilibre d'importance significative » (in Banque de France, 2011a).

Si les économistes s'accordent à intégrer les déséquilibres mondiaux d'une certaine ampleur au cœur de leurs études macroéconomiques, l'analyse des déséquilibres mondiaux ne permet pas, à elle seule, d'identifier les origines de ces désordres mondiaux. Pour atteindre cet objectif, nous proposons d'orienter l'étude de cette problématique en réactualisant les principales questions relatives au lancinant problème du régime monétaire international. Cette voie nous amène sur une réflexion profonde laquelle s'appuie sur l'analyse de la structure monétaire internationale. Dans le cadre de cette étude, nous utiliserons souvent l'expression de régime monétaire international en lieu et place de l'expression « système monétaire international ». Comme nous le verrons tout au long de cette thèse, la distinction entre les notions de système monétaire international et de régime monétaire international est fondamentale. Par système monétaire international, nous entendons que le système obéit à des mécanismes, des principes et des règles, qui organisent les transactions commerciales et financières entre les pays (C. Gnos, 1998, p.13) pour « *in fine, favoriser la croissance, la stabilité et l'équité à l'échelon mondial* » (A. Benassy-Quéré *et al*, 2011, p.12). A ce terme on oppose, celui de régime monétaire international. Les critères traditionnellement retenus pour qualifier un régime monétaire international fondé sur un étalon devise ou sur un semi-étalon devise sont « *la convertibilité des monnaies ; les régimes de change, les règles et les mécanismes assurant la fourniture de liquidités en cas de besoin ; la surveillance et la coopération monétaire* » (McKinnon, 1993 in A. Benassy-Quéré *et al*, 2011) ¹. Bien que certains puissent rétorquer que les régimes

¹ Nous distinguons les notions de « régime » monétaire et de « système » monétaire. « *Le terme « régime » renvoie à une caractérisation factuelle, tandis que le terme « système » comporte une connotation normative (d'où le qualificatif de « non-système » souvent appliqué au régime actuel). Cependant, la distinction entre « régime » et « système » est parfois difficile, notamment en période de crise (voir McKinnon, 1993) ».* (A. Benassy-Quéré *et al*. 2011, p.10)

monétaires internationaux reposent également sur des règles et des mécanismes lesquels organisent les opérations monétaires et financières à l'échelle internationale, la distinction mérite d'être apportée, car, comme en témoignent les expériences passées, les structures monétaires internationales qui se sont succédées, avaient pour singularité d'être instables en raison de leurs dysfonctionnements structurels.

Le règne du régime de l'étalon-or qui débuta en 1870 et qui s'acheva en 1914 reposait sur un étalon-devises convertible en or, (la livre sterling) et sur un régime de change fixe. Bien que les partisans du régime de l'étalon-or lui aient reconnu le pouvoir d'établir des mécanismes d'ajustement automatiques contribuant à ajuster simultanément la balance des paiements de tous les pays, il s'en est suivi des périodes successives de déflation et d'inflation.

Le régime qui lui succéda après la première guerre mondiale, connût des instabilités significatives. Les accords de Gênes signés en 1922 prévoyaient le retour de ce régime. Or, comme les réserves d'or disponibles étaient insuffisantes pour satisfaire les besoins des Banques Centrales en réserves internationales, les participants (la France, la Grande Bretagne, l'Italie et le Japon) établirent un régime d'étalon de change-or permettant ainsi aux petits pays de détenir comme réserves, les devises des pays centres. Ce régime de l'étalon de change or a été marqué par des désordres internationaux majeurs, des périodes d'inflation et de déflation, si bien que des pratiques protectionnistes ont été établies. Ce régime fut abandonné avant la seconde guerre mondiale.

Après la seconde guerre mondiale, les pays vainqueurs s'accordèrent sur l'établissement d'un nouvel ordre mondial. Les accords de Bretton-Woods, ratifiés par 44 pays en 1944, proposaient, sur le modèle du Plan White, de créer un régime monétaire international fondé sur l'étalon dollar-or. Ce régime reposait sur un

régime de change fixe², mais ajustable. Sous le contrôle du Fonds monétaire international, qui était chargé de surveiller les politiques économiques nationales et de financer les déficits courants des pays, les accords de Bretton Woods prévoyaient des ajustements des taux de change exceptionnels en cas de déséquilibres extérieurs chroniques (McKinnon, 1993 et Eichengreen, 2008). A partir de la fin des années 60, les premiers signes d'essoufflement du régime apparurent avec les vagues de dévaluation du dollar menées par le Congrès américain. Par deux fois, en 1965 puis en 1968³, il a réduit le taux officiel de couverture en or de la monnaie en circulation. Trois ans plus tard, le Président Nixon officialisait la fin de la convertibilité du dollar en or.

L'effondrement du régime de Bretton-Woods laissa place à un régime « *de semi-étalon dollar* » (M. Aglietta et L. Berrebi, 2007, p. 361) ou un régime « *de réserves multidevises* » (J. Stiglitz, 2010a, p. 250). Ce régime monétaire

² Le régime de Bretton-Woods (1944-1976) qui s'articulait autour d'une devise convertible en or, en l'occurrence le dollar (une once d'or = 35 dollars), et qui plus est, reposait sur la fixité des taux de change, avait garanti une relative stabilité monétaire internationale. Sur la base de l'étalon dollar-or, chaque monnaie nationale était convertible en dollar à un certain taux fixe, mais ajustable. A partir des années 1960, dès lors que le monde était « inondé » de dollars, suite à l'accroissement excessif du solde cumulé de la balance commerciale américaine, la confiance dans le dollar fit défaut. (Dilemme de Triffin)

³ De plus, les États-Unis pratiquèrent délibérément à cette époque une politique de « seigneurage » pour financer la guerre du Vietnam et les programmes sociaux de la présidence Johnson. Sur le second point, il y eut toujours opposition du Congrès des États-Unis, qui estimait être seul juge en la matière, en dépit des demandes répétées de réévaluation de la France et de l'Afrique du Sud. C'est ainsi que l'or a conservé le même cours officiel (0,888671 gramme pour un dollar) de 1934 à 1971, alors même que durant les seize années qui ont suivi la guerre, les avoirs officiels en dollar convertibles en or sont passés de 3 à 50 milliards. Faute d'un vrai changement d'attitude des États-Unis, leur politique tout au long des années 1960 se résuma à la mise en place de palliatifs qui avaient pour objectif, ou de limiter la croissance des engagements extérieurs des États-Unis (accords bilatéraux de swap), ou de contrôler le marché privé de l'or pour conserver la parité -or officielle du dollar (mise en place en 1961 du pool de l'or). Dans tous les cas, ils n'ont fait que retarder de quelques années une crise de confiance que le paradoxe de Triffin rendait inévitable.

international peut être caractérisé par :

- « un flottement presque général des monnaies dans les pays avancés mais la persistance d'une « peur du flottement » dans beaucoup d'économies émergentes ou en développement, à l'exception de l'Amérique latine et de certains pays européens ;
- une fourniture de liquidités en cas d'urgence assurée par les différentes facilités de financement du FMI mais aussi par les accords de swap bilatéraux et les accords régionaux (en particulier l'Initiative de Chiang Mai en Asie). Toutefois, depuis la crise asiatique à la fin des années quatre-vingt-dix, c'est surtout l'accumulation de réserves de change, dans un objectif d'auto-assurance à l'échelon de chaque pays qui a prévalu, en particulier en Asie ;
- une surveillance et une coopération monétaire à l'échelon régional (Union européenne) ou multilatéral (FMI, G20), dont l'efficacité est cependant contestable ».

(A. Benassy-Quéré et al, 2011, p. 11)

Si les régimes monétaires internationaux successifs ont retenu jusqu'à la fin de Bretton-Woods une devise convertible en or, le débat entre H. White et J.M. Keynes, engagé dans les années 40, où le premier proposait le retour à l'étalon devise-or et le second défendait un projet plus ambitieux, celui de créer un étalon monétaire international connu sous le nom de *bancor*, montre que ce choix ne faisait pas l'unanimité. Cette discussion reprenant les fondements théoriques d'une vieille polémique née en Angleterre au XIXe entre la *Currency School*⁴ et la *Banking School*⁵, portait entre autres sur la nature de la monnaie.

⁴ Pour les premiers qui se référaient aux pratiques du régime de l'étalon-or, la conception de la monnaie-marchandise était le dogme de référence. Défendue par les principaux partisans de la *Currency School* (D. Ricardo, H. Thornton et R. Torrens), cette thèse postulait que la monnaie se voyait conférer un pouvoir d'achat intrinsèque déterminé par son support. En raison du principe de convertibilité connue sous le nom de *currency principle* l'émission de la monnaie était limitée à la quantité d'or que la banque détenait afin de maintenir la parité monnaie-or.

H. White, partisan du retour de l'étalon devise-or, proposait que le dollar-or soit retenu comme moyen de règlement des paiements internationaux alors que, J.M. Keynes proposait de créer une monnaie de crédit connue sous le nom de *bancor*. Contrairement à son homologue qui défendait la convertibilité de la devise-dollar en or, J.M. Keynes considérait déjà que ni l'émission de la monnaie supranationale, ni l'étalon dollar-or, « *ne pouvait [...] être reliée à la quantité d'or présente dans les caveaux des Banques Centrales* » (J.M. Keynes, 1980, p. 420). Pour expliquer sa position, J.M. Keynes avançait que l'étalon dollar-or ne pourrait pas réguler les relations monétaires internationales. L'or, étant une matière rare en tant que marchandise, la quantité disponible et monnayée exercerait une contrainte sur le volume des transactions internationales possibles. Comme en a témoigné l'histoire, le volume des transactions internationales a augmenté à un rythme supérieur au stock d'or, si bien que le principe de convertibilité du dollar en or n'était plus respecté. J.M. Keynes, ayant anticipé ce dysfonctionnement structurel du régime de Bretton-Woods, avait proposé que le critère d'émission soit déterminé par les besoins des pays. C'est ce qu'il semblait affirmer lorsqu'il suggéra la généralisation des principes bancaires nationaux à l'échelle internationale avec entre autres, la mise en place d'une chambre de compensation supranationale et une monnaie internationale utilisée par les Banques Centrales.

Bien que l'étalon devise-or ne joue plus aucun rôle dans les paiements internationaux, il n'en reste pas moins que la littérature traditionnelle demeure encore sous l'emprise de l'approche conceptuelle de la monnaie-marchandise. Comme en témoignent les analyses économiques, qui se nourrissent des doctrines

⁵ Les seconds, représentant l'école de la Banking School (T. Tooke 1844, D. Furlaton, 1845), développaient une thèse opposée. Récusant l'adage selon lequel les dépôts font les crédits, D. Furlaton (1845) et T. Tooke (1844) considéraient que la monnaie était une monnaie de crédit et que l'émission monétaire n'était pas commandée par le stock d'or, mais par le niveau de l'activité économique (T. Tooke, 1844, p.123 in Jérôme de Boyer, (1985), p. 555-578). Selon cette école de pensée, l'idée de réglementer l'émission monétaire ne générerait qu'un ralentissement de l'activité économique.

libérales de l'école orthodoxe (Milton Friedman, 1971, F. Hayek, 1978), une devise ou plusieurs devises peuvent prétendre à un statut monétaire international. Cette thèse est en accord avec la conception de la monnaie marchandise. En plus d'être perçues comme un bien, les devises rendent des services simultanés : la fonction d'unité de compte, la fonction de moyen d'échange et la fonction de réserve de valeur. Cette doctrine postule qu'en qualité d'unité de compte, les monnaies nationales des pays usagers sont définies en référence avec une ou plusieurs devises ayant un statut monétaire international. Dans sa fonction de moyen d'échange, la devise est un simple voile, qui intervient pour faciliter les échanges⁶. Dans sa fonction de réserve de valeur, la devise marchandise doit être capable de conserver le pouvoir d'achat dans le temps. C'est pourquoi, les critères retenus pour justifier l'internationalisation des devises, ont longtemps été la taille économique des pays et les réserves d'or qu'ils possédaient. Comme en témoignent les expériences passées, à la prééminence de la Grande-Bretagne, au XIXe siècle, correspondait la domination de la livre sterling, à la supériorité de l'économie américaine, au sortir de la seconde guerre mondiale, coïncidait un régime monétaire international centré sur le dollar.

Pour justifier l'internationalisation des devises clés des pays les plus puissants économiquement, deux raisons sont apportées. La première a trait au pouvoir dont disposent les producteurs locaux pour imposer au reste du monde l'utilisation de leurs devises dans les transactions internationales. Comme le soulignent A. Benassy-Quéré et B. Coeuré, « *le statut des devises clés est naturellement lié à la taille économique du pays qui l'émet pour plusieurs raisons. Des producteurs locaux nombreux et puissants sur le marché forcent les fournisseurs étrangers à fixer leurs prix et à régler en monnaie locale* » (A. Benassy-Quéré, B. Coeuré, 2010, p. 361). La deuxième est liée au fait que les devises des pays les plus puissants économiquement inspirent d'autant plus confiance. Comme nous l'avons observé, les partisans de ce

⁶ : « *Anything is money which functions generally as a medium of exchange* » (W. T. Newlyn, R.P. Bootle, 1978, p.2

dogme accordent une attention particulière à la fonction de réserve de valeur, si bien que les pays concernés doivent également être capables de maîtriser l'inflation et les déséquilibres courants ou budgétaires pour garantir la stabilité macroéconomique de l'économie. Ces variables constituant des gages de confiance quant à la valeur future de la monnaie internationale sont connues sous le principe de la stabilité-prédictibilité (Hayek, 1978).

En outre, un deuxième attribut plus subjectif justifie l'internationalisation d'une devise. Comme le critère de la taille économique ne parvient pas à expliquer pourquoi certaines devises comme le yuan n'ont pas de statut monétaire international, la littérature élargit les critères de sélection. Le statut monétaire international est conditionné par la qualité intrinsèque des marchés financiers, à savoir sa liquidité, sa profondeur, et son efficacité.

« La liquidité d'une créance tient moins, aux caractéristiques de l'économie réelle sous-jacente qu'au développement, à la profondeur et à la variété de la sphère financière qui lui est associée. C'est ainsi que l'on peut expliquer le fait que les grands pays industriels comme la Chine ne disposent pas d'un statut monétaire international »

(M. Aglietta, 1995).

Comme le montrent nos écrits antérieurs, la littérature est marquée par deux acceptions diamétralement opposées de la monnaie internationale. Les thèses traditionnelles s'inspirant des pratiques des régimes monétaires internationaux affirment que les attributs essentiels d'une devise clé se situent à trois niveaux. D'abord, les pays émetteurs doivent être puissants économiquement. De plus, ils doivent également être capables de maîtriser l'inflation et les déséquilibres courants ou budgétaires pour garantir la stabilité macroéconomique de l'économie. Enfin, le dernier attribut est lié aux qualités intrinsèques du système financier domestique, à

savoir sa liquidité, sa profondeur, et son efficacité. Les thèses d'inspirations keynésiennes récusent ce postulat. Elles considèrent que la monnaie internationale est une monnaie bancaire émise par une institution affranchie de toute puissance nationale.

II. Ce que l'on cherche à montrer.

Si une partie de la littérature considère que l'efficacité du régime monétaire international dépend du processus de sélection des devises clés et du pouvoir des marchés à établir des mécanismes d'ajustement automatiques, ce sujet de réflexion cherche à répondre à une question centrale : une devise peut-elle jouer la fonction de monnaie internationale ?

Derrière cette problématique qui émet l'hypothèse que l'utilisation des devises dans les relations monétaires internationales est inadaptée au monde actuel, notre champ d'étude ouvre des pistes nouvelles dans la compréhension des rapports complexes entre les déséquilibres mondiaux (déséquilibres extérieurs, déséquilibres internes, instabilités excessives des taux de change, les déséquilibres inflationnistes et déflationnistes...) et le régime actuel. Si cette réflexion est absolument essentielle pour identifier les défaillances structurelles qui nourrissent les déséquilibres mondiaux, il n'en reste pas moins que le défi de cette thèse est de lever cette dynamique inquiétante pour l'économie mondiale en soumettant des propositions quant aux mesures à prendre.

Compte tenu de la complexité du sujet, il nous semble pertinent pour les besoins de cette analyse de délimiter notre champ d'étude et de préciser la méthodologie employée.

Pour évaluer l'efficacité de la structure monétaire internationale, il nous semble pertinent de simplifier notre représentation du régime monétaire international. Ce monde multipolaire comprend trois grands blocs de devises (le dollar, l'euro, le

yuan). Compte tenu de l'hégémonie du dollar, nous distinguerons d'un côté un centre que sont les USA et, de l'autre, une périphérie composée d'un groupe de pays appelé « pays usagers ou reste du monde ». Comme en témoignent les données de la banque des règlements internationaux, en 2001, 90% des transactions en devises étaient facturées en dollar contre 84,9% en 2010. La baisse du rôle du dollar dans les transactions transfrontalières a bénéficié à l'euro et au yen⁷. Pour ce qui concerne les pays usagers, nous n'établirons pas de classification particulière entre eux, bien que les régimes de change adoptés par ces pays soient différents (fixe, flottant ou intermédiaire).

Ce découpage entre pays émetteur de la devise clé et reste du monde ne nous fera pas perdre de vue les interactions et les interdépendances qui existent entre ces deux blocs à travers les mouvements internationaux de capitaux et la volatilité des taux de change. Pour ce faire, nous privilégierons l'approche systémique. En procédant ainsi, nous mettrons en évidence l'impact des flux de capitaux, justifiés par les opérations de règlement des transactions internationales et les opérations financières internationales, sur l'ensemble du système. Cette analyse inclut à la fois, les opérations transfrontalières du pays centre, mais aussi celles qui se développent indépendamment du pays centre.

Compte tenu de la voie que nous avons choisie, les oppositions du particulier et du général sont abandonnées, car elles ne rendent pas compte des interactions entre le singulier et le général. Autrement dit, la souveraineté mythique du résident isolé ou du pays isolé est délaissée au profit d'un sujet, qui dans ses actions, engage tout le système auquel il est lié. En l'occurrence, lorsqu'un agent économique, que ce soit l'Etat, une entreprise ou un ménage, achète ou vend des produits physiques ou financiers au reste du monde, les mouvements de biens physiques ou de capitaux ont une incidence à l'échelle du résident (perte ou gain d'un revenu), du pays (baisse ou

⁷ Comme en témoigne la BRI, "The percentage share of the US dollar has continued its slow decline witnessed since the April 2001 survey, while the euro and the Japanese yen gained relative to April 2007" (BIS, 2010, p.7).

hausse des engagements extérieurs) et de l'espace international (compensation des dettes extérieures avec les excédents).

III. Plan de la thèse

Nous allons organiser notre recherche en deux parties comprenant chacune trois chapitres. Dans la première partie, nous cherchons à évaluer l'efficacité des mécanismes d'ajustements du marché et dans la deuxième partie, nous jugerons de la pertinence d'une réforme du système des paiements internationaux.

Pour évaluer l'efficacité et la pérennité de l'architecture monétaire internationale, nous procéderons en trois temps. Le **chapitre 1** introduira les questions relatives au choix de l'étalon monétaire dans les paiements internationaux et présentera les mécanismes organisant les paiements internationaux. Dans le **chapitre 2**, il s'agira de rechercher les liens de corrélation entre les déséquilibres mondiaux et le régime monétaire international actuel. Le troisième volet de cette partie cherchera à répondre à une question cruciale à savoir, une devise peut-elle jouer le rôle de moyen de paiement des transactions internationales ? Cette question constituant la toile de fond du **chapitre 3** nous fournira une grille de lecture pertinente pour mettre en exergue que les déséquilibres mondiaux sont inhérents aux dysfonctionnements du régime monétaire international.

La deuxième partie de ce travail consistera à apporter des solutions pour lever les dysfonctionnements du régime actuel. Le **chapitre 4**, qui ouvre cette deuxième partie soumettra une proposition de réforme, qui prône une nouvelle architecture des paiements internationaux, inspirée du plan Keynes. Le **chapitre 5** examinera les mécanismes d'internalisation des opérations monétaires et financières internationales dans les systèmes des paiements nationaux. Le **chapitre 6** présentera les difficultés que la mise en œuvre de cette réforme pourrait poser.

PREMIERE PARTIE :
LES DYSFONCTIONNEMENTS DU REGIME
MONETAIRE INTERNATIONAL

INTRODUCTION

Cette première partie se donne pour objectif d'évaluer l'efficacité et la pérennité de la structure monétaire internationale.

Le régime monétaire international actuel, qui est issu de l'effondrement du régime de Bretton-Woods, est sujet à des déséquilibres mondiaux majeurs. Avec la libéralisation financière, « *la structure monétaire internationale est marquée par des perversions majeures, dont l'instabilité des taux de change flottants, les déséquilibres des balances de paiements courants, le développement d'une spéculation effrénée sur les marchés des changes et l'utilisation mondiale, comme unité de valeur, du dollar dont la valeur réelle sur le plan international est extraordinairement instable et imprévisible (...)*» (M. Allais, 1999, p.103). Ces anomalies laissant penser qu'il existerait un certain nombre de vulnérabilités situées dans le régime monétaire international lui-même, ne peuvent pas être sous-estimées, car elles peuvent rapidement s'étendre à l'échelle mondiale.

Pour diagnostiquer et expliquer les insuffisances du régime monétaire international actuel, cette partie se propose d'étudier les mécanismes, qui gouvernent les interactions entre les devises, les instruments de crédit des différentes nations, et les moyens de règlement des biens et des services. Cette réflexion inclut dans notre étude, à la fois les opérations de règlement des transactions commerciales et les opérations financières, qui sont liées au pays centre, mais aussi celles qui se développent indépendamment du pays centre.

Pour atteindre l'objectif de cette première partie, nous décomposons cette partie en trois chapitres. Dans le chapitre 1, nous introduisons les questions soulevées par le choix d'un étalon devise et nous présenterons les mécanismes, qui gouvernent les paiements internationaux, en adoptant une logique cohérente fondée sur le plan comptable c'est-à-dire les composantes comptables représentant le fonctionnement des économies, nationale et internationale. Le chapitre 2 étudiera

les rapports complexes entre les déséquilibres mondiaux (déficit de la balance courante mondiale, déficit extérieur américain, les déséquilibres inflationnistes et déflationnistes...) et le régime de semi-étalon dollar. Dans le chapitre 3, nous démontrerons l'endogénéité de la crise du régime monétaire international.

Chapitre 1. Penser le fonctionnement du système des paiements internationaux

Bien que la convention sous-jacente aux régimes monétaires internationaux admette que les devises sont des moyens d'échange, nous introduirons les problèmes soulevés par cette acception de la monnaie à la lumière de la notion du pouvoir d'achat, qui constitue le lien entre la monnaie et les biens réels.

Cette étude préliminaire de la monnaie, qui nous oriente sur une vieille polémique engagée en 1929 avec le débat entre Ohlin et Keynes, nous permettra de développer les questions relatives aux transferts des devises dans les paiements internationaux.

Sur la base des apports de cette controverse, nous en tirerons les enseignements nécessaires pour présenter les mécanismes et les règles qui gouvernent les paiements internationaux, en adoptant un raisonnement cohérent fondé sur les composantes comptables, lesquelles représentent le fonctionnement des économies, nationale et internationale. Cette base de travail constituera notre point de départ pour identifier, dans les chapitres suivants les problèmes soulevés dans le régime post-Bretton-Woods.

1. Position du problème

Pour introduire les questions relatives à la nature de la monnaie, nous nous appuyerons sur la définition de la monnaie d'I. Fischer (1911) et la notion de pouvoir d'achat qui constitue le lien entre la monnaie et les biens réels. Irving Fisher, principal chef de file (1911) des thèses traditionnelles considère que la monnaie est un moyen d'échange, qui exprime une promesse de paiement c'est à

dire, la promesse de disposer d'une richesse, d'un droit de propriété et d'un certificat de propriété. Comme en témoigne la citation ci-dessous :

"The promise of a bank is a property right; the bank note on which that promise is engraved is a certificate of property. Any property right, which is generally acceptable in exchange, may be called "money". Its printed evidence is also called money. Hence, there arise three meanings of the term money, viz. its meaning in the sense of wealth; its meaning in the sense of property; and its meaning in the sense of written evidence. From the standpoint of economic analysis the property sense is the most important."

(I. Fisher 1911, p. 45)

Un point important se dégage de ce passage. Bien que Fisher (1911) admette que la monnaie (ou devise) couvre trois promesses, il considère toutefois, que la promesse de détenir un droit de propriété prévaut sur les autres promesses. Derrière cette approche, l'auteur laisse entendre que le vendeur, recevant en échange de ses ventes une promesse de paiement, doit se débarrasser de ce moyen d'échange pour obtenir un bien réel. Par voie de conséquence, la possession définitive du bien physique n'est rendue possible qu'après l'échange. Pour illustrer la thèse d'I. Fischer, nous allons apporter un exemple en vue de mettre en exergue les limites de ce dogme lorsqu'il s'agit de déterminer du pouvoir d'achat. Imaginons qu'un agent A détienne la promesse de détenir de la monnaie et qu'un agent B possède un bien immeuble. Si l'agent A cède au propriétaire du bien B, un moyen d'échange, il s'ensuit qu'après l'échange, l'agent A devient propriétaire du bien immeuble et l'agent B est propriétaire de la promesse de paiement (Tableau 1).

Tableau 1. Echange selon Fischer

	Agent A	Agent B
Situation initiale	Dépôt	Bien B
Après l'échange	Bien B	Dépôt

Ici, nous remarquons que l'agent A détient le droit de propriété du bien physique qu'après avoir cédé son dépôt. S'agissant de l'agent B, il est propriétaire du certificat de dépôt qui lui offre la promesse de détenir le bien physique et ce, après avoir cédé le certificat de dépôt à un troisième agent (vendeur d'un bien). A travers cet exemple, nous saisissons que la détention de la monnaie ne signifie pas que l'agent est détenteur du titre de propriété d'un bien économique, puisque ce dernier doit se libérer de la monnaie pour acquérir l'objet réel. Tant que l'agent B n'a pas cédé la somme d'unités de monnaie, il ne détient pas la propriété d'un objet physique. Par conséquent, nous en déduisons que l'agent B ne connaît pas son pouvoir d'achat tant qu'il ne détient pas le droit de propriété d'un bien (N. Piffaretti, 2000, pp.131-134).

Si le rapport entre masse de biens et masse de monnaie est déterminé au moment des échanges, le détenteur du dépôt ne connaît son pouvoir d'achat qu'après l'échange, et ce pour deux raisons. D'une part la détention du dépôt n'est qu'une étape intermédiaire à la possession précaire, et d'autre part, l'échange d'un dépôt contre le produit est la condition *sine qua none* à l'effectivité de la propriété d'un bien physique, sans quoi le détenteur du dépôt ne posséderait que la promesse de détenir le droit de propriété d'un bien physique.

Cette analyse qui détermine le pouvoir d'achat au moment de l'échange, se révèle incapable de définir l'origine du pouvoir d'achat (J.L. Bailly et C. Gnos, 2003). Les analyses traditionnelles ne parvenant pas à définir l'origine du pouvoir d'achat, nous oriente sur une autre acception de la nature de la monnaie. Comme le suggère C.A.E. Goodhart, la monnaie doit être appréhendée comme étant un moyen

de paiement. Contrairement au moyen d'échange⁸, le moyen de paiement permet au détenteur de détenir une richesse au moment même où il détient le dépôt. Comme la monnaie est un véhicule portant une richesse réelle (voir chapitre 3 et 5), la détention du moyen de paiement détermine l'effectivité de la propriété d'un bien physique au moment du paiement. C'est ce que semble affirmer C.A.E. Goodhart, lorsqu'il distingue le moyen d'échange et le moyen de paiement :

“A medium of exchange includes those assets, or claims, whose transfer to the seller will commonly allow a sale to proceed. The distinction is that when the seller receives a medium of exchange, which is not a means of payment, in return for his sale, he will feel that he still has a valid claim for future payment against the buyer, or even more generally against some other group on whom the buyer has provided him with a claim”

(Goodhart, 1989, p. 26).

Sur la base de ces deux approches conceptuelles de la monnaie, nous considérons que la monnaie est un moyen de paiement, qui permet au détenteur d'un dépôt de détenir une richesse réelle dès le paiement. Nous justifierons notre position dans les chapitres 3 et 5 de cette thèse.

En retenant l'idée que la monnaie est un moyen de paiement, on peut se demander si les devises sont des moyens de paiement en dehors de leur zone d'émission ? Derrière cette question, deux interrogations sont soulevées. La première cherche à savoir si les pays débiteurs éteignent leurs obligations sur

⁸ Par moyen de paiement, il faut entendre que l'agent économique qui est payé par une somme d'unités de monnaie détient un pouvoir d'achat au moment du paiement. Pour le dire autrement, la détention d'une somme d'unités de monnaie suppose que son détenteur détient simultanément une forme réelle et une forme monétaire. Par exemple, dans les espaces monétaires nationaux, lorsque les résidents détiennent une somme d'unités de monnaie nationale, ils détiennent un pouvoir d'achat sur la production.

l'extérieur dès lors qu'ils règlent leurs dettes extérieures avec leurs propres devises. La seconde découlant de la première s'enquiert des questions relatives aux transferts de pouvoir d'achat hors frontière. Autrement dit, peut-on considérer que les flux de capitaux s'assimilent à un transfert de pouvoir d'achat ?

2. Les questions soulevées par les transferts de devises hors-frontières à la lumière de la controverse Ohlin-Keynes

Les questions précédentes, nous orientent sur une vieille polémique engagée en 1929 à travers la controverse entre Ohlin et Keynes, trouvant sa source dans des textes qui font désormais partie de l'histoire des doctrines économiques. Le débat entre J.M. Keynes (J.M. Keynes, 1929, pp. 1-7) et B. Ohlin (B. Ohlin, 1929, pp. 172-182), publiée dans *Economic Journal* de 1929, portait sur le règlement des réparations demandé à l'Allemagne. Ce fameux débat ayant eu des répercussions importantes dans la théorie moderne des paiements internationaux unilatéraux (in Poulon-Lafaye Nicole, 1988), nous amène à introduire les questions relatives au transfert du pouvoir d'achat hors-frontières dans le régime de l'étalon devises-or.

Replaçons le problème dans son contexte. A l'issue de la première guerre mondiale, le Traité de Versailles qui finalisait les sanctions de la guerre imposa à l'Allemagne de payer une lourde amende. Eu égard aux dispositions prévues par le Traité, J.M. Keynes soulignait que le montant de l'amende était disproportionné par rapport à la situation économique et financière de l'Allemagne. En effet, le montant des réparations lui semblait excessif⁹. D'après J.M. Keynes, le pays devrait au préalable réduire ses importations et augmenter ses exportations pour régler sa

⁹ En France, le coût des réparations fait l'objet d'une valse de chiffres. Selon Dubois, l'amende s'élève à 65 milliards de francs-or, selon Loucheur à 75 milliards, selon Klotz à 134 milliards. Nous ne disposons pas des sources statistiques et des raisonnements qui ont permis de telles évaluations.

dette¹⁰. Ainsi, en échange de ses ventes excédentaires nettes, le pays acquérait les devises nécessaires pour payer sa dette extérieure. C'est ce qu'il semble affirmer, lorsqu'il écrit :

« Il est certain que l'Allemagne ne pourra régler des annuités pendant plusieurs années successives qu'en diminuant ses importations et en augmentant ses exportations, ce qui lui permettra d'accroître l'excédent de sa balance commerciale, lequel définit sa capacité de paiement à l'étranger. A long terme l'Allemagne ne pourra payer qu'en marchandise »

(J.M Keynes, 1920, p. 118)

D'autres, comme B. Ohlin et J. Rueff, considéraient que l'Allemagne pourrait s'acquitter de sa dette, sans enregistrer pour autant une balance des transactions courantes excédentaires. Pour ce faire, l'Allemagne devrait régler sa dette en exportant des marks-or en faveur des pays créanciers. Cette thèse s'appuie sur deux hypothèses fortes, dont l'une postule que les monnaies nationales sont interchangeables et l'autre que le régime de l'étalon devise-or dissimule le pouvoir d'établir des mécanismes d'ajustement automatiques, si bien qu'il contribuerait à ajuster simultanément la balance des paiements de tous les pays. Bien qu'il admette

¹⁰ En observant les capacités de paiement de l'Allemagne, J.M. Keynes constata que l'Allemagne enregistrerait depuis 1913, une balance des transactions courantes déficitaires. Les importations de l'Allemagne s'élevaient à 538 millions de livres et ses exportations à 505 millions. A cela s'ajoute, la perte de ses colonies et de sa marine marchande, réduisant les capacités exportatrices de l'Allemagne de façon considérable. La capacité de paiement de l'Allemagne s'est fortement amenuisée par la perte de ses colonies de ses marchés d'outre mer de ses biens étrangers, par la cession de 10% de son territoire et de sa population, du tiers de charbon et des trois quarts de minerai de fer, par la perte de millions d'hommes, par la dépréciation de sa monnaie à moins du septième de sa valeur d'autrefois et par le fardeau d'une imposante dette de guerre.

l'hétérogénéité des monnaies nationales¹¹ dans son ouvrage intitulé *Interregional and International Trade*, il justifiait sa première hypothèse sur le fait que les taux de change nominaux entre deux monnaies s'établiraient de façon à assurer la stabilité du taux de change réel, prenant ainsi, en compte les différences de pouvoir d'achat des monnaies nationales subsistant dans les deux pays (B. Ohlin, 2002, p. 145)¹². C'est ce qu'il affirme lorsqu'il dit que :

“Two isolated areas, between which autarky is removed for some reason, constitute the starting point of the following analysis. These two areas assumed to have their own independent monetary system. When a connection has been established, there exists a certain exchange rate between the two currencies. When an exchange rate has been established, prices and cost of production can be compared directly.”

(B. Ohlin, 1933, p. 143)

Sur la base de la première hypothèse, qui présuppose que les devises sont interchangeable, il avançait que les transferts de devises s'assimileraient à un paiement. C'est ainsi, qu'il justifiait que l'Allemagne pourrait régler sa dette extérieure en mark-or (in. Mundell et Fleming, 2002, p. 229). Ce raisonnement étant compatible avec la conception de la monnaie marchandise, repose aussi sur une deuxième hypothèse qui présume que le régime de l'étalon-or, qui recèle le pouvoir d'établir des mécanismes d'ajustement automatiques, contribuerait à

¹¹ A l'échelle internationale, B. Ohlin admettait l'existence de différences très marquées entre les régions. Elles se caractérisent par des inégalités en matière de dotations de facteurs de productions, de coûts de production, des prix et des monnaies. C'est ainsi, qu'il considère que le choix de la monnaie marchandise surmonte cette hétérogénéité et facilite les échanges.

¹² Bertil Ohlin, *The theory of Interregional Trade in Bertil Ohlin : a centennial celebrations : 1899-1999*, Massachusetts, 2002, edited by Ronald Findlay, Lars Jonung, Mats Lundahl, pp. 139- 157.

ajuster simultanément la balance des paiements de tous les pays. C'est pourquoi, B. Ohlin croyait que les flux de capitaux allant de l'Allemagne vers les puissances victorieuses permettraient à ces dernières d'importer des produits allemands. La baisse du pouvoir d'achat des allemands entraînerait une baisse de la demande interne et externe. Cet effet générant à terme une amélioration de la balance commerciale déclencherait un processus cumulatif vertueux : transfert financier → dépréciation de la monnaie → baisse des importations + hausse des exportations → excédent commercial → transfert financier....

Ce cadre théorique, qui sous-entend que les devises sont des promesses de paiement, qui acquièrent un pouvoir d'achat au moment des échanges, pose deux problèmes, qui sont ignorés par B. Ohlin. D'une part, l'auteur a négligé la question des paiements entre les résidents et les non-résidents qui appartiennent à des espaces de paiement différents. Comme l'histoire nous l'a révélée, l'accumulation excessive de réserves de devises, qui n'ont pas été stérilisées, a occasionné des déséquilibres inflationnistes sans précédent. A travers l'hyperinflation allemande, nous remarquons que les transferts de devises posent le problème de l'intégration des entrées de capitaux dans les économies des pays concernés. D'autre part, B. Ohlin considérait que le pays débiteur éteindrait son obligation vis-à-vis des pays créanciers, sous couvert qu'il adresse sa propre dette. Cette approche linéaire était dénoncée par J.M Keynes. Il arguait que l'extinction de la dette allemande se ferait non pas par des transferts de capitaux (en marks or) de l'Allemagne vers les pays créanciers mais par des transferts de capitaux (en livre sterling, *en dollar* et en franc) de l'Allemagne vers les puissances victorieuses. Pour ce faire, il avançait que deux choix s'offraient à l'Allemagne pour régler leur dette extérieure. Le pays

devrait soit emprunter¹³ à l'extérieur, ou soit dégager un excédent commercial pour acquérir les devises nécessaires au remboursement de sa dette extérieure¹⁴.

Derrière cette analyse, J.M. Keynes soulignait un fait marquant. Le régime de l'étalon devise-or est inefficace et inadapté pour réguler les paiements internationaux. En conséquence, il proposa dans les années 40, un système des paiements internationaux, fondé sur un étalon monétaire international, le Bancor et une chambre de compensation multilatérale laquelle se serait vue appliquer les règles de clearing¹⁵.

¹³ Or, étant donné que la structure économique du pays est limitée, le pays endetté ne pouvait s'acquitter de la charge de sa dette qu'en empruntant des devises. Notons que, dans le dernier cas, le problème ne concerne plus les résidents (l'Etat), mais le pays pris dans son ensemble.

¹⁴ Selon Keynes, la structure économique du pays devait rendre possible un certain niveau naturel des exportations qui était extrêmement difficile de modifier arbitrairement et délibérément. C'est ainsi, qu'il définit la capacité de paiement d'un pays comme son excédent commercial, car "à long terme l'Allemagne ne peut que payer en marchandises" J.M Keynes, *Les conséquences économiques de la paix*, édition N.R.F traduit par P. Frank, 1920, p. 118.

¹⁵ Contrairement au système des paiements nationaux centralisés, l'espace monétaire international est un système fractionné. C'est pourquoi, dans ses écrits postérieurs, il proposait de généraliser les principes bancaires nationaux à l'échelle internationale en créant le bancor et une Banque Supranationale. Ces deux composantes, étant indispensables à l'homogénéisation des espaces monétaires nationaux, constituent les piliers d'un véritable système des paiements internationaux. Pour le démontrer, illustrons nos propos en prenant l'exemple du système des paiements nationaux. La monnaie centrale, homogénéisant les monnaies commerciales, permet d'établir une relation absolue entre les monnaies émises par les banques de second rang et la monnaie centrale. Par conséquent, la conversion des monnaies commerciales en monnaie centrale (étalon des monnaies commerciales) homogénéise les monnaies commerciales et unifie le système des paiements nationaux. Ainsi, les résidents d'un espace monétaire national, étant payés dans une monnaie homogène, les paiements entre les résidents sont finalisés.

3. La logique cohérente du système des paiements internationaux ordonné dans une logique keynésienne

Sur la base des apports de cette discussion (1929), nous pouvons présenter les mécanismes, qui organisent les paiements internationaux. Au préalable, nous introduirons la définition de certaines notions.

3.1. Nature des opérations internationales et enregistrement des transactions internationales

Toutes les transactions internationales entre les résidents et les non-résidents sont répertoriées dans la balance des paiements. Il retrace toutes les transactions commerciales, financières et monétaires des résidents nationaux avec l'extérieur au cours d'une période définie (mois, trimestre, année). Ce document est généralement établi et publié par la Banque centrale et comprend plusieurs comptes.

Le compte des transactions courantes enregistre les échanges de biens et services (balance commerciale), de revenus (Salaires, dividendes, intérêts) et les transferts courants entre les résidents et le reste du monde. En soustrayant la somme des importations de biens et services à la somme des exportations de biens et services auxquelles s'ajoutent les transferts nets (dons), nous obtenons le solde de la balance des transactions courantes. Si le solde de la balance des transactions courantes est négatif (avec $M > X$), cela signifie que le pays pris dans son ensemble est débiteur du reste du monde. A l'inverse, s'il est positif (avec $M < X$), cela montre que le pays pris dans son ensemble est créancier du reste du monde.

Le compte de capital recense les opérations d'achat ou de vente d'actifs non financiers, comme les brevets, ainsi que les transferts de capital. Parmi les transferts en capital figurent, par exemple, les remises de dette et les aides à l'investissement.

Le compte financier regroupe les échanges d'actifs entre le pays et l'extérieur. Au sein de ce compte, on distingue trois grandes catégories d'actifs, dont les « créations et les acquisitions de firmes étrangères ; l'ensemble des opérations financières entre les sociétés résidentes et non-résidentes affiliées à un même groupe international ; les investissements de portefeuille qui mesurent les achats et les ventes de titres ; et enfin, les « autres investissements » qui recouvrent les opérations de prêts et emprunts constituées pour l'essentiel d'opérations interbancaires internationales » (Banque de France, 2011c, p. 11-15).

Eu égard aux règles d'enregistrement des transactions internationales qui imposent de suivre le principe de la comptabilité à partie double, la somme des soldes des comptes de capital et de la balance des transactions courantes est alors exactement l'opposé de la somme des soldes du compte financier.

Les flux de balance des paiements afférents au compte financier (y compris les avoirs de réserve) : hors erreurs et omissions, ces flux compensent ceux enregistrés au titre des comptes de transactions courantes et de capital qui permettent de déterminer si un pays se trouve en situation excédentaire ou déficitaire. »

(Banque de France, 2003, p.3)

Comme les transactions internationales sont comptabilisées selon le principe de la comptabilité à partie double, qui impose que chaque flux donne lieu à une double inscription dans deux comptes différents dont l'un reçoit au sens comptable du terme et se trouve débité (signe -) et l'autre donne et se trouve crédité (signe +), les soldes de la balance courante et de capital sont automatiquement compensés par le compte financier.

A titre d'exemple, imaginons qu'un résident exporte des produits pour un montant de 1000 USD. En l'occurrence dans le cas de l'espèce, si nous supposons que cette exportation est :

- réglée immédiatement en devises (400 dollars) et dans ce cas, les avoirs en devises du pays augmentent
- assortie d'un crédit commercial (600 dollars) à court terme et dans ce cas, le pays devient créiteur sur le reste du monde. Selon les principes de la comptabilité à partie double, nous obtenons les écritures suivantes dans la balance des paiements :

	Débit	Crédit
Compte Courant		+1000
Compte financier		
Prêt de l'étranger	- 600	
Variation des avoirs de réserves.	-400	

En appliquant, les règles de la comptabilité à partie double, on dispose ainsi d'une balance des paiements équilibrée. Si chaque flux fait l'objet d'une double écriture de sens contraire, nous saisissons qu'en agrégeant les différentes balances nationales censées elles-mêmes être marquées par l'égalité de la somme des débits et des crédits, on devrait aboutir à un solde de la balance des paiements égal à zéro, sous couvert que les pays utilisent des méthodes homogènes et que les mécanismes de compensation internationale soient efficaces.

3.2. Les mécanismes organisant les paiements internationaux

Pour bien saisir la notion de paiement international, il faut avoir la même interprétation des termes. Pour ce faire, il est utile, avant de rentrer dans le détail de l'analyse en distinguant les paiements internationaux du pays et des résidents.

3.2.1. La logique du système des paiements internationaux devrait reposer sur des mécanismes de compensation entre les dettes et les créances extérieures

Notre démarche consistera à définir le paiement international en adoptant une logique cohérente fondée sur les composantes comptables, qui représentent le fonctionnement d'une économie nationale. Pour ce faire, nous prendrons pour point de départ la représentation macroéconomique d'une économie nationale sans jamais prétendre en proposer une vision complète. Notre but n'est pas là. Il s'agit pour nous de préciser la logique des paiements internationaux dans une économie nationale.

Résumée à sa plus simple expression, la représentation d'une économie nationale est définie par l'identité revenu national et produit national. Le produit national, (noté PIB) et le revenu national, (noté RN) égalisent respectivement la demande globale et l'offre globale.

$$\mathbf{RN = PIB} \quad \mathbf{(1)}$$

Si nous intégrons cette équation dans une économie ouverte, le produit national qui est représenté en termes monétaires par le revenu national peut être décomposé en secteurs auxquels la production est vendue.

« Au sens de l'INSEE, le PIB est égal à la somme des emplois finals intérieurs de biens et de services (consommation finale effective, formation brute de capital fixe, variations de stocks), plus les exportations, moins les importations. »

(INSEE)¹⁶

¹⁶ Site de l'INSEE URL : <http://www.insee.fr/fr/methodes/default.asp?page=definitions/produit-inter-brut-prix-march.htm> (consulté le 8 mai 2007)

En traduisant formellement, la définition de l'INSEE, dans une économie ouverte, la représentation du produit national ou du PIB peut être ventilée, comme suit :

$$\mathbf{PIB = C + I + X} \quad (2)$$

Il est également possible de décomposer le revenu national, du point de vue des agents qui l'encaissent et le dépensent. On obtient alors :

$$\mathbf{RN = C + S + M} \quad (3)$$

Si le revenu national est l'expression monétaire du produit national, sur la base des équations (2) et (3), nous obtenons :

$$\mathbf{C + S + M = C + I + X} \quad (4)$$

Si on réaménage l'équation 4, en soustrayant la consommation aux deux membres de cette équation, on obtient cette nouvelle équation :

$$\mathbf{S - I = X - M} \quad (5)$$

Si nous supposons une égalité entre l'épargne nationale et l'investissement national dans l'équation 5, nous pouvons en déduire que les dettes du pays sur l'extérieur s'effacent dès lors que le pays exporte des produits d'un montant égal. Comme en témoigne Goodhart, le paiement du pays est final dès lors que le pays exporte des produits d'un même montant égal à ses importations.

“Payment finality means that a seller of goods or services or another asset receives something of equal value from the purchaser which leaves the seller with no further claim on the buyer”

(C.A.E. Goodhart, 1989, p. 26)

Si nous traduisons nos conclusions dans la balance des paiements, en supposant d'une part, que le pays A n'est pas un pays émetteurs des devises clés et d'autre part, que les opérations d'exportation et d'importation sont simultanées pour éradiquer le problème des instabilités des taux de change, les tables ci-dessus montrent que le pays A exporte des biens pour un montant de 1000 unités de monnaie internationale au reste du monde (Table 2). Comme le montre la table 1, on observe une compensation entre les créances et les dettes extérieures du pays sur le reste du monde.

Table 1. Extrait de la balance des paiements

	Débit	Crédit
Compte Courant		
Achat de produits physiques	-1000	
Compte financier		
Avoirs en devises		+1000

Table 2. Extrait de la balance des paiements

	Débit	Crédit
Compte Courant		
Vente de produits physiques		+1000
Compte financier		
Variation des avoirs en devises	- 1000	

Au regard de cette définition du paiement international du pays, nous évaluerons l'efficacité du régime monétaire international actuel fondé sur un étalon devise en cherchant à savoir si les mécanismes de compensation entre les dettes et les créances extérieures du pays sur le reste du monde s'établissent automatiquement.

3.2.2. La logique du système des paiements internationaux impose des mécanismes de compensation entre les dettes extérieures et les créances extérieures du reste du monde vis-à-vis du pays

Jusqu'à présent nous n'avons pas encore évoqué les mécanismes qui organisent les paiements internationaux entre les résidents et les non-résidents. Comme les devises n'ont pas de cours légal hors frontières, elles ne peuvent pas être dépensées directement dans les économies du reste du monde. Pour éviter la formation de déséquilibres monétaires, nous proposons d'établir des mécanismes de stérilisation appelés « compensation ». Pour illustrer notre proposition, nous allons volontairement émettre des hypothèses fortes, qui échappent aux pratiques habituelles du régime actuel. Nous supposons que :

- les deux résidents français sont titulaires d'un compte dans la même banque commerciale française,
- les deux résidents américains détiennent également un compte dans la même banque américaine,
- le dénouement de la transaction s'effectuera sur le marché de swap, qui offre un système de compensation bilatérale. Les banques commerciales, américaine et française, calculent deux à deux, par date de valeur et devise par devise, le solde de leurs obligations réciproques. Ce type de compensation, dont les mécanismes reposent le plus souvent sur un contrat signé bilatéralement, fonctionne habituellement sans recourir à une chambre de compensation. Cette hypothèse contourne les pratiques du régime monétaire international qui prolonge les paiements des non-résidents en monétisant les devises¹⁷.

¹⁷ Si nous considérons l'économie internationale dans son ensemble, nous constatons que les biens et services échangés à l'échelle internationale représentent une fraction du P.I.B dont le référent est le revenu national. Si la spécificité de l'économie internationale est de déplacer les produits, il s'ensuit que les échanges n'ajoutent aucune richesse à la somme des produits nationaux. Ainsi, rien ne justifie une création monétaire assise sur les devises.

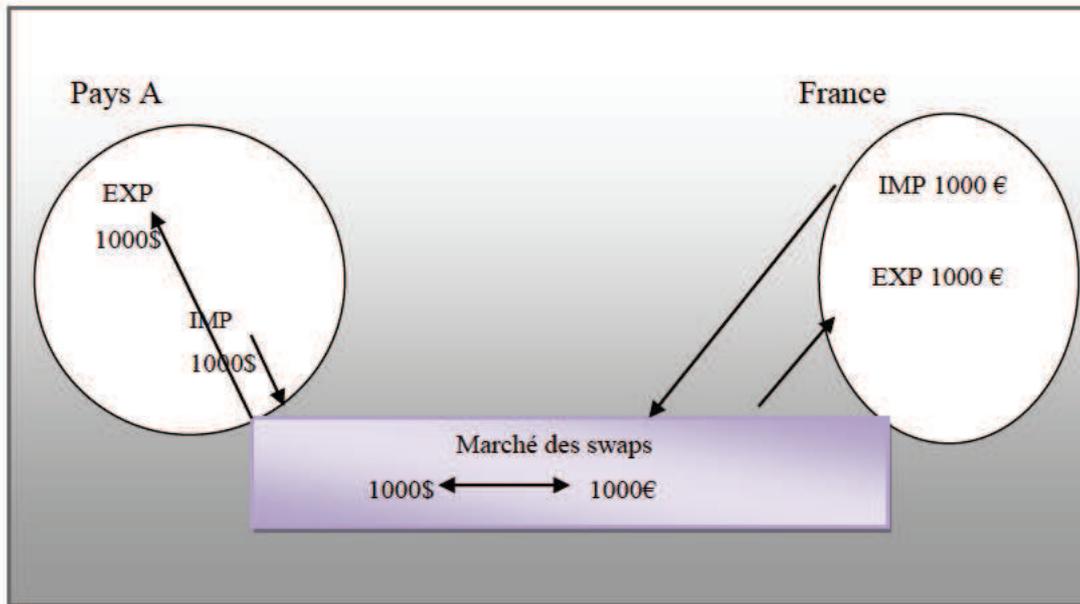
- qu'il ne s'écoule pas de temps entre les opérations d'importation et d'exportation. Ainsi, les taux de change ne fluctuant pas durant les transactions, nous éradiquons les ajustements qui découlent des fluctuations des taux de change.
- le taux de change est 1 euro = 1 dollar,

Imaginons qu'un « résident français exportateur » vende des biens à un résident américain importateur contre un paiement de 1000 euros. Dans le même temps, un autre résident français importe des produits américains contre un paiement de 1000 dollars. Si les résidents exportateurs américain et français sollicitent un paiement dans leurs monnaies respectives, les résidents importateurs français et américains ne pouvant pas payer les résidents américains et français dans leur propre monnaie, vont respectivement donner l'ordre à leurs banques d'exécuter le paiement international.

Au regard de nos hypothèses, les banques commerciales des résidents américains et français sont dans des positions opposées et symétriques, si bien qu'elles peuvent rapprocher les besoins et les capacités de financement de leurs clients, et les aider à détenir à l'arrivée la monnaie qu'ils préfèrent.

Sur le modèle des mécanismes propres au swap cambiste (Doubi Bi Tra, 2011, p. 333), où l'opération de change liée à la transaction de l'importateur au comptant est couplée à la transaction de l'exportateur de même montant et de sens contraire, la banque américaine va réaménager sa trésorerie dans les deux devises traitées avec la banque française ayant des besoins symétriques. Comme le marché swap est un échange temporaire de devises, entre deux banques, ayant reçu des ordres à terme sec de sens opposé, nous établissons que les banques compensent définitivement leurs obligations.

Figure 1. Opération swap



Après ces opérations, la banque américaine crédite le compte du résident américain en dollar et la banque française crédite le compte du résident exportateur français avec un dépôt en euro.

Remarquons que par ces opérations, les paiements internationaux réalisés séparément par les deux résidents du pays, sont compensés à travers des mécanismes de compensation bilatérale. Après avoir calculé deux à deux, par date de valeur et devise par devise, les banques françaises et américaines soldent ainsi leurs obligations réciproques, si bien que dans les deux pays, une compensation entre les dettes et les créances du reste du monde sur le pays s'opère. Comme le révèle l'exemple, sous réserve que les transactions des résidents exportateurs soient couplées avec celles des résidents importateurs et que la somme des importations et la somme des exportations soient d'un même montant, il s'avère que les résidents exportateurs reçoivent un dépôt, qui correspond à la créance du reste du monde sur le pays.

En conclusion, les mécanismes de compensation entre les créances et les dettes extérieures permettent de finaliser les paiements internationaux. Les paiements internationaux sont finalisés dès lors, que les dettes et les créances

extérieures du pays sur le reste du monde sont compensées. Quant aux paiements des résidents, il a été établi que sous réserve que les transactions des résidents exportateurs soient couplées avec les transactions des résidents importateurs et que ces deux transactions soient d'un même montant, il s'opère une compensation entre les dettes et les créances du reste du monde sur le pays, qui permet *in fine* aux résidents du pays de recevoir en échange de leur exportation la créance, que le reste du monde détient sur le pays.

3.3. Les mécanismes organisant les opérations financières internationales

Avant d'aborder la question du financement des paiements internationaux différés, il est utile de préciser la terminologie de la dette extérieure et ses contraintes financières.

3.3.1. Dette extérieure et contraintes financières

De manière générale, la dette extérieure brute correspond au passif exigible du pays¹⁸ envers les non-résidents. Ce passif nécessitera à l'avenir des versements au titre du principal et/ou des intérêts en faveur des créanciers. En d'autres termes, il représente une créance sur les futures ressources de l'économie du résident et constitue de ce fait une partie de la dette extérieure de cette économie. D'après la définition du F.M.I., la dette extérieure brute est :

« Égale au montant, à une date donnée, de l'encours des engagements courants effectifs, non conditionnels qui comportent l'obligation pour le débiteur d'effectuer un ou plusieurs paiements pour rembourser le principal et/ou verser des intérêts, à un ou plusieurs moments futurs, et qui sont dus à des non-résidents par des résidents d'une économie. »

(F.M.I., 2003, p 2).

¹⁸ Par pays, il faut entendre l'ensemble des résidents.

Si nous développons davantage la notion de dette extérieure, nous pouvons dire qu'elle représente l'ensemble des engagements des unités institutionnelles résidentes au sein d'une économie¹⁹, telles qu'un ménage, une société, une unité administrative publique, etc. qui est individuellement capable de détenir des actifs, de contracter des obligations et de se livrer à des activités et des opérations économiques avec d'autres entités.

Pour que la dette soit considérée comme extérieure, le résident doit avoir contracté un engagement envers un non-résident. Le facteur déterminant est la résidence c'est-à-dire l'endroit physique où le débiteur et le créancier ont leurs centres d'intérêts économiques soit généralement, l'endroit où ils se trouvent ordinairement. Si la résidence est au cœur du concept de dette extérieure, il s'ensuit que les dettes entre les résidents appartenant au même pays sont exclues. Seules dettes des résidents envers les non-résidents sont comprises dans la présentation de l'encours de la dette extérieure d'une économie. Notons que la nationalité n'est pas prise en considération. Seul le lieu de résidence est retenu pour définir si les engagements sont extérieurs.

De surcroît, pour qu'un engagement soit inclus dans la dette extérieure, il doit exister et être exigible. Le second facteur décisif est la détention d'une créance sur un débiteur. Le fait générateur d'une dette est généralement la fourniture d'une valeur économique - c'est-à-dire, des actifs (financiers ou non financiers), des services et/ou un revenu - par une unité institutionnelle, le créancier, à une autre, le débiteur, normalement dans le cadre d'un contrat. L'engagement peut aussi résulter de l'application d'une loi et d'événements qui imposent des paiements de transfert à l'avenir. Il comprend les arriérés de principal et d'intérêts. L'obligation de fournir ultérieurement une valeur économique ne peut pas donner lieu à un engagement tant que des biens n'ont pas changé de propriété, qu'une prestation de services n'a pas eu lieu ou encore qu'un revenu n'a pas été perçu ; ainsi, les montants qui restent

¹⁹ Si son centre d'intérêt économique se trouve sur le territoire économique de ce pays

à décaisser au titre d'un prêt ou d'un crédit à l'exportation ne doivent pas être inclus dans l'encours de la dette extérieure brute. Il en est de même pour les engagements conditionnels. Par engagements conditionnels, on entend ceux qui stipulent qu'une ou plusieurs conditions doivent être remplies avant qu'une opération financière puisse avoir lieu.

Si nous résumons nos conclusions, la dette extérieure est mesurée par la somme des engagements extérieurs effectifs (principal + intérêt) des unités institutionnelles résidentes.

A présent, intéressons-nous à la dynamique de la dette extérieure. Quoi que la terminologie ne soit pas fixe dans la littérature théorique, il importe de distinguer deux notions : la solvabilité et la soutenabilité. Par ce terme de solvabilité, les économistes désignent un état évolutif, qui permet aux pays endettés de dégager des exportations suffisantes pour que leurs dettes extérieures diminuent et finissent par s'annuler. La solvabilité de la dette extérieure est particulièrement importante dans une économie de marché où le financement est pour l'essentiel assuré par l'intermédiaire des marchés financiers.

Il est naturellement important de disposer de méthodes permettant de mesurer la solvabilité de la dette d'un pays. Pour ce faire, il faut faire un détour par l'arithmétique de l'accumulation de la dette extérieure. Du point de vue de la comptabilité nationale, l'examen externe d'un pays stipule que l'accroissement de la dette externe est égal à la somme des déficits courants cumulés et du service de la dette externe :

$$B_t - B_{t-1} = BC_t + rB_{t-1}$$

B_t désigne la dette externe à la période t , BC_t le déficit courant primaire et r le taux d'intérêt sur la dette externe. Le premier critère retenu pour évaluer la solvabilité d'un pays est le solde courant primaire. Le deuxième critère est le différentiel entre le taux de croissance économique et le taux d'intérêt réel afférent à la dette externe.

Cette condition de solvabilité suppose que si le taux de rendement des engagements extérieurs est plus élevé que le taux de croissance du PIB, le pays débiteur devra dégager un excédent pour éviter que sa position extérieure nette ne se détériore. A défaut il risquerait d'être insolvable. Comme en témoigne la crise mexicaine en 1982, le taux d'intérêt ayant augmenté à un niveau supérieur au taux de croissance économique auquel s'ajoutait la détérioration de la dette extérieure provoquée par la baisse des prix des produits exportés et les handicaps structurels ne leur permettant de « *produire des excédents suffisants, sauf à étouffer son économie* » (M. Aglietta, 2004, p. 64), le Mexique ne pouvant régler ses échéances est devenu insolvable ²⁰. Le critère de soutenabilité diffère fondamentalement du critère de solvabilité puisqu'il est compatible avec le fait que l'encours de la dette progresse régulièrement. La soutenabilité repose sur la confiance des créanciers. Il suffit que les créanciers aient un jugement positif sur la capacité des emprunteurs à rembourser leur dette sur le long terme, et que les pays endettés soient en mesure de refinancer leur dette venant à échéance. Ces éléments reposent largement sur la confiance des créanciers et la crédibilité des autorités monétaires. Le critère de soutenabilité ne prenant pas en compte la capacité de remboursement du pays à un coût. En effet, les dettes des agents économiques étant soumises à l'évaluation des

²⁰ Le 13 août 1982, le Mexique annonça qu'il ne pouvait plus faire face à ses échéances. Cette annonce plongea les créanciers dans une situation désastreuse. Le montant des dettes contractées par le Mexique, le Brésil et l'Argentine auprès des banques américaines atteignaient, en moyenne, près de 135% du niveau des fonds propres de celles-ci. Se propageant à l'ensemble du système financier international ; cette crise dite « systémique avait deux causes principales : la brusque hausse des taux d'intérêt américains qui renchérisait sur le coût des emprunts et une baisse des prix des produits exportés. ». Le FMI accorda des prêts aux pays concernés afin qu'ils puissent honorer leurs engagements. La crise de la dette a entraîné la création des plans d'ajustement structurels afin d'éviter des cessations de paiement. En contrepartie, les pays concernés ont été tenus de passer des accords avec les institutions financières internationales, garantissant l'assainissement de leurs finances publiques, et le retour à l'équilibre de leurs balances des paiements. Ces programmes ont entraîné des politiques de privatisation sans garde-fous, et des coupes sombres dans les dépenses publiques, notamment de santé et d'éducation. (Michel Leblay, 2010, p. 8)

agences de notation²¹, sont notées. La note déterminant les taux d'intérêt afférents à la dette extérieure dépendent de la qualité des titres émis (obligations, bons du trésor...) et du risque qu'encourent les investisseurs. Les méthodes d'évaluation peuvent être contestables, car ces institutions se trouvent « *incapable d'établir un mécanisme efficace pour traiter les dettes non performantes, parce que les contrats de dettes sont hautement incomplets et les informations entre prêteurs et emprunteurs fortement asymétriques* » (M. Aglietta, 2004, p. 64).

3.3.2. *L'épargne des pays excédentaires au service du financement des déficits extérieurs des pays endettés*

En agrégeant les différentes balances nationales, censées elles-mêmes être marquées par l'égalité de la somme des débits et des crédits, on devrait, si les pays utilisaient des méthodes homogènes aboutir à un solde de la balance des paiements égal à zéro.

$$\Sigma (\text{EX-IM}) = 0$$

Cette règle, qui découle du fonctionnement de l'économie internationale, montre que le système des paiements internationaux devrait reposer sur des mécanismes reliant automatiquement l'offre et la demande de titres extérieurs.

Pour mettre en avant les mécanismes, qui débouchent sur ce résultat, nous prendrons l'exemple de la France. D'après le tableau présenté ci-dessus (tableau 2), nous observons que les investissements de la France (377) sont supérieurs à la

²¹ Notons que les agences de notation ont un rôle dans la détermination de la note (*rating*) des actifs financiers, d'une dette, de titres d'État, etc. Dans le cadre de Bâle II, une banque peut également avoir recours à une agence de notation en vue de déterminer le niveau de fonds propres adéquat. Les agences de *rating* ont été critiquées lors de la crise, mais déjà lors de l'affaire Enron, où des preuves d'intéressements et de délits d'initiés avaient émergé.

capacité de financement de la somme des résidents français (épargne nationale) (339). Traduit littéralement, cela signifie que l'épargne nationale est inférieure à l'investissement d'un montant égal au déficit de la balance commerciale qui est le taux d'accumulation de la dette sur le reste du monde. Faute de ressources suffisantes, la France est contrainte de s'endetter vis-à-vis du reste du monde.

Tableau 2. Capacité ou besoin de financement de la France et du reste du monde (millions d'euros en 2006)

Exportation de biens et de services	481,1
Importations de biens et de services	507
Solde X- M	- 25,8
Revenu étranger	- 12,7
X – M + Rn	38,5
Epargne brute de la nation S	339
Investissement total de la nation I	377
S – I	38,5

Source : J. Généreux, 2008, p. 55

Pour financer ses importations nettes, la France doit emprunter l'épargne correspondante au reste du monde. Pour ce faire, la France émet des titres (obligations, bons du trésor, billets de trésoreries) sur le marché national, qui par l'intermédiaire d'un syndicat de placement, les vend aux non-résidents

Si le surplus d'investissement national est financé avec l'épargne des non-résidents, la retranscription en termes comptables nous donne la relation suivante :

$$S_{\text{intérieure}} + S_{\text{extérieure}} = I_{\text{intérieur}} + I_{\text{extérieur}} \quad (6)$$

En somme, on n'observe que la logique du système des paiements internationaux devrait logiquement déboucher sur des mécanismes reliant automatiquement l'offre et la demande de titres extérieurs. Bien que nous ayons

volontairement ignoré l'impact des instabilités des taux de change sur les règlements internationaux, il serait pertinent, aux fins de l'analyse, d'introduire l'impact des fluctuations des taux de change sur les avoirs et les engagements extérieurs des résidents pour juger de l'efficacité du régime monétaire international.

Conclusion

Deux approches conceptuelles de la monnaie sont retenues par la littérature, celle qui postule que la monnaie est une promesse de paiement et celle qui considère que la monnaie est un moyen de paiement. Contrairement à ce que prétend I. Fisher (1911), la monnaie ne peut pas être un moyen d'échange, car le cadre théorique afférent à cette conception de la monnaie ne détermine pas l'origine du pouvoir d'achat. C'est pourquoi, nous considérons que la monnaie est un moyen de paiement, qui permet au détenteur du dépôt de détenir une richesse réelle dès le paiement. Si les monnaies sont des moyens de paiement, on peut se demander si les monnaies hors-frontières (les devises) sont des moyens de paiement qui transfèrent un pouvoir d'achat au moment des paiements internationaux ? Bien que la convention sous-jacente au régime monétaire international admette que certaines devises peuvent être utilisées dans les paiements internationaux, peut-on considérer que ce dogme s'inscrit dans la continuité des objectifs poursuivis par le système des paiements internationaux ?

Le fonctionnement logique du système des paiements internationaux impose que celui-ci établisse des mécanismes de compensation entre les dettes et les créances extérieures du pays sur le reste du monde et des mécanismes automatiques reliant l'offre et la demande de titres extérieurs. En outre, nous avons également montré que les paiements entre les résidents et les non-résidents s'opèrent par des mécanismes de stérilisations.

Chapitre 2. Déséquilibres mondiaux et régime monétaire international actuel

Si l'on accepte que les déséquilibres mondiaux constituent un problème majeur du régime monétaire international actuel, la question est de savoir de quels déséquilibres doit-on se préoccuper ? Ce terme revêtant de multiples facettes, nous interroge sur ce qu'il englobe. Doit-on considérer les déséquilibres extérieurs et/ou les déséquilibres internes (la faiblesse ou l'excès de l'épargne à l'échelon national) et/ ou les instabilités excessives des taux de change ? De même, une autre question vient immédiatement à l'esprit. Ces déséquilibres doivent-ils être traités individuellement ou font-ils système ?

A l'aide d'analyses factuelles et des modèles qui traitent des déséquilibres mondiaux en économie ouverte, nous procéderons en deux temps. Pour chaque déséquilibre, la question sera de savoir s'il existe un lien de corrélation entre les déséquilibres mondiaux et le régime de semi-étalon dollar, puis nous chercherons à savoir si ces déséquilibres font système.

1. Déséquilibres extérieurs et volatilité excessive des taux de change

Nous prendrons pour point de départ le biais statistiques de la balance courante mondiale au cours des 10 dernières années. Bien que les experts du FMI (1987, 2008) aient expliqué ce déséquilibre par des anomalies comptables, le déséquilibre de la balance courante mondiale laisse à penser que le régime monétaire international est privé d'un système de compensation entre les créances extérieures des pays exportateurs nets et les dettes extérieures des pays importateurs nets. Pour évaluer l'efficacité de la structure monétaire internationale, nous chercherons à savoir si les mécanismes de compensation des paiements internationaux sont efficaces. Telle sera l'orientation de cette section.

1.1. Le trou noir de la balance courante mondiale

Selon le principe de la comptabilité à partie double, qui impose que chaque flux donne lieu à une double inscription dans deux comptes différents dont l'un, reçoit au sens comptable du terme le signe (-) et donc se trouve débité et l'autre, reçoit le signe (+) et se trouve crédité, le solde de la balance courante devrait être nécessairement nul, si bien qu'en agrégeant la somme des soldes de la balance des transactions courantes des pays, nous devrions obtenir une balance courante mondiale équilibrée au sens où :

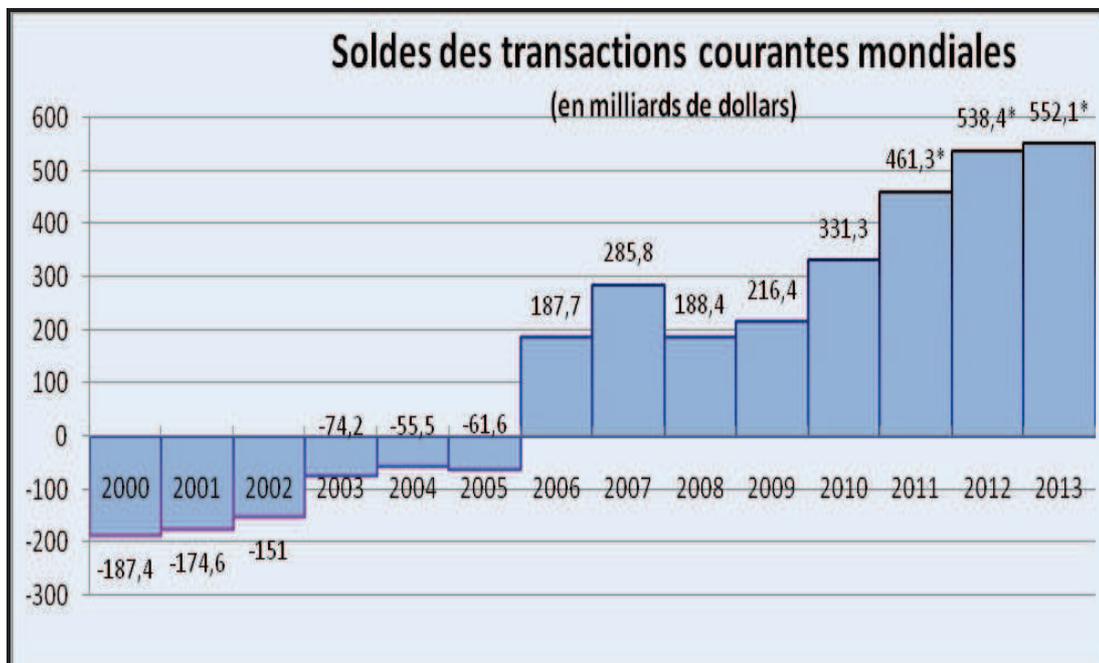
$$\Sigma (X-M) = 0 \quad (1)$$

(avec X exportation et M importation). Traduit littéralement, cette expression signifie que l'épargne mondiale étant égale à l'investissement mondial et aux dépenses de production mondiale, la totalité des créances extérieures devraient être égale à la somme des dettes extérieures.

Si en théorie, la somme algébrique des déficits courants mondiaux en valeur absolue devrait être égale à la somme des excédents courants totaux, les données statistiques (Graphique 1) montrent que le solde de la balance courante mondiale comporte des incohérences qui amènent ces deux soldes à différer. Comme l'atteste le graphique 1, le solde de la balance courante mondiale était déficitaire entre 2000 et 2005. Entre 2000 et 2005, il est passé de 187 milliards de dollars à 61, 6 milliards. Cet écart négatif signifie « *qu'à l'échelon mondial, pour les transactions courantes, le total des excédents déclarés est très inférieurs en net total des déficits : la balance courante mondiale est donc déficitaire* » (H. Bourguinat, 2007, p. 128)

Depuis 2006, le déséquilibre de la balance courante mondiale suit une tendance inverse. Comme le montre le graphique 1, le solde de la balance courante mondiale est excédentaire. Et celui-ci a été multiplié par 2, 5 entre 2006 et 2011.

Graphique 1. Ecart statistique de la balance courante mondiale (milliards de dollars)



Source des données : F.MI. (2007 et 2011b)

Si les flux internationaux sont comptabilisés selon le principe de la partie double, comment peut-on expliquer cet écart entre la somme des comptes à recevoir

et la somme des comptes à payer ? Ces résultats révèlent-ils le fonctionnement anormal du régime de semi-étalon dollar ?

Plusieurs tentatives ont été engagées pour expliquer le déséquilibre de la balance courante mondiale. En l'occurrence des rapports du Fonds Monétaire International et de l'OCDE ont montré que le déficit de la balance courante mondiale pouvait être rattaché à des anomalies d'enregistrement comptable. En l'occurrence, le rapport Esteva du Fonds Monétaire International publié en 1987, ceux de l'OCDE publiés en 1982 et 1988 et celui du CEPPII édité en 1998 ont révélé que les discordances de la balance courante mondiale ces rapports ont montré que les méthodes de comptabilisation hétérogènes peuvent expliquer le surplus de déficit ou d'excédant de la balance courante mondiale. Premièrement, ces rapports considèrent que les transactions n'étaient pas toutes prises en compte par les économies déclarantes. Deuxièmement, ils montrent que les désajustements temporels entre la date d'expédition et la date de réception des marchandises²², les différentes méthodes d'évaluation des transactions internationales qu'elles soient financières ou commerciales sont à l'origine des écarts entre la somme des déficits et des excédants.

Ces conclusions ne convainquent pas Paul Krugman (2003). D'après le Prix Nobel d'économie 2008, au regard du poids important du déséquilibre de la balance courante mondiale, les anomalies comptables ne peuvent pas à elles seules expliquer les raisons pour lesquelles le monde est continuellement en déficit (P. Krugman, 2003, p.363).

²² La PFEG recense les avoirs et engagements d'une économie vis-à-vis des non-résidents à une date précise, en général à la fin de l'année calendaire. Les créances et les engagements naissent dès qu'il y a un changement de propriété entre les résidents et les non-résidents à l'occasion des transactions par lesquelles les actifs financiers sont créés, échangés, transférés. Lorsque la transaction n'est pas manifeste, le changement de propriété est réputé s'être produit au moment où les parties enregistrent l'opération dans leurs livres comptables.

Un autre rapport établi par le Comité des Statistiques de la Balance des Paiements du FMI (2006) a montré que les déséquilibres les plus significatifs apparaissaient dans la rubrique des revenus d'investissements de portefeuille :

« Parmi les composantes des revenus, les investissements de portefeuille et les autres investissements ont fait apparaître un écart négatif (137,2 milliards de dollars) comme les années précédentes. Par contre, l'écart positif observé pour le revenu des investissements directs a été sensiblement plus faible que celui enregistré les deux années précédentes; on note toutefois que, exceptionnellement, l'écart positif affiché par les bénéfices réinvestis s'est nettement inversé, se situant à -12,7 milliards de dollars, tandis que l'écart au compte des autres revenus des investissements directs est devenu nettement positif. Cet inversement de la tendance pourrait s'expliquer en partie par les énormes entrées de dividendes enregistrées par les États-Unis en 2005. »

(FMI, 2006, p.9)

Toujours d'après ce rapport, il s'avère que le déficit du compte des opérations financières s'élevait en 2005 à 29,1 milliards de dollars contre 196,7 milliards de dollars en 2004. Bien que l'écart se soit résorbé entre 2004 et 2005, les écarts entre les sous-composantes de ce compte restent élevés (FMI, 2006, p.9).

«[En l'occurrence], ils²³ sont particulièrement importants au compte des investissements de portefeuille, dans lequel les entrées dépassent les sorties de 386,9 milliards de dollars, et au compte des autres investissements, où les sorties dépassent les entrées de 440,6 milliards de dollars. En outre, l'ajustement effectué aux investissements de portefeuille pour tenir compte des titres détenus comme avoirs de réserve, comme en 2004, a dépassé 350 milliards de dollars. Les données pour cet ajustement proviennent d'une enquête spéciale sur les instruments détenus comme avoirs de réserve. »

(FMI, 2006, p.9).

Sur la base de ce rapport, nous allons chercher à expliquer le déséquilibre de la balance courante mondiale en montrant l'effet des fluctuations des taux de change sur les avoirs extérieurs et les engagements extérieurs des pays.

1.2. Corrélation entre trou noir de la balance courante mondiale et instabilité financière

Pour expliquer l'écart entre la somme des comptes à recevoir et la somme des comptes à payer, nous nous appuyons sur le caractère instable des taux de change dans le régime de semi-étalon dollar. Depuis la déclaration du Président Nixon (1971), l'effondrement du régime de Bretton-Woods²⁴ laissa place à un régime de change flottant où seules « *quelques monnaies appartenant aux grands pays*

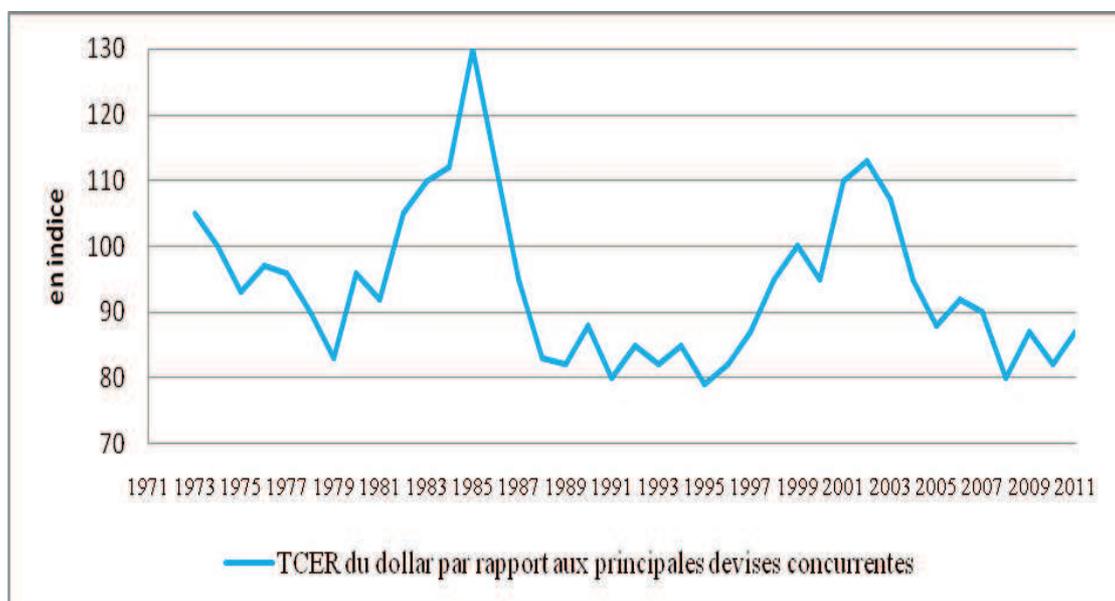
²³ Par « ils », il faut entendre les déséquilibres entre les comptes à payer et les comptes à recevoir du compte financier.

²⁴ Les accords du régime de Bretton-Woods imposaient aux pays membres de respecter le régime de change fixe. Pour ce faire, les autorités monétaires, et ce au moyen d'une panoplie d'instruments monétaires, devaient maintenir le cours de leur devise à la devise de référence. La convertibilité de l'étalon dollar à l'or et le régime de change fixe garantissaient une certaine stabilité des taux de change entre les devises. Or, en 1971 le régime de Bretton-Woods arriva à bout de souffle, et il fut entériné cinq ans plus tard avec l'accord de Jamaïque.

développés, sont libres de fluctuer vis-à-vis du dollar » (M. Aglietta, 2010, p.2). Ce régime, ayant accentué les instabilités financières à travers la volatilité des taux de change entre le dollar et les principales devises concurrentes, pose le problème du lien d'interaction entre volatilité des taux de change et dysfonctionnements du régime monétaire international.

Comme en témoigne le graphique 2, après 1971, la valeur du dollar sur le plan international a été extraordinairement instable et imprévisible. Les fluctuations erratiques du dollar se sont accentuées (S. Schulmeister, 2000, pp. 365- 395) pour suivre des tendances opposées. Pour ne retenir que la dernière décennie, entre 2001 et 2011, le taux de change du dollar par rapport aux autres devises, exprimé en indice a baissé de 33%.

Graphique 2. Le taux de change du dollar sur un demi-siècle en indice par rapport aux principales monnaies



Source : Réserve Fédérale (in site de la société générale)²⁵

²⁵Société générale, (2011), « Le dollar : la monnaie des américains : leur problème ? », disponible sur <http://www.societegenerale.com/node/11824> (consulté le 12/12/2011)

Les fluctuations erratiques des taux de change modifient la valeur des avoirs extérieurs nets et les engagements extérieurs bruts. Dans ce sens, il n'est pas inutile de rappeler la méthode de comptabilisation des engagements extérieurs bruts et des créances extérieures. La totalité des créances et des engagements du pays vis-à-vis du reste du monde à une date donnée (fin de trimestre ou fin d'année) ne sont pas forcément libellés dans la même unité de compte. Conformément au guide des statisticiens de la dette extérieure, les créances et les dettes extérieures étant enregistrées dans des unités de compte différentes, la totalité des dettes extérieures et des créances extérieures sont soit libellées en monnaie nationale ou soit en devises. Comme en témoigne la table 3, l'encours de la dette extérieure d'un pays peut se présenter comme suit :

Table 3. Encours de la dette extérieure : en devises et en monnaies nationales²⁶.

Devises	
Court terme	
Long terme	
Total	
Monnaie nationale	
Court terme	
Long terme	
Total	

En effet, « lorsque la dette est remboursable dans une monnaie, mais les montants sont liés à une autre, la dette sera considérée comme étant exprimée dans la monnaie à laquelle elle est liée, car il est ainsi tenu compte de la réalité économique sous-jacente » (FMI, 2004, p. 91). Et si « certains éléments du prêt sont remboursables dans des monnaies différentes (par exemple le principal dans une monnaie, les intérêts courus dans une autre) : la dette doit être répartie selon la valeur actualisée de ses composantes » (ibid.).

²⁶ Guide pour les statisticiens et les utilisateurs - Statistiques de la dette extérieure - Octobre 2003
FMI, département statistiques p. 48

Si la totalité des engagements bruts comme les créances extérieures sont libellés dans des unités de compte hétérogènes, la volatilité des taux de change, qui produit un effet direct sur la valeur des actifs extérieurs et les engagements extérieurs bruts d'un pays vis-à-vis du reste du monde, concourt à l'instabilité financière, c'est-à-dire au « *processus de variation rapide et brutale des prix d'actifs par rapport aux prix de la production courante* » (H. Minsky, 1982, p.13).

Pour mesurer cette instabilité financière déclenchée entre autres par les variations des taux de change sur les avoirs extérieurs et les engagements bruts, nous ne retiendrons pas la balance des paiements, mais la position extérieure nette²⁷ du pays, qui est égale à la valeur des actifs extérieurs détenus par les résidents, moins la valeur des actifs nationaux détenus par les étrangers, plus la balance commerciale. Cet indicateur, mesurant la valeur des avoirs extérieurs nets d'un pays ou des engagements extérieurs nets, qu'ils soient d'origines publiques²⁸ ou privées, retient deux valeurs dont la valeur d'enregistrement (valeur comptable) et la valeur de marché qui prend en compte la valorisation d'un actif au prix du marché. Les écarts entre ces deux valeurs, lesquels s'expliquent par les variations

²⁷ Conformément aux recommandations du 5e Manuel de balance des paiements du Fonds monétaire international, et comme pour la balance des paiements, la position extérieure est présentée en se fondant sur la nature des créances et engagements extérieurs du pays. Ainsi, la ventilation est établie en fonction des investissements directs, investissements de portefeuille, produits financiers dérivés, autres investissements, avoirs de réserve (Banque de France, 2011c, p.1).

²⁸ Initialement, la position extérieure exprimait uniquement les flux financiers transfrontières d'origine publique, dans le compte financier de leur balance des paiements. Ainsi, les agrégats « avoirs de réserve » et « dette publique extérieure » suffisaient à évaluer la position nette vis-à-vis des autres pays. Or, avec le développement considérable des opérations financières transfrontières du secteur privé, intervenu depuis le début des années quatre-vingt, sous l'effet du mouvement général de libéralisation des flux de capitaux, la position extérieure inclut désormais l'ensemble des engagements et des créances des agents du secteur privé. Cette nouvelle configuration modifie la comptabilisation des flux transfrontaliers puisqu'elle comporte d'une part, une ventilation fonctionnelle (investissements directs ou de portefeuille, produits financiers dérivés, prêts et dépôts, avoirs de réserve) et d'autre part, une décomposition sectorielle (administrations publiques, autorités monétaires, banques et « autres secteurs », c'est-à-dire entreprises, assurances et ménages) (Banque de France, 2011b, p.1).

des cours de change, des taux d'intérêt et des cours boursiers, ont pour effet de modifier la position extérieure nette du pays.

Derrière la valorisation des dettes et des créances extérieures, il est possible de mettre en exergue l'origine du trou noir de la balance courante mondiale. Les effets de valorisation justifiés par des instabilités financières ont engendré une volatilité des flux de capitaux. Ces mouvements de capitaux ne sont pas comptabilisés dans le compte courant de la balance des paiements. En effet, la balance des paiements enregistre en termes de flux, l'ensemble des opérations internationales à leur valeur comptable. Comme en témoignent P.R. Lane et G.M. Milesi-Ferretti, « *les effets de valorisation, déclenchés par les mouvements des cours des actions, des taux d'intérêt ou des taux de change, ne sont pas comptabilisés dans le compte courant. Ils peuvent donc provoquer des changements dans la position extérieure nette même si les emprunts nets du pays à l'étranger sont nuls* » (2006a, p.40²⁹).

Derrière cette observation, les auteurs laissent entendre que la valorisation des engagements et des avoirs extérieurs occasionnés par les instabilités financières - et qui ne sont pas comptabilisés dans le compte courant- ont généré des mouvements de capitaux. Ces flux de capitaux, qui n'ont pas de contrepartie dans la balance courante mondiale, expliquent le déséquilibre de la balance courante mondiale.

1.3. L'inefficacité des mécanismes de compensation du régime de l'étalon multidevises

La synchronisation frappante entre déséquilibre de la balance courante mondiale et instabilité financière internationale constitue une avancée pour évaluer

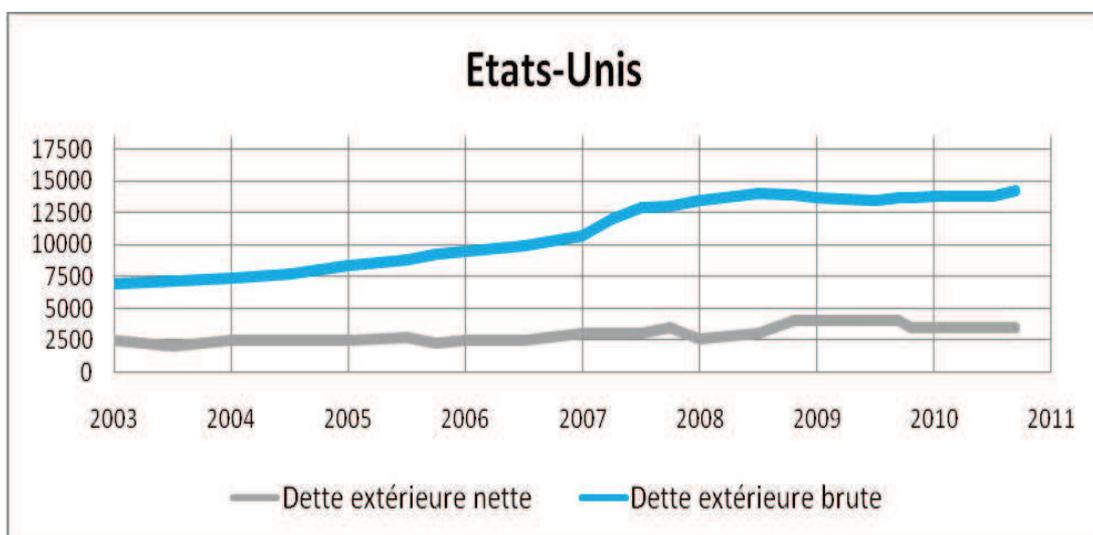
²⁹ Comme le souligne Philip R. Lane et Gian Maria Milesi-Ferretti, le 5e Manuel de balance des paiements du Fonds monétaire international ignore les effets de valorisation, déclenchés par les mouvements des cours des actions, des taux d'intérêt ou des taux de change (Philip R. Lane et Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006a, p.40)

l'efficacité des mécanismes de compensation des dettes et les créances extérieures des pays sur l'extérieur.

A travers l'exemple du pays centre, nous cherchons à identifier l'efficacité du régime actuel lorsqu'il s'agit de garantir la finalisation des paiements internationaux. En effet, s'il est naturellement important pour un pays importateur net de dégager un excédent de sa balance commerciale pour éviter que sa position extérieure nette ne se détériore, comment expliquer que la dette extérieure nette américaine stagnait voire même diminuait, alors qu'en parallèle, la dette extérieure brute augmentait ? Quels facteurs expliquent l'absorption d'une fraction de la dette extérieure américaine ? Au détriment de qui se fait-elle ? Ces mécanismes sont-ils compatibles avec la logique du système des paiements internationaux ?

Comme en témoigne le graphique 3, la hausse de la dette extérieure brute américaine ne s'est pas traduite par une détérioration de la dette extérieure nette américaine entre 2002 et 2010.

Graphique 3. Etats-Unis : Dette extérieure nette et brute (en Mds de \$)



Source des données: US Treasury Government³⁰ and Datastream³¹

³⁰ Sources des données de la dette extérieure brute sur le site de US Department of the Treasury

³¹ Sources des données de la dette extérieure nette : Datastream (in P. Artus, 2009, p.2)

Pour expliquer cette dynamique, R. Caballero, E. Farhi et P.O. Gourinchas (2006) identifient quatre facteurs susceptibles de modifier la position extérieure nette :

- la variation du stock d’actifs étrangers ;
- la variation des rendements ;
- la revalorisation des actifs étrangers suite à une variation du taux de change ;
- l’effet d’un des équilibres commerciaux.

D’après ces auteurs, les facteurs évoqués plus haut ont eu pour effet de modifier la position extérieure nette d’un pays, sous réserve que l’intégration financière internationale soit élevée. L’intégration financière internationale en volume est estimée de la manière suivante :

$$IFI_{PIB_{it}} = \frac{(AE_{it} + EE_{it})}{PIB_{it}}$$

avec AE le stock des actifs étrangers, EE le stock des engagements étrangers et PIB le produit intérieur brut. En l’occurrence, le développement de l’intégration financière, observé au cours de cette dernière décennie, en raison de la libéralisation financière, a permis aux résidents de diversifier la composition de leurs actifs. C’est ainsi que, la part des avoirs extérieurs américains dans le PIB a fortement augmenté, à un moment où leurs engagements vis-à-vis du reste du monde ont également accru de façon appréciable (A. Brender, et F. Pisani, 2011 ; P. Lane et G.M. Milesi-Ferretti, 2005, 2006a).

Pour vérifier cette proposition, J. Lee et G.M. Milesi Ferretti (FMI, 2007, pp. 94-97), ont cherché à mesurer les effets des facteurs évoqués plus haut sur les variations des avoirs extérieurs nets. En partant de l’identité de la balance des paiements, ils établissent les équations suivantes :

$$\begin{aligned}
& NFA_t - NFA_{t-1} = FL_t + KG_t \\
& FL_t \cong CA_t = BGST_t + i_t^A A_{t-1} - i_t^L L_{t-1}
\end{aligned}
\tag{1}$$

La variation des avoirs extérieurs nets (NFA), trouvant son origine dans les prêts ou les emprunts extérieurs nets (FL), fait abstraction des écarts statistiques et des autres facteurs liés à la reclassification des avoirs ou des engagements, car ils sont à peu près égaux au solde de la balance courante (CA). (KG) détermine les changements de valeur des avoirs et engagements extérieurs dus aux fluctuations des taux de change ou des prix des actifs. Le solde courant ($BGST$) est égal au solde de la balance des biens, services non facteurs et transferts ($BGST$), augmenté du revenu tiré des investissements réalisés ($i_t^A A_{t-1}$) et diminué du revenu versé au titre des engagements ($i_t^L L_{t-1}$). Si l'on divise les deux côtés de l'équation par le PIB et qu'on réorganise les termes, la variation de la position extérieure nette d'un pays peut être décrite par l'équation suivante :

$$nfa_t - nfa_{t-1} = bgst_t + \frac{r_t^L - g_t}{1 + g_t} nfa_{t-1} + \frac{r_t^A - r_t^L}{1 + g_t} a_{t-1}
\tag{2}^{32}$$

Dans l'équation 2, les lettres indiquent des ratios par rapport au PIB; r_t^A et r_t^L indiquent respectivement le taux de rendement nominal des avoirs extérieurs et des engagements extérieurs, i_t^A et i_t^L les plus-values des avoirs extérieurs et des engagements extérieurs et g_t indique le taux de croissance du PIB nominal.

L'équation 2 identifie l'influence de la variation du stock d'actifs étrangers, de la variation des rendements, de la revalorisation des actifs étrangers suite à une variation du taux de change et l'effet d'un des équilibres commerciaux sur l'évolution des avoirs extérieurs nets entre fin 2001 et 2006. Sur la base de l'équation 2, ils ont obtenus les résultats suivants :

³² D'après l'équation 2, lorsque les rendements des avoirs et des engagements extérieurs sont les mêmes, on retrouve l'équation classique de l'accumulation de la dette. Si le taux de rendement des engagements extérieurs est plus élevé que le taux de croissance du PIB, le pays débiteur devra dégager un excédent pour éviter que sa position extérieure nette ne se détériore.

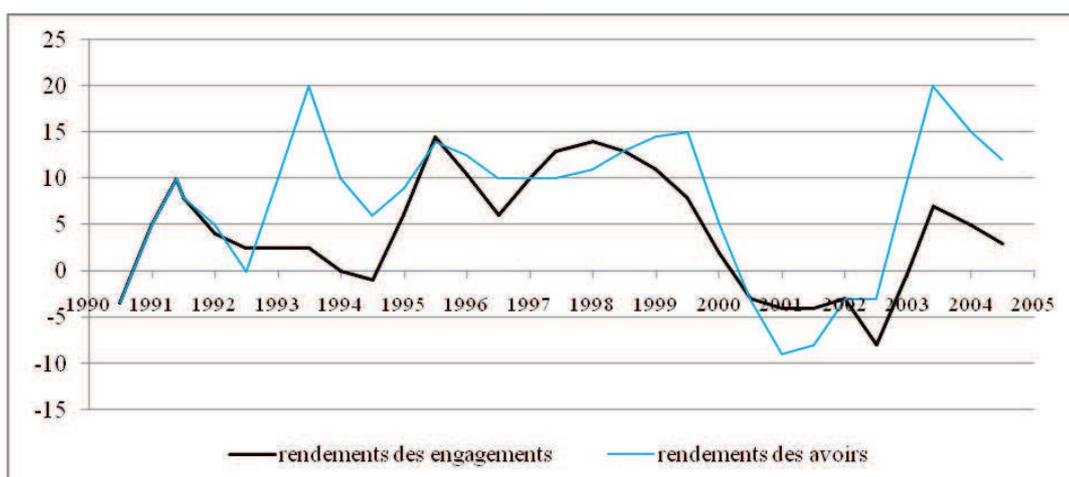
Tableau 3. Évolution de la position extérieure nette (en pourcentage du PIB, sauf indication contraire)

Variation des avoirs extérieurs nets	3,4
Effets cumulés du :	
Déficit commercial	-28,2
Écart entre taux de croissance et taux de rendement	1,5
Ecart de rendement entre avoirs et engagements	30,0
Écart de rendement de la moyenne des avoirs et engagements (en %)	8,0
Corrélation avec l'évolution du taux de change effectif réel (1995–2005)	-0,74

Source : estimations des services du FMI, 2007, p. 95

D'après les résultats du tableau 3, la valeur des avoirs extérieurs nets des Etats-Unis a augmenté de 3,4 % du PIB entre 2001 et 2006. Pour expliquer ces résultats, le tableau 3 révèle que la première variable qui explique l'évolution des avoirs extérieurs nets est l'écart de rendements entre les avoirs extérieurs et les engagements extérieurs des résidents américains. Comme le montre la ligne écart de rendement entre les avoirs et les engagements, les engagements extérieurs, étant nettement moins rémunérés que les actifs extérieurs, les Etats-Unis ont perçu plus de revenus financiers du reste du monde, qu'ils n'en ont versés (Graphique 4 et tableau 3).

Graphique 4. États-Unis : taux de rendement réel sur les avoirs et engagements extérieurs



Source: P. Lane and G.M Milesi-Ferretti 2006a, p. 40 (in Lane and G.M Milesi-Ferretti ,2005³³).

³³ Lane P-R., and Milesi-Ferretti G-M. 2005, "A Global Perspective on External Positions," *IMF Working Paper* 05/161, Washington: International Monetary Fund.

Une étude plus récente a estimé que « *les États-Unis ont empêché un différentiel de rendement positif sur leur bilan externe estimé à environ 2 % par an en termes réels sur la période 1952- 2009* » (P.O. Gourinchas, H. Rey et N. Govillot, 2010). Ces rendements (les dividendes ou intérêts) ont considérablement augmenté. Deux causes expliquent cet écart de rendements. *Ce différentiel de rendement est dû à la fois à une prime de risque, l'actif étant plus risqué que le passif, à une prime de liquidité sur la dette (en particulier sur la dette à court terme)* » (A. Benassy-Quéré *et al*, 2011, p.55).

La dépréciation du dollar est la deuxième variable expliquant l'augmentation de la valeur des avoirs extérieurs nets. Les résultats du tableau 3 montrent qu'entre 1995 et 2005, les variations des avoirs extérieurs nets et les fluctuations des taux de change étaient fortement corrélées (- 0,74). En effet, la dépréciation du dollar a stabilisé la dette extérieure nette américaine alors que la dette extérieure brute augmentait dans le même temps. Pour expliquer les mécanismes stabilisateurs de la dette extérieure nette américaine, les auteurs de l'étude ont procédé à une ventilation du passif extérieur et de l'actif extérieur en fonction de l'unité monétaire dans laquelle les engagements extérieurs et les actifs extérieurs étaient libellés. Les résultats montrent que les engagements extérieurs bruts étaient essentiellement souscrits en dollar et les avoirs extérieurs nets³⁴ exprimés en devises étrangères représentaient environ 70% des actifs extérieurs (A. Brender, F. Pisani, 2007a). De ces observations, l'étude a révélé que bien que la dépréciation du dollar n'ait eu aucun effet sur la valeur des engagements extérieurs américains, il n'en reste pas moins que la dépréciation du dollar a augmenté les rendements des avoirs extérieurs américains. P.O. Gourinchas, H. Rey et N. Govillot, 2010 ; A. Brender et F. Pisani,

³⁴ La mesure des avoirs extérieurs nets (*NFA*) varie d'un pays à l'autre. En particulier, la plupart des pays (dont l'Espagne) estiment l'investissement direct étranger (IDE) à la valeur comptable, alors que d'autres (dont les États-Unis et l'Australie) l'estiment à la valeur du marché. (FMI, 2007, p. 95)

2007a, 2010 ; P. Lane et G.M. Milesi-Ferretti, 2006b révèlent que ces mécanismes stabilisateurs ont été d'autant plus élevés, car :

- la part des actifs extérieurs détenus par les résidents américains et libellés en devises étrangères dans le PIB était élevée,
- la part des engagements extérieurs américains libellés en dollar dans le PIB était importante,
- la dépréciation du dollar par rapport aux devises concurrentes était forte.

Sous l'effet de ces trois conditions cumulatives, les Etats-Unis ont perçu des revenus supplémentaires du reste du monde. En effet, la dépréciation du dollar par rapport aux devises concurrentes (le yen et l'euro) augmente mécaniquement la valeur des avoirs extérieurs nets des résidents américains libellés en yen ou en euro, si bien qu'une partie de la dette extérieure nette a été absorbée.

Du côté du reste du monde, les rendements de leurs engagements extérieurs ont augmenté plus rapidement que ceux de leurs avoirs extérieurs nets. Toutes choses étant égales par ailleurs, la dette extérieure nette du reste du monde a cru en raison de la dépréciation du dollar par rapport aux devises concurrentes.

Derrière ces effets de valorisation déclenchés entre autres par la dépréciation du dollar et les variations des taux d'intérêt, il apparaît une nouvelle répartition de la richesse mondiale. Helene Rey et Pierre-Olivier Gourinchas (2005) ont estimé qu'une dépréciation du dollar de 10 % permettait de transférer 5 % du produit intérieur brut du reste du monde vers les Etats-Unis. Au final, les rendements des engagements extérieurs des résidents américains ayant augmenté moins rapidement que les rendements des avoirs extérieurs des Etats-Unis, ce pays a ainsi absorbé une partie de sa dette extérieure en gagnant des revenus additionnels.

Derrière ces résultats, la synchronisation frappante entre flux de capitaux et instabilité des taux de change nous amène à considérer que les déséquilibres mondiaux sont endogènes au régime monétaire international. Comme il n'existe de monnaie internationale, la totalité des créances et des engagements extérieurs ne

sont pas souscrits dans la même unité de compte. Ainsi, il en résulte que la dépréciation du dollar par rapport aux devises concurrentes a produit une valorisation des actifs extérieurs américains, qui a occasionné des flux de capitaux du reste du monde vers les Etats-Unis. Ainsi, le « *privilège exorbitant* » (P.O. Gourinchas, H. Rey, et N. Govillot, 2010) du pays centre se révèle à travers le fait que le pays émetteur absorbe une partie de sa dette extérieure sans dégager pour autant un excédent commercial.

2. Régime de semi-étalon dollar, déséquilibres extérieurs et déséquilibres intérieurs

Les défaillances du régime monétaire international, révélées à travers l'inefficacité des mécanismes de compensation des dettes et des créances extérieures, nous amènent à rechercher les interactions entre déséquilibres extérieur et intérieur. En effet, si les déséquilibres extérieurs et les déséquilibres intérieurs sont étroitement liés, il est nécessaire de déceler comment l'un interagit sur l'autre. Dans ce sens, il est nécessaire d'identifier les mécanismes organisant les paiements internationaux entre le reste du monde et le pays centre et d'examiner la manière dont s'opèrent les mécanismes d'ajustement entre l'offre et la demande de titres extérieurs des pays.

2.1. Répartition des déséquilibres extérieurs dans le monde

Bien qu'inférieurs à ceux d'avant la crise, les évolutions des comptes de transactions courantes indiquent que les déséquilibres mondiaux demeurent à des niveaux préoccupants, si bien que la polarisation des déficits et des excédents de balance des paiements pose le problème du rééquilibrage de l'économie mondiale. En effet, les déséquilibres mondiaux ont globalement décru depuis 2007. Toutefois, la polarisation des déficits et des excédents de balance des paiements entre les

États-Unis, les économies émergentes d'Asie et les pays exportateurs de pétrole montre que le processus de rééquilibrage de l'économie mondiale est incertain.

Tableau 4. Evolution des balances courantes dans les régions économiques du monde en milliards de Dollars EU)

Pays ou région	2007	2008	2009	2010	2011	variation 2007 - 2011
États-Unis	-710,3	-677,1	- 376,6	-470,9	-467,6	-42%
Zone Euro	14,7	-196,9	-69,4	-77	3,8	-130%
Japon	211	157,1	141,8	194,8	134,1	-21%
Autres pays avancées	137	129	158,2	167,7	229,8	62%
Europe centrale et orientale	-137,8	-160,4	-50	-80,5	-119,4	34%
Communauté des États indépendants	71,7	107,7	41,3	75,3	113,3	18%
Asie	400,3	412,7	291,4	313,2	363,1	35%
Amérique latine et Caraïbes	14,9	-30,5	-24,2	-56,9	-78,7	-257%
Moyen-Orient et Afrique du Nord	265,8	349,2	49,9	183,5	306,9	9%
Afrique subsaharienne	13,1	1	-20,7	-12,2	6,9	-78%

Source : FMI, Perspectives Economique, Avril 2011, appendice statistique

Comme le révèle le tableau 4, les Etats-Unis enregistrent un déséquilibre extérieur bien plus élevé que les autres régions. Bien que la crise de 2007 ait contribué à réduire le déficit de la balance courante américaine, nous sommes forcés de constater que les Etats-Unis ont un taux d'épargne trop faible. Déjà déficitaires de 710 milliards de dollars en 2007, les Etats-Unis arrivent au déficit de 467 milliards de dollars en 2011. Toutes choses étant égales par ailleurs, les grandes régions excédentaires ont vu leurs excédents fortement décroître entre 2008 et 2009 par rapport à ceux d'avant crise. Les pays d'Asie enregistrant un excédant de 400 milliards de dollars en 2007 arrivent à un excédent de 363 milliards de dollars en 2011. Comme en témoigne la crise de 2007, la diminution du déficit extérieur américain a eu pour effet de baisser les exportations de leurs partenaires commerciaux et plus particulièrement de la Chine.

Du côté des Etats-Unis, la demande globale (consommation et investissement) était essentiellement tirée par le crédit avant 2007. Comme le

montre le tableau 5, en 2009, le taux d'endettement des ménages et des SNF était de 140% du revenu disponible brut.

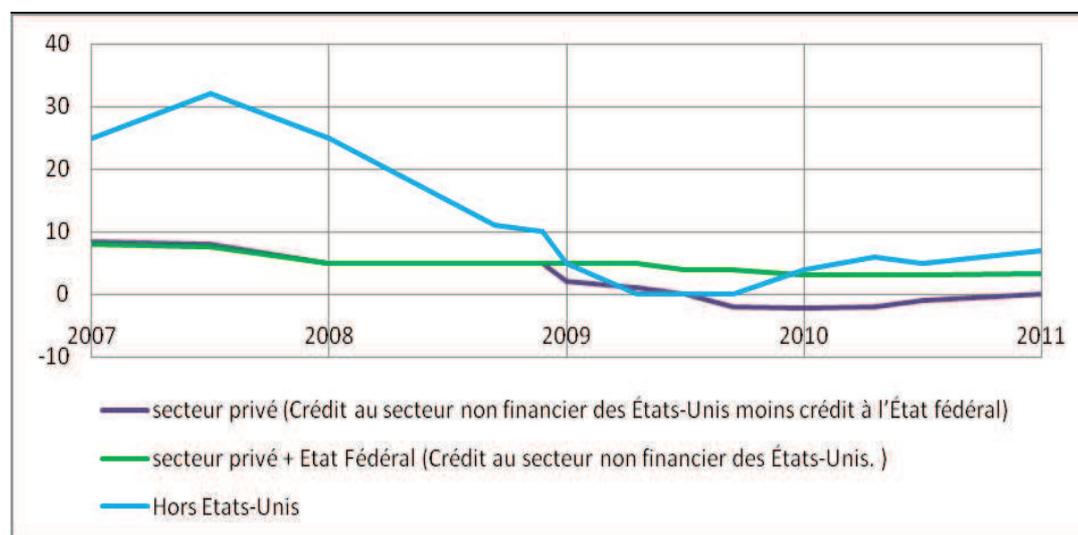
Tableau 5. Taux d'endettement des ménages et des SNF

	Ménages (en % du RDB)	
	États-Unis	Zone euro
2000	107	62,3
2009	140	92,2

Sources : BF, Réserve fédérale, OFCE³⁵

Après la crise bancaire de 2007, les crédits accordés aux résidents américains ont diminué de 580 milliards de dollars entre le troisième trimestre 2008 et le quatrième trimestre 2010. Comme le révèle le graphique 5, les banques ont établi une pression en faveur du désendettement des résidents américains, ce qui a déclenché un processus de résorption du déséquilibre entre l'épargne intérieure et l'investissement.

Graphique 5 Taux d'expansion¹ du crédit au secteur non financier entre 2007 et 2011 (Variation sur 1 an, en %)



Source : Banque populaire de Chine in (BRI, 2011, p. 51)³⁶

³⁵ Christophe Blot et Xavier Timbeau, 2009, « Du chaos financier au K.O. économique », *Revue de l'OFCE*, n°110, juillet 2009, p.172.

³⁶ In B.R.I., (2011), 81e Rapport annuel 1er avril 2010–31 mars 2011, Bâle : BRI, Bâle, 26 juin.

Dans une économie mondiale où les économies nationales sont de plus en plus interdépendantes, la correction brutale du déséquilibre épargne/investissement des Etats-Unis a poussé les pays exportateurs nets à ajuster leurs politiques économiques pour atténuer la chute des importations américaines. En l'occurrence, les pays excédentaires, ont, semble-t-il, établi, après la crise, stimulé la demande intérieure. Comme en témoigne l'exemple de la Chine, qui est l'un des principaux partenaires commerciaux des Etats-Unis, la puissance publique a mis en œuvre une politique monétaire expansionniste pour stimuler la consommation et l'investissement. Comme le révèle le tableau 6, le crédit intérieur a augmenté de 59 % entre 2007 et 2010.

Tableau 6. Crédit intérieur fourni par le secteur bancaire en Chine (% du PIB)

Années	2006	2007	2008	2009	2010
Crédit intérieur en Chine	134,5	125,4	124,6	167,8	199,0

Source : Banque Mondiale, 2011

L'expansion du crédit intérieur, ayant favorisé l'expansion de la demande intérieure en Chine, a compensé la diminution de la demande extérieure. Cela a résorbé, d'une part, l'écart positif entre l'épargne et l'investissement et, d'autre part, le déséquilibre extérieur.

Pour comprendre la polarisation des déséquilibres extérieurs entre les économies émergentes et les Etats-Unis, il faut examiner les stratégies suivies par ces deux blocs. D'un côté, les économies émergentes suivent une stratégie de développement tirée par les exportations et cherchent à empêcher l'appréciation de leur taux de change réel en intervenant constamment sur les changes et ce, en contrôlant les mouvements de capitaux. Par conséquent, ils accumulent des stocks croissants d'actifs liquides libellés en dollar. De l'autre côté, les États-Unis profitent de cette manne étrangère pour financer leur déficit extérieur et importer des produits bon marché pour alimenter leur demande de biens de consommation des résidents américains. Bien que pour l'instant, les mouvements internationaux de

capitaux répondent à l'intérêt mutuel de ces deux blocs, il faut remarquer que, dans le contexte de crise, révélé en 2011 par la crise de l'endettement extérieur américain, la viabilité du régime monétaire international est de plus incertaine.

Pour comprendre l'insuffisance de l'épargne, et les raisons pour lesquelles le pays centre consomme et investit à niveau supérieur au PIB, l'analyse à venir se propose de rechercher les mécanismes qui concourent aux déséquilibres macroéconomiques.

2.2. Déséquilibres mondiaux asymétriques des pays émetteurs et des pays non émetteurs

Alors que l'économie mondiale est en déséquilibre du fait que le taux d'épargne est trop élevé en Asie et dans les pays producteurs de pétrole, les Etats-Unis ont un taux d'épargne insuffisant (A. Brender et F. Pisani, 2007b), il convient de rechercher la cause de ces déséquilibres dans les dysfonctionnements structurels du régime monétaire international. Le régime actuel est marqué par une asymétrie de la logique monétaire induite par le statut monétaire international des devises clés. Pour établir comprendre les déséquilibres mondiaux, il est utile de mesurer l'impact des opérations de règlement des transactions internationales du pays centre sur l'ensemble de la structure monétaire internationale et les opérations financières qui en découlent.

2.2.1. Déséquilibres inflationnistes découlant du régime monétaire international dans les pays non émetteurs

2.2.1.1. Effet des opérations monétaires internationales dans les économies nationales

Pour déterminer les implications des relations monétaires et financières internationales sur les économies nationales, il est utile d'analyser les mécanismes

et les règles, qui organisent l'intégration des paiements internationaux dans le système des paiements nationaux. Ces mécanismes dépendent, d'une part, de la manière dont les réserves sont placées et, d'autre part, du degré de stérilisation monétaire de l'accroissement des réserves. Dans la plupart des pays non émetteurs, la stérilisation est forcément incomplète, car les marchés financiers internes ne sont pas assez profonds pour absorber les ventes massives d'actifs domestiques de la Banque Centrale en contrepartie des réserves qu'elle absorbe (M. Aglietta, L. Berrebi, 2007).

Comme l'établit un rapport de la Banque de France (2007)³⁷, la stérilisation, qui est forcément incomplète, génère des déséquilibres monétaires. Michel Boutillier, Dominique Nivat et Vichett Oung, les auteurs de ce rapport, ont montré l'existence d'un lien étroit entre création monétaire et opérations avec l'extérieur. Comme en témoignent le bilan consolidé de la Banque centrale dans lequel sont inscrits les flux annuels des créances nettes des banques sur l'extérieur et la balance des paiements, qui est fondée sur une décomposition entre les transactions courantes et les comptes financiers, ils identifient, à travers deux illustrations, que les opérations économiques avec l'extérieur ont un effet sur la création monétaire. En effet, lorsqu'un non-résident achète des biens ou des titres titre à une entreprise résidente, il règle cet achat par le débit de son compte bancaire local au profit de cette entreprise. Du côté du pays exportateur, cette opération économique entraîne une création monétaire parallèlement à la baisse des engagements extérieurs des banques résidentes ou à une augmentation des créances nettes sur l'extérieur. Pour prendre un autre exemple, lorsqu'un non-résident³⁸ souscrit un titre émis par une administration publique ou une entreprise non financière, le non-résident règle cette

³⁷ Banque de France, (2007), « L'influence des non-résidents sur la création monétaire dans la zone euro », Bulletin de la Banque de France • N° 168 • Décembre 2007
http://www.banque-france.fr/archipel/publications/bdf_bm/etudes_bdf_bm/bdf_bm_168_etu_4.pdf

³⁸ S'il est titulaire d'un compte en euro dans la zone euro, les effets que nous décrivons ne s'appliquent pas.

souscription par le débit de son compte bancaire local au profit de l'administration publique ou de l'entreprise émettrice. Il s'ensuit une hausse des engagements extérieurs bruts sur l'extérieur et un accroissement de la masse monétaire du montant des dépôts nés dans la monétisation des devises.

2.2.1.2. Illustration

A travers cette illustration, nous cherchons à déceler les dysfonctionnements du régime monétaire international en mettant en exergue les mécanismes par lesquels ils concourent à alimenter les déséquilibres mondiaux. Dans la continuité de nos écrits antérieurs, nous prendrons volontairement l'exemple de pays où les marchés financiers sont profonds pour montrer que cette spécificité n'endigue en rien les déséquilibres monétaires.

Imaginons qu'un résident américain achète des produits financiers émis par un résident français contre un paiement de 75 000 dollars. Le résident français, ne pouvant pas dépenser son dépôt en dollar en France, il est utile de connaître les mécanismes qui régissent cette opération de paiement. Le règlement du résident américain en faveur du résident français transite nécessairement par deux circuits différents reliant à l'échelon international, les banques, américaine et française. Aux extrémités de ces circuits se situent les agents non bancaires, en l'occurrence les résidents américain et français. Chaque résident est client d'une banque commerciale et chaque banque commerciale a un compte de correspondant auprès de leur homologue étranger. Ce système de correspondance bancaire fait référence aux circuits reliés entre eux à l'échelon international. Après la négociation, le résident américain donne l'ordre à la banque commerciale américaine de payer le résident européen. Sur la base de cet ordre, la banque commerciale américaine exécute l'opération de paiement en débitant le compte de son client et en transférant ce dépôt à la banque commerciale française qui est titulaire d'un compte loro chez

un correspondant américain (CFB) aux USA. Cette opération donne lieu aux nouvelles écritures suivantes :

Table 4. Banque commerciale américaine A - Destruction du dépôt sur l'importateur américain

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Compte de FED	- 75 000 \$	Compte de l'importateur américain	- 75 000 \$

Table 5. Commercial Federal Bank - Correspondant européen aux Etats-Unis³⁹ - Création du dépôt sur le compte loro de la banque commerciale française (BCF)

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Compte FED	+ 75 000\$	Compte BCF	+ 75 000 \$

Table 6 . FED – Virement du dépôt de la banque commerciale américaine à la commercial Federal Bank

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
		Compte banque commerciale américaine	-75 000\$
		Compte Commercial Federal Bank	+ 75 000\$

Comme l'établit le passif de la *Commercial Federal Bank* (table 5), qui est le correspondant américain de la banque commerciale française (avec les comptes de correspondance)⁴⁰, le dépôt du résident exportateur français est déposé sur le compte nostro de la banque commerciale française. Il ressort de ces tables que les réserves accumulées en dollar par le reste du monde demeurent dans le système bancaire américain.

Du côté de la France, les devises-dollars sont converties en euro. Bien que le cadre réglementaire ait été assoupli pour la France, nous retiendrons le cas particulier, de la centralisation des avoirs de devises par la Banque Centrale. Le résident exportateur, qui reçoit des devises-dollars en échange de ses ventes extérieures, doit vendre ses devises à sa banque commerciale pour détenir des

³⁹ Ici, dans notre exemple on supposera que la Commercial Federal Bank est le correspondant américain de la Banque Commerciale Française

⁴⁰ Chaque banque commerciale dispose d'un compte auprès de leur homologue étranger.

euros. Pour ce faire, la banque commerciale vend à la Banque de France les devises-dollars que son client lui a vendues. Elle achète des réserves monétaires en euro en compte dans la Banque de France pour la contrevaletur des dollars vendus (75 000 \$)⁴¹. La banque commerciale française accroît ses réserves monétaires en monnaie nationale (euros) en échange des dollars, qu'elle a vendus à la Banque de France. De son côté, la Banque de France détient un dépôt *en dollar* à la FED et elle a créé en contrepartie un montant équivalent d'euros⁴² à son passif. Supposons que le taux de change en vigueur est 1 \$ = 1 €, le compte courant de la banque commerciale française est crédité de 75 000 €.

Du côté des Etats-Unis, la banque commerciale américaine (Commercial Federal Bank) perd le dépôt en dollar de sa correspondante française. La banque commerciale américaine finance le tirage effectué sur elle, par sa correspondante française, ce qui réduit ses réserves auprès de la FED. Dans le livre des comptes de la FED, cette opération se traduit par une augmentation des dépôts officiels de la Banque de France en dollar et une baisse équivalente des réserves monétaires de la banque commerciale américaine. Par cette opération, la base monétaire des Etats-Unis diminue du montant de la créance que détient la Banque de France sur les

⁴¹ La Banque commerciale française pourrait convertir ses devises-dollars en euro-BNP. Or, si le client sollicite un paiement en euro, cette hypothèse suppose que le résident dépensera son dépôt en France. Le paiement du résident en faveur d'un autre résident donnera lieu à un paiement interbancaire. En effet, si le payé est client d'une autre banque, la Banque française commerciale devra convertir les « euros de la banque commerciale française » en monnaie centrale. Pour simplifier nos propos, nous supposons que la Banque commerciale française convertit directement ses devises en monnaie centrale.

⁴² Depuis l'avènement du correspondant banking, la réglementation de certains pays n'impose plus la centralisation des opérations de change à l'échelon de la Banque Centrale. Ainsi, les banques commerciales ne sont plus contraintes de faire valoir leurs devises pour créer de la monnaie nationale. Elles peuvent se fournir sur le marché des changes, auprès d'une banque commerciale, se situant dans une situation symétrique. Nous ne reviendrons pas sur ce cas de figure qui a été étudié dans le chapitre 1.

Etats-Unis et la base monétaire en France augmente de 75 000 €. Traduit en termes bancaires, nous obtenons les nouvelles écritures :

Table 7. Commercial Federal Bank - Cession des avoirs de la Banque commerciale française (BCF) à la Banque de France

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Compte FED	- 75 000\$	Compte BCF	- 75 000 \$

Table 8. FED- Cession des avoirs de la BCF à la BF

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
		Compte Commercial Federal Bank	-75 000\$
		Compte Banque de France	+ 75 000\$

Table 9. Banque Commerciale Française- conversion des devises-dollars en euro.

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Réserve en devise ⁴³	- 75000 \$		
Compte Banque de France	+ 75 000 €		

Table 10. Banque de France- monétisation des devises par voie de création monétaire.

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Avoirs en devises	+ 75000\$	Compte BCF	+ 75000€

Table 11. BCF - Création d'un dépôt dans la monétisation des devises

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
CC Banque de France	+ 75 000 €	Compte résident français	+ 75 000 €

Au regard des nouvelles écritures, et sous couvert, que le résident français sollicite un paiement en euro, la Banque de France crée de la monnaie pour régler les exportations du résident exportateur. Autrement dit, le paiement du résident américain en faveur du résident français est rendu possible par voie de création monétaire (B. Dumas, 2009, p.89).

⁴³ Ce nouveau dépôt en devises-dollar alimente les fonds de réserve de la Banque Centrale.

2.2.1.3. La création d'une monnaie sans offre

Si les mécanismes et les règles, qui organisent l'intégration des paiements internationaux dans le système des paiements nationaux, se traduisent par une création monétaire dans la monétisation des devises, il faut remarquer que les monnaies créées dans la monétisation des devises correspondent à une monnaie vide. Comme en témoignait, déjà J Rueff (1971), cette quantité additionnelle de monnaie s'assimile à une création de «*faux droits*» car elle correspond à une «*monnaie sans offre*» en France (J. Rueff, 1971). Bien que cette quantité additionnelle de monnaies puisse donner l'illusion de la prospérité aux bénéficiaires de dépôts, il faut remarquer que la somme des unités de monnaie créée emprunte leur pouvoir d'achat à d'autres monnaies, à travers la garantie de sa convertibilité en dépôts bancaires. Il en résulte, que le pays importateur, bien qu'il adresse des devises en échange de ses importations, ne paie pas sa transaction. Comme en témoignent nos écrits antérieurs, le paiement est transféré sur l'ensemble des titulaires de revenu du pays exportateur, à travers le principe de garantie de la convertibilité des devises en dépôts bancaires.

2.2.2. La paralysie du processus de résorption des déséquilibres extérieurs dans le pays centre

Après avoir mis en exergue, dans les économies du reste du monde, les déséquilibres monétaires occasionnés par les mécanismes qui régissent les règlements internationaux, il convient d'examiner les implications des investissements directs de l'étranger aux Etats-Unis sur les déséquilibres extérieurs et intérieurs américains.

Dans la continuité de l'exemple précédant, nous supposons que la Banque de France ne conserve pas son dépôt à vue non rémunérés à la FED. Elle le convertit en actifs rémunérateurs (en bons du Trésor américain). Dans les comptes de la FED, cela apparaît comme une substitution d'actif. En achetant les titres sur le grand marché des titres fédéraux par l'intermédiaire de courtier, l'action de la

Banque de France a pour effet d'augmenter la masse monétaire de l'économie américaine. Traduit en termes bancaires, cela nous donne les nouvelles écritures suivantes :

Table 12. Banque de France - Placement des réserves

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>
Compte à la FED	- 75 000\$	
Actifs rémunérateurs	+ 75000 \$	

Table 13. FED - Placement des réserves

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>
		Dépôt de la Banque de France - 75 000\$
		Réserve de la banque commerciale + 75000 \$

Table 14. Banque commerciale américaine –Placement des réserves

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>
Compte FED	+ 75 000\$	Compte du résident américain + 75 000 \$

Si on reprend l'ensemble des opérations développées jusqu'à présent, on remarque, du côté de la France, que les opérations avec l'extérieur se traduisent par une duplication des devises-dollars. D'une part, les devises – dollars accumulées par la Banque de France, sont converties en euros par voie de création monétaire. D'autre part, elles sont placées sur le marché financier américain.

Du côté des Etats-Unis, les dysfonctionnements du régime monétaire international, révélés à travers la duplication des devises-dollars, alimentent les déséquilibres extérieurs américains. En effet, à mesure que le déficit extérieur américain s'accroît, l'accumulation des devises-dollars dans le reste du monde se traduit par une demande excédentaire de titres américains. Comme les réserves en devises-dollars détenues par le reste du monde sont réinjectées dans l'économie américaine, par le canal des achats de titres financiers rémunérateurs, il en découle

que les entrées permanentes de capitaux aux États-Unis entretiennent le déséquilibre entre la demande intérieure et les capacités de production. Par voie de conséquence, pour les États-Unis, le processus d'ajustement de l'épargne et de l'investissement défendu par les optimistes est paralysé (M. Aglietta et L. Berrebi, 2007, p. 364).

Par ailleurs, du côté des investisseurs non américains, ces réserves officielles sont coûteuses, pour les pays qui les accumulent, et déstabilisantes s'ils continuent à satisfaire, sans limite, les besoins de financement du pays émetteur de la monnaie de réserve, et ce, pour deux raisons cumulatives. Premièrement, la demande excédentaire de titres notés AAA sur le marché financier américain déprime⁴⁴ naturellement le taux d'intérêt. Les États-Unis, qui s'endettent à moindre coût, sont ainsi incités à augmenter leur déficit extérieur. Il en résulte une dépréciation spontanée du dollar. Comme en témoigne P. Artus, les forces qui déprécient le dollar ne sont ni accidentelles, ni temporaires, elles se révèlent dans le déséquilibre croissant de la balance courante américaine (P. Artus, 2011a, p. 3). Deuxièmement, la demande excédentaire de titres américains entraîne une distribution asymétrique de l'offre d'actifs entre les régions (Carbellero et Krishnamurthy, 2009 in A. Benassy *et al*, 2011) puisque les détenteurs de devises – dollars privilégient les investissements et les placements sur le marché financier américain. Or, le système financier américain, qui ne produit pas suffisamment d'actifs adossés à des actifs tangibles, ne parvient pas à répondre à la demande des investisseurs. Dans ce contexte de pénurie d'actif sûr, le *shadow banking system* a été activé. Ce segment du marché financier, qui offre des actifs de qualité inférieure, non adossés à des actifs tangibles, a ainsi accru la fragilité financière.

Cette analyse pose clairement que les déséquilibres extérieurs et intérieurs résultent des instabilités financières - dépréciation du dollar, baisse du taux d'intérêt

⁴⁴ Il apparaît que la demande excédentaire de titres diminue le taux d'intérêt américain alors que « ces taux auraient dû le faire afin d'absorber les titres émis pour financer le déficit américain » (M. Aglietta et L. Berrebi, 2007, p. 364).

des actifs extérieurs et offre de titres à haut risque – occasionnées par le régime monétaire international. Les défaillances de la structure monétaire internationale laissent à penser qu'il est improbable d'observer un processus d'ajustement équilibré entre les pays excédentaires nets et les pays importateurs nets.

A ce stade du raisonnement, nous pouvons nous interroger sur la viabilité du régime de semi-étalon dollar. Comme en témoignent M. Aglietta, (2005), J. Stiglitz, (2003) et (2010b) et Christian Saint Etienne, (2003), la crise de confiance du reste du monde envers les titres américains, justifiée par la réduction des rendements des produits financiers américains et la pénurie d'actifs sûrs et sans risque, a généré des frictions sur les marchés financiers. Comme l'a révélé la crise de la dette souveraine américaine en août 2011, la réticence des investisseurs à acheter des actifs américains au même rythme, qu'auparavant pose le problème de la viabilité du régime monétaire international.

2.2.3. La compensation des dettes et des créances extérieures dans le reste du monde est entravée

2.2.3.1. La compensation des dettes et des créances extérieures dans le reste du monde est entravée sous couvert que le dollar se déprécie

Comme en témoignent nos écrits antérieurs, le régime monétaire international souffre d'un fait indéniable. Il alimente les déséquilibres extérieurs et intérieurs. Nous avons établi que, dans les pays exportateurs nets, et plus particulièrement, ceux où, les marchés financiers ne sont pas suffisamment profonds, les entrées de devises génèrent des déséquilibres monétaires (pp.71-75). A présent, il convient de montrer que ces déséquilibres perdurent en raison des instabilités financières occasionnées par le régime monétaire international.

Pour ce faire, il est utile de reprendre l'exemple développé ci-dessus et d'envisager une opération inverse en prenant en compte un paramètre important : l'évolution des taux de change. Comme depuis 2002, la parité du dollar par rapport

aux autres devises est en baisse, nous émettons l'hypothèse que le dollar se déprécie.

Supposons qu'un résident français achète des produits aux Etats-Unis pour un montant de 75 000 \$ et que le résident américain sollicite un paiement en dollar. Dans ce cas, le résident français donne l'ordre à sa banque de payer le résident américain. La banque commerciale française (BCF) transmet l'ordre à la Banque de France. Elle convertit le dépôt du résident importateur en devise-dollar au cours du marché⁴⁵.

Table 15. Banque commerciale française - Destruction du dépôt du résident français.

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>
CC à la BF	- 60 000 €	
Dépôt en devises	+ 75 000 \$	

Table 16. Banque de France

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Avoirs en devises	- 75 000\$	CC de la banque BCF	- 60 000 €

Les nouvelles écritures établissent que le système bancaire français détruit 60000 euros dans le paiement des importations d'un montant de 75 000 dollars.

En couplant les opérations d'exportation (p.75) et d'importation, les exportations, qui génèrent une entrée nette de devise de 75 000 \$, augmentent la base monétaire de 75 000 € et les importations, qui provoquent une sortie de devise

⁴⁵ « Il existe des instruments financiers qui protègent les agents des fluctuations des taux de change tels que les accords swaps de devises qui consistent à protéger une partie de sa dette à long terme libellée en devises étrangères contre les fluctuations des taux de change ou les swaps de taux d'intérêt pour gérer le risque lié aux fluctuations des taux d'intérêt et réduire ses coûts de financement. Dans les pays développés, l'impact négatif de la volatilité du taux de change sur le chiffre d'affaires des entreprises est atténué par le développement du marché des produits dérivés de couverture. Cependant, dans les pays aux systèmes financiers peu développés, les entreprises ne peuvent pas couvrir elles mêmes les risques de taux de change.» M. Aglietta, (2010), « Le dollar, le yuan et le système monétaire international », *L'Économie politique* 1/2010 n° 45, p.11

de 75 000 \$, s'accompagnent d'une diminution de la base monétaire d'un montant de 60 000 €. Bien que le solde de la balance des transactions courantes soit équilibré (exportations = importations), la base monétaire comprend une quantité additionnelle de monnaie de 15 000 euros qui n'a pas de contrepartie réelle dans l'économie. Cette étude révèle que, bien que la France détienne une promesse de paiement, qui lui octroie le droit de disposer d'une fraction de la *production* américaine, il n'en demeure pas moins, que les opérations économiques et monétaires de sens inverse ne concourent pas à la résorption des déséquilibres monétaires. Comme le mode de convertibilité des devises est soumis à une logique de marché, les instabilités financières entravent les mécanismes de compensation des dettes et des créances du reste du monde sur le pays.

2.2.3.2. La compensation des dettes et des créances extérieures des résidents sur l'extérieur est entravée sous couvert que le dollar s'apprécie

Si la destruction monétaire est avant tout le fait des résidents, un rapport établi par la Banque de France et publié en 1999, a montré que l'influence des non-résidents sur les mécanismes de destruction monétaire dans la zone euro est loin d'être négligeable. Dans les économies de plus en plus ouvertes sur l'extérieur, les échanges réels et financiers avec l'extérieur modifient considérablement les encaisses de la somme des résidents. Comme en témoigne le rapport de la banque de France (1999), « *les opérations avec l'extérieur ont détruit de la monnaie, pour environ 114 milliards d'euros en 1998 (soit près de 2 % du PIB de la zone euro), et ce, en dépit d'un excédent d'épargne sur l'investissement de l'ordre de 1,2 % du PIB dans la zone euro reflété par le solde positif de 72 milliards d'euros des transactions courantes. Ce mouvement se serait encore accéléré depuis l'introduction de l'euro. L'ampleur de ces sorties de capitaux s'explique d'abord*

par la forte croissance des flux d'investissements directs des agents non financiers à l'extérieur de la zone euro » (Banque de France, 1999)

Toujours selon ce rapport, il s'avère qu'au premier semestre 1999, « *la destruction de monnaie justifiée par les opérations avec l'extérieur était égale à 132 milliards d'euros alors que le solde des transactions courantes de la zone euro était largement positif (26,4 milliards sur les six premiers mois de 1999)* » (Banque de France, 1999, p.1). Ce rapport révèle que, bien que le solde de la balance courante soit excédentaire, les paiements internationaux différés peuvent conduire à une destruction monétaire. Nous considérons que, ce résultat est rattaché à l'appréciation du dollar. Pour le montrer, nous adoptons la même démarche que celle adoptée précédemment. Si les transactions internationales sont couplées à des intervalles de temps, durant lesquels le cours du dollar par rapport à l'euro augmente, comme ce fût le cas en 1999, les résultats de ce scénario (tableau ci-dessus) montre que les opérations avec l'extérieur ont pour effet de détruire une fraction de la masse monétaire.

	Montant des transactions	Taux de change	Variation de la base monétaire ⁴⁶
Exportation en T ₁	75 000 \$	1USD = 1€	+75 000 €
Importation en T ₂	60 000 \$	1USD = 1,35 ⁴⁷ €	- 81 000 €
Solde	+ 15 000 \$		- 6000 €

Comme en témoigne le tableau, en couplant les opérations d'exportation et d'importation, les entrées de devises générèrent une augmentation de la base monétaire de 75 000 € et les sorties de devises d'un montant inférieur provoque une destruction monétaire de 81 000€. Alors que le solde la balance courante est excédentaire, l'illustration révèle que la France enregistre des pertes (destruction nette de la masse monétaire), chaque fois qu'elle convertit des euros en dollar.

⁴⁶ Variation de la base monétaire liée aux opérations avec l'extérieur

⁴⁷ En 1998, le taux de change était de 1 EUR=1.3069 USD

Au terme de cette section, nous avons mis en exergue que le régime monétaire international est défaillant lorsqu'il s'agit de limiter les instabilités financières et les déséquilibres mondiaux. Du côté des pays émetteurs, nous avons montré qu'à mesure que le déficit extérieur américain s'accroît, l'accumulation des devises-dollars dans le reste du monde alimente les déséquilibres extérieurs. Du côté des pays usagers des devises, nous avons montré que les dysfonctionnements du régime monétaire international alimentent les déséquilibres monétaires dans le reste du monde.

Conclusion

Derrière les déséquilibres mondiaux, nous avons montré que le régime monétaire international souffre de deux faits indéniables : la volatilité des taux de change et des flux de capitaux. Cette instabilité financière entrave les mécanismes de compensation des paiements internationaux et bloque le processus d'ajustement de l'offre et de la demande de titres extérieurs.

La cause du trou noir de la balance courante mondiale se révèle dans les carences institutionnelles du régime monétaire international. Dans le régime actuel, les devises sont subordonnées à l'épreuve de convertibilité de marché. Dans un contexte marqué par la dépréciation du dollar, les effets de valorisation déclenchés par les instabilités financières ont modifié la valeur des dettes extérieures et des créances extérieures. Comme les effets de valorisation ne sont pas comptabilisés dans le compte courant (P.R. Lane et G.M Milesi Ferretti, 2006a, p.40⁴⁸), les flux de capitaux qu'ils ont occasionnés, n'ont pas de contrepartie dans la balance des paiements, si bien qu'il en ressort un déséquilibre. Cette analyse nous a permis d'identifier clairement que le mode de convertibilité des devises entrave profondément les mécanismes de compensation des dettes et des créances extérieures.

L'étude de Jaewoo Lee et Gian Maria Milesi-Ferretti a montré que la dépréciation du dollar a généré des flux de capitaux, qui ont permis aux Etats-Unis de ne pas détériorer leur position extérieure nette. Derrière le « *privilège exorbitant* » (P.O. Gourinchas, H. Rey, et N. Govillot, 2010), cette étude a révélé que l'architecture monétaire internationale est inefficace lorsqu'il s'agit d'établir des mécanismes de compensation automatiques.

⁴⁸ Comme le souligne Philip R. Lane et Gian Maria Milesi-Ferretti, le 5e Manuel de balance des paiements du Fonds monétaire international ignore les effets de valorisation, déclenchés par les mouvements des cours des actions, des taux d'intérêt ou des taux de change (Philip R. Lane et Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006a, p.40)

Du côté du pays centre, nous avons montré que les mécanismes automatiques reliant l'offre et la demande de titres extérieurs sont entravés. Les réserves en dollar du reste du monde sont réinjectées dans l'économie américaine par le canal des placements financiers. Il en résulte que les entrées permanentes de capitaux en provenance du reste du monde entretiennent le déséquilibre extérieur américain.

Du côté du reste du monde, les mécanismes de compensation des paiements internationaux entre les résidents et les non-résidents sont également défectueux. Comme les paiements des non-résidents en faveur des résidents impliquent des opérations de monétisation des devises, au taux du marché, et que les paiements des résidents en faveur des non-résidents génèrent une destruction de la monnaie nationale du fait de la convertibilité de la monnaie locale en devise, il s'ensuit que le couplement différé des opérations monétaires relatives aux exportations et aux importations génère des déséquilibres monétaires, qui se traduisent soit par une hausse de la masse monétaire ou soit par une baisse de la masse monétaire.

Chapitre 3. L'endogénéité des crises du régime monétaire international

La réflexion menée dans le chapitre 2 a établi que les déséquilibres mondiaux sont étroitement liés l'utilisation des devises dans les règlements internationaux. C'est pourquoi nous émettons que l'utilisation des devises est à l'origine des déséquilibres mondiaux. Derrière cette hypothèse, nous cherchons à répondre à une question, qui nous semble cruciale, à savoir les devises sont-elles des moyens de paiement des transactions internationales en dehors de leur zone d'émission géographique ?

L'exposé de la première section nous offrira une grille de lecture pour appréhender le deuxième volet de notre étude. Il s'agira d'examiner les effets des opérations financières sur les déséquilibres extérieurs et les instabilités des taux de change. Compte tenu de la crise d'endettement des pays avancés, qui au plus fort de la tourmente financière, fait peser un risque majeur sur l'économie mondiale, nous nous interrogeons sur la viabilité du régime monétaire international à la lumière des faits récents.

1. La nature des devises, la cause fondamentale des déséquilibres mondiaux

La définition de la nature de la monnaie ne fait pas l'objet d'un consensus entre les partisans des thèses traditionnelles et les postkeynésiens. Pour les premiers, la monnaie est un moyen d'échange et pour les seconds, elle est un moyen de paiement. Bien que les partisans des thèses traditionnelles aient relégué au second plan la réflexion relative à la nature de la monnaie, cette thèse se donne pour objectif de définir la nature de la monnaie en établissant le lien entre les déséquilibres mondiaux et la nature des devises clés.

1.1. La nature des monnaies nationales

1.1.1. Limites de la thèse défendue par les monétaristes

Les analyses traditionnelles négligent l'étude de la nature de la monnaie. Sans toute autre réflexion, il considère que la monnaie a pour principale fonction de faciliter les échanges. Milton Friedman, qui est le chef de file des thèses traditionnelles contemporaines, (1994,) avance que la monnaie est un bien patrimonial. Cette conception de la monnaie le conduit à établir un cadre théorique, qui définit les règles d'émission monétaire comme un transfert de promesse de paiement. Bien que les thèses traditionnelles imposent que les dépôts nouvellement créés soient couverts par des dépôts d'un montant égal stockés dans les comptes de banques, M. Friedman assouplit cette règle avec le principe des réserves fractionnelles. Le critère d'émission est ainsi déterminé par l'existence préalable d'une fraction d'un dépôt (M. Friedman, 1971, p. 108).

« In a fractional reserve banking system like ours, a bank does not of course have a dollar of deposit. That is why « deposits » is such a misleading term. When you deposit a dollar of cash in a bank, the bank may add fifteen or twenty cents to its cash, the rest it will lend out through another window. »

(M. Friedman et D. Rose, 2002, p. 47)

Si nous traduisons la pensée de M. Friedman, nous obtenons les écritures suivantes :

Table 17 . Bilan banque commerciale - Création d'un dépôt au sens de M. Friedman

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Actifs financiers	70	Dépôt de l'Entreprise	100
Crédit	30		

Les écritures de la table 17 établissent que le dépôt, qui exprime une promesse de paiement de la banque, est formé dans une relation bipolaire entre la banque et l'entreprise. Cette thèse étant compatible avec la conception de la monnaie-marchandise laisse entendre que les banques ne feraient que transmettre aux agents en besoin de financement des promesses de paiement sur la base de réserves, qui correspondent aux dépôts des agents à capacité de financement. Cette thèse, qui admet que les dépôts sont des promesses de paiement, soulève un problème lorsqu'il s'agit de déterminer l'origine du pouvoir d'achat. Si la monnaie est une promesse de paiement, qui apparaît indépendamment de la monétisation de la production, comment s'établit alors le lien entre la monnaie et le produit ?

L'impasse des thèses traditionnelles est surmontée par les postkeynésiens, qui reprennent pour la plupart les travaux de J.M. Keynes. Ils avancent que la relation entre la monnaie et le produit ne peut être mise en lumière qu'à l'aune d'une étude précise de l'intégration de la monnaie dans l'économie et de la nature de la

monnaie. Ainsi, ils établissent que le pouvoir d'achat est formé dans le paiement des salaires c'est-à-dire dans la monétisation de la production. Comme en témoigne M. Lavoie dans la continuité de ce qu'avancait déjà J.M. Keynes dans le *Traité de la monnaie* (J.M. Keynes, 1936/1969, pp. 114 - 115), « la monnaie est introduite dans l'économie par l'intermédiaire des activités productives des entreprises, lorsque ces activités génèrent des revenus » (M. Lavoie, 1984, p. 388). Comme l'exprime l'auteur, la monnaie, qui est introduite dans les paiements des salaires, génère des dépôts et des produits. Ce passage sous-entend également que la formation d'un dépôt engage à la fois la banque qui fournit la liquidité, les entreprises qui commandent la production, sous réserve que la banque lui accorde une ligne de crédit et les salariés qui fournissent leurs services producteurs. Sous couvert que la banque lui consente un crédit, la formation d'un dépôt peut être représentée comme suit :

Schéma 1 - Formation du dépôt

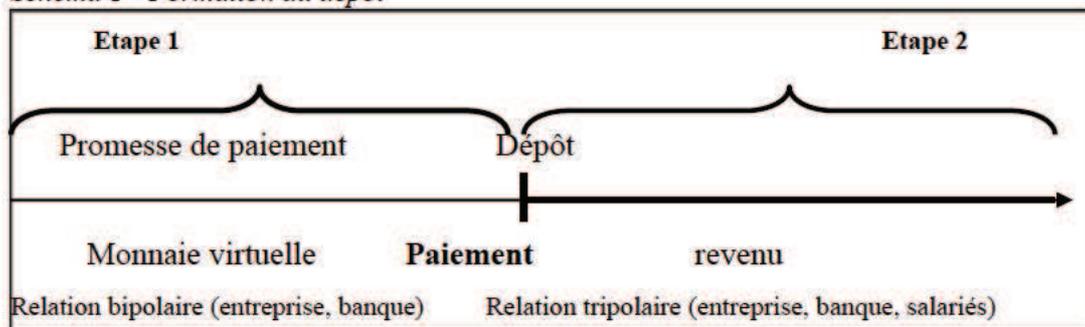
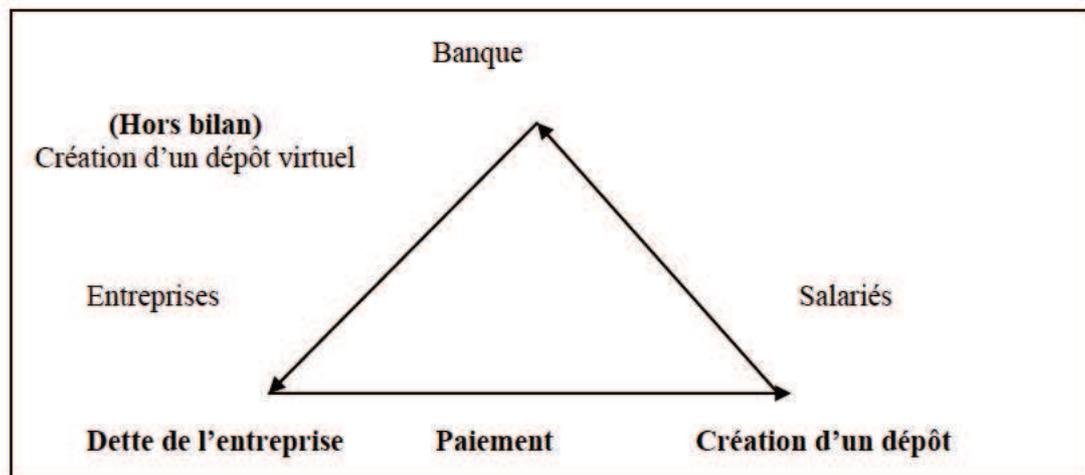


Schéma 2 - Formation du dépôt dans une relation tripolaire



Comme le montrent les schémas ci-dessus, la formation d'un dépôt dans l'économie suscite deux opérations simultanées. Avant l'opération de paiement (Etape 1), la banque ouvre une ligne de crédit en faveur de l'entreprise. Dans cette relation bipolaire entre la banque et l'entreprise, le dépôt virtuel exprime une promesse de paiement.

Table 18. Bilan d'une banque - Ouverture d'une ligne de crédit (Hors bilan)

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Crédit de l'Entreprise	+XUM	Dépôt virtuel de l'Entreprise:	+XUM

Ce « dépôt virtuel » devient effectif, dès lors que l'entreprise réalise une opération de paiement. La table 19 établit qu'au moment du paiement, les salariés détiennent une créance sur la banque et l'entreprise enregistre une dette envers la banque.

Table 19. Bilan de la Banque commerciale – Paiement du salarié

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Prêt à l'Entreprise	+XUM	Dépôt des salariés	+XUM

Les schémas 1 et 2, ainsi que la table 19 font état que les dépôts sont créés dans une relation tripolaire, dont les trois principaux intervenants sont la banque, l'entreprise et le salarié. Le dépôt nouvellement créé, au moment du paiement, exprime simultanément une dette de l'entreprise sur la banque et une créance des salariés sur la banque.

Si Milton Friedman a dévolu un rôle déterminant à l'existence préalable d'un dépôt dans la formation de nouveaux dépôts, notre analyse rompt avec les thèses traditionnelles. Alors que Milton Friedman considère que les dépôts se forment dans une relation bipolaire entre les banques et les agents en besoins de financement, nous considérons que les dépôts se forment dans une relation tripolaire entre les banques, les salariés et les banques dans le paiement des salaires.

Les revenus distribués dans l'économie expriment à la fois une forme monétaire (les dépôts) et une forme réelle (le produit). Ainsi, le pouvoir d'achat est déterminé dans le paiement des salaires.

1.2. Les devises sont-elles des moyens de paiement hors-frontières ?

Le régime monétaire international repose sur une convention selon laquelle une devise est une monnaie de paiement international, dès lors qu'elle inspire confiance. En effet, les devises clés ont un statut monétaire international du fait qu'il existe un consensus qui octroie à certaines devises l'adhésion à un projet collectif. L'objectif est de s'interroger sur la validité de cette convention. Si les monnaies nationales sont des moyens de paiement au sein de leur zone d'émission, le sont-elles en dehors de leur zone d'émission ? S'interroger sur cette problématique revient à se demander d'une part, si les devises émises hors-frontières naissent dans des opérations de paiement comme c'est le cas au sein de leur zone d'émission et d'autre part, si les pays émetteurs éteignent leurs obligations sur l'extérieur, dès lors qu'ils règlent leurs dettes extérieures avec leurs propres devises ?

Pour répondre à ces questions, il est utile de prendre appui sur un exemple. Supposons que les Etats-Unis importent des produits au reste du monde et que la devise dollar soit acceptée dans les paiements internationaux. Dans ce cas, le règlement des transactions internationales est établi dans une relation bipolaire. Les Etats-Unis adressent au reste du monde des devises-dollars en échange de valeurs réelles ou financières. Traduit en termes bancaires, nous obtenons les écritures suivantes :

Table 20. *Système bancaire américain - Formation d'une dette extérieure-*

Système bancaire du pays A	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
	Dépôt de la banque commerciale A - XUM\$
	Dépôt de la Banque Centrale du pays R + XUM\$

Table 21. *Système bancaire du reste du monde - Formation d'un dépôt en devise-dollar détenus par le reste du monde et localisé aux Etats-Unis*

Système bancaire du reste du monde	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
Avoirs en devises + XUM\$	Dépôt de la banque commerciale + XUMR

Comme en témoignent les écritures bancaires, les Etats-Unis (c'est-à-dire les résidents américains) cèdent au reste du monde des devises-dollars, qu'ils ont eux-mêmes acquis dans leur pays en échange de contreparties réelles ou avec l'obligation de les rembourser rapidement. Bien que le reste du monde ait augmenté ses réserves en devises, nous observons que les Etats-Unis adressent au reste du monde une simple promesse de paiement. Autrement dit, l'intervention de leur propre monnaie dans les règlements internationaux a pour effet de maintenir leur dette extérieure des Etats-Unis sur le reste du monde.

Du côté du reste du monde, les pays exportateurs, qui *reçoivent* des promesses de paiement ou des devises-dollars, par l'intermédiaire du support de la monnaie scripturale (table 21), sont contraints de monétiser les devises (déposées aux Etats-Unis) en monnaie nationale. Cette quantité additionnelle créée dans la monétisation des devises montre que les devises sont dupliquées en monnaie nationale. Cette quantité additionnelle, qui correspond à une monnaie sans offre produit des déséquilibres monétaires dans le reste du monde.

Cette conclusion nous amène à dire que les dysfonctionnements de l'architecture monétaire internationale occasionnent des déséquilibres macroéconomiques. S'agissant plus particulièrement de l'origine de ces déséquilibres, nous considérons que la structure monétaire internationale, qui est privée de moyen de paiement des transactions internationales, ne permet de finaliser les paiements internationaux. C'est pourquoi, le régime actuel devrait tendre vers un système comparable au système des paiements nationaux de sorte que les paiements internationaux s'établissent dans une relation triangulaire.

L'intervention d'un autre agent, qui n'est autre qu'une banque de compensation internationale à qui, on appliquerait les règles du clearing, permettrait de garantir la finalisation des paiements internationaux.

2. Duplication des devises, déséquilibres extérieurs et instabilité des taux de change

Nous venons de révéler que l'imperfection majeure de l'architecture financière internationale est déterminée par la nature des devises. Les devises, n'étant pas des moyens de paiement, sont des promesses de paiement en dehors de leur zone d'émission. La question qui se pose est de savoir si la volatilité des taux de change et les mouvements excessifs de capitaux internationaux trouvent leur origine dans l'utilisation des devises. Autrement dit, les imperfections du régime monétaire international sont-elles liées à la nature des devises ?

2.1. Position du problème : l'écart entre le déficit cumulé de la balance courante américaine et les réserves mondiales

Sous le régime de Bretton-Woods, seuls les Etats-Unis avaient le pouvoir exorbitant de fournir de la liquidité internationale (M. Aglietta et L. Berrebi, 2007, p. 371), si bien qu'initialement, la liquidité internationale était liée à l'évolution des déficits courants cumulés des Etats-Unis. Jusqu'à la fin des années 60, le parallélisme entre les évolutions des réserves mondiales en dollar et le déficit cumulé de la balance américaine était troublant. La relation marquante entre ses deux variables donnait à penser que la liquidité internationale était limitée à la « *mise en circulation de dollars en dehors des Etats-Unis, devenus propriétés des non-résidents* » (R. Carvallo, 1971, p. 620). C'est ainsi que les économistes imputaient la hausse de la liquidité internationale (libellée en dollar) à la hausse du déficit cumulé américain.

Or, depuis l'avènement du marché des eurodollars, les chiffres infirment cette proposition. Observé pour la première fois en 1965 par Kindleberger, il s'avère que «*la comparaison de la progression des réserves mondiales en dollar et du déficit courant américain soulève quelques questions. Il est tout à fait possible que la progression de réserves officielles en dollar dépasse l'ampleur du déficit courant, auquel cas elle finance obligatoirement plus que le déficit. Effectivement, à la fin des années 60, où cette différence a été observée pour la première fois, le solde courant américain était excédentaire* » (Kindleberger in Robert McCauley, 2005, p. 71.) En partant d'une étude empirique, le rapport trimestriel de la banque des règlements internationaux (2005) établi par Robert McCauley a mis en exergue que la hausse du montant des déficits cumulés était moindre que l'accroissement du montant des réserves mondiales en dollar. Cet écart a suscité une vague d'interrogations. Si la liquidité internationale était essentiellement composée de dollars détenus par les non-résidents⁴⁹ à la suite du déficit cumulé de la balance des paiements de ce pays, l'écart entre la somme des dollars hors frontières et le déficit extérieur cumulé des Etats-Unis, nous amène à supposer qu'au-delà du système bancaire américain, il existerait un circuit monétaire indépendant comportant l'émission d'une *quasi monnaie*.

Pour mettre en lumière la signification de cet écart, il faut procéder à une ventilation de la liquidité internationale. Au sens de P. Prisset & A. Piquemal, la liquidité internationale revêt deux formes (P. Prisset & A. Piquemal, 1993, p. 162). Au sens strict, la liquidité internationale désigne la somme des avoirs en devises - dollars détenues par les Banques Centrales et les banques commerciales du reste du monde. Cette somme d'unités de devises - dollars définit la somme des dettes comptabilisées des Etats-Unis envers le reste du monde. Au sens large, la liquidité internationale inclut également une deuxième forme de liquidité : les eurodollars.

⁴⁹ Par non résident, il faut entendre aussi bien les banques centrales et les banques commerciales non américaines.

Pour distinguer les devises-dollars, des eurodollars, il faut revenir sur l'histoire des eurodollars. Bien qu'il existe une discordance quant à la date de l'avènement des eurodollars, tous s'accordent sur le fait que le dollar serait à l'origine des eurodollars. Pour certains, son arrivée date de la moitié du XXe siècle. En effet, l'importation massive des capitaux étasuniens liée au plan Marshall aurait favorisé l'ouverture d'eurocomptes. Il serait apparu plus pratique aux opérateurs américains d'ouvrir des comptes en dollar hors des Etats-Unis que d'exporter des dollars convertis dans les monnaies locales. Pour d'autres, la date d'apparition des eurodollars remonte aux années 60. Quant éclata la guerre de Corée, la Russie redoutait le blocage des avoirs soviétiques aux États-Unis. C'est pourquoi, il transféra ses dépôts à la City de Londres, sans les convertir en livres sterling, qu'il jugeait peu solides. Puis, la pratique s'est généralisée avec l'afflux des pétrodollars dans les années 70.

Au regard des faits, ce marché des eurodollars a été créé, organisé et animé par les banques commerciales (Ferras Gabriel, 1971, p. 69) et plus particulièrement par les banques londoniennes. Si la délocalisation des dépôts en dollar a contribué au développement du marché des eurodollars, ces transferts de dépôts ont été intensifiés et cela a donné naissance au développement d'une « technostructure financière transnationale » (A. Samuelson, 1991, p. 171-172). Les banques privées transnationales (BTN), ayant l'exclusivité d'exécuter les règlements internationaux par la création et le transfert de devises à travers leur réseau de « correspondants », ont contribué au développement d'un système bancaire transnational. Ce réseau, qui a pris de l'ampleur en raison de l'élargissement du nombre d'intervenants, a offert aux banques du monde entier la possibilité de détenir un eurocompte.

A ce stade du raisonnement, la question qui se pose est de savoir si derrière cette « technostructure financière transnationale », il existe un système bancaire autonome du système bancaire américain. A priori, si les banques transfrontalières non américaines consentent des crédits à des résidents non américains et que les

utilisateurs finaux emploient leurs eurocrédits pour régler des résidents américains, dans ce cas de figure, les banques non américaines doivent faire valoir leurs créances à la demande des ayants droits. Cette opération de crédit étant réglée par voie de virement bancaire est purement financière. Dans ce cas, les transactions financières impliquent les résidents américains et les résidents non américains montrent qu'il n'existe pas à proprement parler un instrument de règlement spécifique aux eurobanques, distinct du dollar interne⁵⁰. Or, qu'en est-il des opérations financières internationales se développant indépendamment du pays centre ? Cette question nous oriente sur une nouvelle voie.

2.2. Décentralisation de la structure monétaire internationale, duplication et déséquilibre extérieur

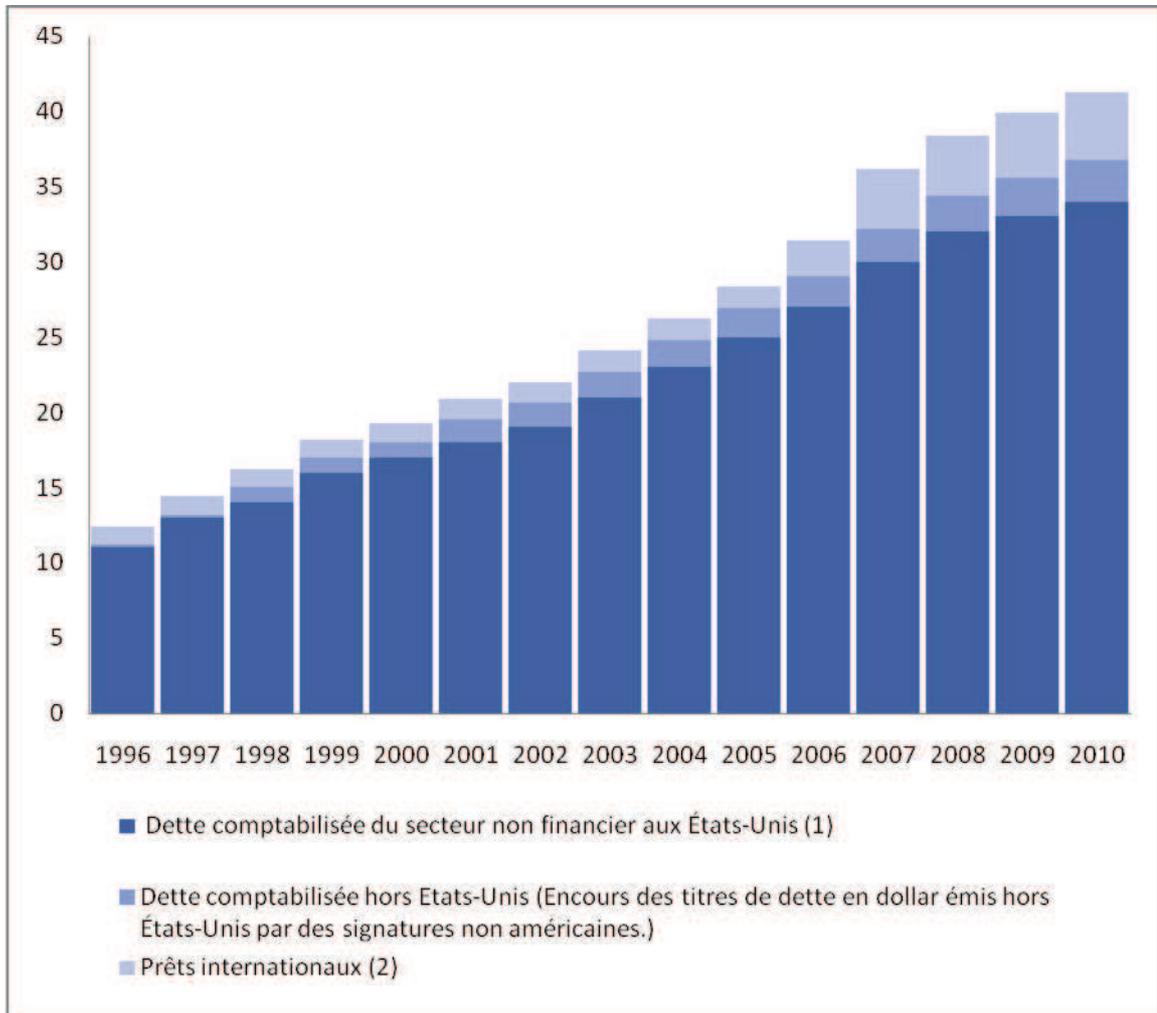
Pour expliquer l'écart entre la liquidité internationale en dollar et le déficit cumulé du compte courant, il faut prendre en compte les singularités de la « *technostructure financière transnationale* ». Cette dernière comprend un segment bancaire autonome du système bancaire américain, qui élargit le pouvoir d'émission des eurodollars aux banques transfrontalières pourvues qu'elles disposent d'une base qu'elles n'auraient plus qu'à dupliquer. En effet, sous couvert que les utilisateurs finaux ne fassent pas valoir leurs créances sur les banques américaines (voir aussi R. Carvallo, 1971, p. 620), les banques transnationales

⁵⁰ Toutefois, cette pratique peut être rattachée à la crise d'endettement que l'on connaît actuellement. En effet, si les détenteurs des eurodépôts en eurodollars (les clients des eurobanques) font valoir leur droit auprès des banques transfrontalières avant le terme du prêt des eurocrédits alors que celles-ci ont déjà fait valoir ce droit dans des opérations d'intermédiations financières, faute de dépôts, les banques se trouveraient en défaut de paiement, sous réserve que les banques américaines refusent l'ouverture d'une ligne de crédit en eurodollars. Dans le contexte de crise de l'endettement et à la crise de confiance des banques américaines envers les banques européennes, les banques transfrontalières risquent de se trouver dans une situation de défaut de paiement. Compte tenu du poids du marché des eurodollars, les conséquences économiques, politiques et sociales seraient incommensurables. Nous développerons ce point ultérieurement.

peuvent créer des promesses de paiement indépendamment du système bancaire américain. C'est ce que semble affirmer M. Allais lorsqu'il écrit que « *toutes les difficultés rencontrées résultent de la méconnaissance d'un fait fondamental, c'est qu'aucun système décentralisé d'économie de marchés ne peut fonctionner correctement si la création incontrôlée ex nihilo de nouveaux moyens de paiement permet d'échapper, au moins pour un temps, aux ajustements nécessaires. Il en est ainsi toutes les fois que l'on peut s'acquitter de ses dépenses ou de ses dettes avec de simples promesses de payer, sans aucune contrepartie réelle, directe ou indirecte, effective* » (M. Allais, 2002, p. 73). Jacques Rueff (1971) qui est le premier économiste à évoquer ce problème disait déjà à l'époque que « [...] tout déficit de la balance des paiements d'un pays dont la monnaie est retournée, par les banques d'émission qui la reçoivent, à son point de départ (Etats-Unis et, à l'intérieur de la zone sterling, Angleterre) produit une véritable duplication des bases du crédit dans le monde » (J. Rueff, 1971, p. 28). A travers cette citation, l'auteur sous-entend qu'au-delà du système bancaire américain, il existerait un marché des eurodollars autonome du système bancaire américain, qui élargirait le pouvoir de création des eurodollars aux banques transfrontalières sous couvert qu'elles disposent d'un dépôt en dollar auprès d'une correspondante américaine et que les emprunteurs ne fassent pas valoir leurs eurodépôts auprès des banques américaines.

Dans le même sens, les statistiques relatives à l'évolution de la liquidité internationale corroborent cette proposition. Comme le révèle le graphique 6, la part des dettes comptabilisées hors Etats-Unis dans le total des crédits en dollar octroyés au secteur non financier à travers le monde a été multipliée par 2 entre 2000 et 2010.

Graphique 6. Liquidité en dollar dans le monde en volume (en milliers de milliards de dollars)



Source des données : BRI, 2011, p. 51 ⁵¹

⁵¹ BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX, (2011), 81e Rapport annuel 1er avril 2010–31 mars 2011, Bâle : BRI, Bâle, 26 juin 2011.

1) Titres de dette, crédits hypothécaires, prêts bancaires, papier commercial, crédits à la consommation, emprunts d'État, autres prêts et avances ; hors crédits commerciaux, prêts aux fins de portage de titres, financements par actions)

2) Prêts internationaux (Prêts transfrontières et locaux en dollar accordés au secteur non bancaire hors États-Unis. Prêts locaux en dollar au secteur non bancaire : pour la Chine, le chiffre reprend les données nationales sur le total des prêts en devises, en supposant que ces prêts sont libellés en dollar à hauteur de 80 % ; pour les autres pays non déclarants, est retenu, en première approximation, le total des prêts en dollar des banques déclarantes BRI aux banques locales.)

Pour mettre en lumière les mécanismes par lesquels les devises-dollars se dupliquent dans des opérations de crédit, il est utile d'apporter une illustration. Imaginons qu'un résident américain achète des produits financiers à un résident français pour un montant de 1000 dollars. Nous supposons que le résident français, qui est titulaire d'un eurocompte auprès d'une banque commerciale française, sollicite un paiement en dollar. Pour régler son homologue, le résident américain donne l'ordre à sa banque commerciale de payer le non-résident. Sur ordre de la banque commerciale, la FED débite le compte de la banque commerciale et elle crédite le compte de la *commercial Federal bank*, qui est le correspondant américain aux USA de la banque commerciale française chez qui elle détient un compte loro. Les comptes ci-dessus récapitulent l'ensemble des nouvelles écritures aux Etats-Unis :

Table 22. Banque commerciale américaine- Paiement du résident américain

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Compte FED	- 1 000\$	Dépôt à vue de l'importateur américain	-1 000\$

Table 23. Correspondant français aux Etats-Unis⁵²- virement du dépôt de la banque commerciale américaine en faveur de la banque commerciale française

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Compte FED :	+ 1 000\$	Compte de la banque commerciale française	+ 1000 \$

Table 24. FED – Paiement interbancaire de la BCA en faveur de CFB-

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
		Compte de la banque commerciale américaine	- 1 000 \$
		Compte de la Commercial Federal Bank	+ 1 000 \$

⁵² Ici, dans notre exemple on supposera que la Commercial Federal Bank est le correspondant américain de la BCF

Table 25. Banque commerciale française - Compte Nostro à la CFB – paiement du résident français -euro-compte

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
avoirs à la CFB	+ 1 000 \$	Compte du résident français	+ 1 000 \$

Comme en témoigne la table 24, le dépôt en dollar du résident français est déposé dans le compte de la banque commerciale américaine, qui est le correspondant de la banque commerciale française. La banque commerciale française augmente ses réserves en devise-dollar. A supposer que le résident français ne convertisse pas son dépôt en dollar interne, la banque commerciale française peut octroyer des eurocrédits. Par exemple, si elle octroie des crédits à un résident allemand, et que dernier décide de ne pas les placer aux Etats-Unis où la rentabilité est moins intéressante comparativement aux autres pays, mais de les redéposer dans une banque londonienne, la banque commerciale française crée ainsi de nouvelles promesses de paiement entièrement gagées sur un avoir qu'elle détient aux Etats-Unis. Comme l'attestent les tables 26 et 27, cette opération financière qui se développe indépendamment du pays centre, engendre la formation des nouvelles promesses de paiement en eurodollars qui viennent nourrir le marché des eurodollars.

Table 26. Bilan de la banque commerciale française - Opération d'intermédiation financière internationale

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Prêt au résident allemand	1000 \$	Dépôt de la banque londonienne	1000 \$

Table 27. Bilan de la Banque à Londres – duplication des eurodollars

<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Compte auprès de la BCF	1000\$	Actif rémunéré du résident allemand	1000 \$

La cause fondamentale de cette duplication des bases crédits trouve sa source dans la nature des devises. Cette quasi monnaie non adossée à des actifs tangibles est une promesse de paiement, qui se duplique indépendamment des activités

productives. Par conséquent, le système bancaire transnational peut concourir à la multiplication des promesses de paiement par des opérations de crédit. N'étant pas sous le contrôle des Etats (M. Aglietta & L. Berrebi, 2007, p. 365), et subséquemment n'étant pas sujettes à des règles prudentielles comparables à celles établies dans le cadre des activités bancaires et financières nationales, les banques transfrontalières peuvent créer cette quasi-monnaie sans détenir pour autant les dollars internes. Cela favorise les effets inflationnistes. C'est ce que semble affirmer Alain Barrère, lorsqu'il écrit que le *«manque de monnaie centrale internationale a abouti à la création de quasi monnaie, lesquelles à la suite de la convertibilité extérieure peuvent se multiplier sans le contrôle des autorités monétaires nationales. Ceci a ouvert la voie à l'aventure inflationniste des eurodollars (Alain Barrère, 1985, p.510).* Avec les effets de leviers, ces activités financières exacerbent les déséquilibres extérieurs, les flux de capitaux et la volatilité des taux de change.

2.3. La duplication des bases de crédit exacerbe les déséquilibres extérieurs.

L'accroissement du volume des flux de capitaux internationaux et les imperfections de l'architecture monétaire internationale actuelle interagissent pour amplifier les déséquilibres mondiaux. L'importance et la volatilité des flux de capitaux ont accentué les déséquilibres des comptes courants tant par leur ampleur que par leur persistance. En nous appuyant sur la présentation monétaire de la balance des paiements, nous observons que l'expansion de crédits non adossés à des actifs réels est rendue possible sur le marché financier international. Comme en témoigne l'exemple ci-dessus, il est intéressant de constater que les banques, indépendamment du pays centre, peuvent consentir des crédits qui ne s'appuient pas sur l'épargne réelle. Ces crédits, qui ne sont pas directement investis dans des activités productives favorisent le développement des activités spéculatives. De même, derrière l'expansion de crédits non adossés à des actifs réels, nous sommes

forcés de constater que les déséquilibres extérieurs s'accroissent à chaque fois que les devises-dollars sont dupliquées dans des opérations de prêts. En l'occurrence dans l'exemple développé plus haut, on peut remarquer que la créance que la France détient sur les Etats-Unis se dédouble. Elle exprime à la fois la dette extérieure brute des Etats-Unis sur la France et la dette extérieure brute de l'Allemagne sur la France.

Derrière cette inanité latente du régime monétaire international, nous révélons à travers ces mécanismes que faute de monnaie internationale, la duplication des devises dans les opérations financières exacerbe les déséquilibres extérieurs.

2.4. La libéralisation financière accentue les instabilités observées sur le marché des change

La montée des déséquilibres mondiaux ne se limite pas aux balances des paiements courants. La progression des déséquilibres mondiaux renforce les tensions sur le marché des changes et accentue les fluctuations erratiques des taux de change. Les instabilités excessives des taux de change et la volatilité des flux de capitaux sont des évolutions marquantes de ces dernières années. Bien que la littérature économique admette à une large majorité, à travers de nombreux modèles que les fluctuations erratiques des taux de change, s'expliquent par les différentiels de taux d'intérêt, les différentiels de taux d'inflation, les primes de risque, les déséquilibres de la balance des paiements et les comportements spéculatifs, nous pensons que la cause principale des fluctuations des taux de change réside dans la nature des devises (A. Cencini, 2000). Dans le régime actuel, les devises, qui sont des objets d'échange, sont soumises au mode de convertibilité propre aux mécanismes de marché. C'est pourquoi, nous n'étudierons pas ces modèles car nous pensons que les fluctuations des taux de change s'expliquent par l'absence d'une monnaie internationale.

Toutefois, il n'est pas inutile de mettre en exergue que les fluctuations erratiques des taux de change ont été accentuées avec les vagues de libéralisation financière qui ont été entreprises aux Etats-Unis. Engagée très tôt aux Etats-Unis avec le démantèlement progressif des mesures protectrices héritées de la Grande Dépression et plus particulièrement avec l'abolition du plafonnement de la rémunération des dépôts bancaires imposé par le Congrès avec le vote du « *Glass-Steagall Act* » en 1933, la déréglementation financière s'est répandue sur la plupart des places financières. La plupart des pays avancés ont progressivement libéralisé le secteur bancaire en supprimant les contraintes réglementaires qui pesaient autrefois sur les taux débiteurs et créditeurs (Kaminsky et Schmukler, 2002) et en éliminant graduellement les barrières structurelles qui fragmentaient les différentes activités des établissements financiers, ce qui a contribué *in fine* à décloisonner les compartiments des marchés des capitaux⁵³. Ce nouveau paysage financier a accentué les flux de capitaux internationaux, si bien que les opérations de change sur le marché des capitaux ont été multipliées par 4 entre 1992 et 2007.

Tableau 7. Volume des transactions journalières de change

Années	1992	1995	1998	2001	2004	2007
Montants	880	1150	1750	1510	2110	3475

Source : BRI⁵⁴

Le mouvement de désintermédiation financière a également élargi le nombre croissant du nombre d'intervenants sur les marchés des capitaux avec l'entrée de nouveaux acteurs en particulier, les investisseurs institutionnels tels que les *hedge*

⁵³ Avant le décloisonnement des marchés financiers amorcé en 1980 dans la plupart des pays avancés, les établissements financiers étaient soumis à une séparation stricte de leurs métiers. Cette distinction, héritée de la crise des années 1930 cloisonnait les activités des banques commerciales à celles des banques d'investissement. De même, les activités des établissements bancaires étaient bien distinctes de celles des assurances. De ce fait, les circuits de placements et de financement étaient bien distincts.

⁵⁴ BRI (2008), p. 94.

*funds*⁵⁵ et plus récemment les banques centrales des pays émergents, si bien les forces du marché se sont modifiées. Ces nouveaux acteurs dont le nombre d'intervenants a été multiplié par deux entre 1998 et 2007 (graphique 8), agissent de manière concentrée avec une publicité massive, si bien qu'ils peuvent orienter le marché dans le sens, qui leur convient en ayant recours aux effets de levier (M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, 2010, p. 228).

Tableau 8. Intervenants sur les marchés de changes (transactions au comptant)

Années	1998	2001	2004	2007
Courtiers déclarants	347	218	310	426
Autres établissements financiers	121	111	213	394
Clientèle non financière	99	58	108	184

Source: BRI⁵⁶

Ces fonds d'arbitrage, étant peu sensibles (moins que les macro-fonds) aux fluctuations économiques, peuvent prendre des positions importantes à l'échelle des petits marchés émergents en pariant sur le taux de change anticipé d'une paire de devise pour engranger des plus-values substantielles (M. Aglietta, S. Khanniche et S. Rigot, 2010, p. 282). Par des opérations de portage ou *carry trade*⁵⁷ rendues possibles par la libération du compte de capital et l'ouverture des marchés financiers et l'internationalisation des portefeuilles, les fluctuations des taux de change se sont accentuées. Sans constituer pour autant la cause fondamentale, la libéralisation financière a constitué un puissant accélérateur de la volatilité excessive des taux de change (graphique 2, p. 57), sous l'effet des interactions saccadées des différents systèmes financiers, si bien qu'il est très incertain que le marché financier mondial caractérisé par des tensions continues entre des systèmes

⁵⁵ Ces fonds qui sont des organismes de placements privés sont exemptés de la plupart des obligations de déclaration et de publicité imposées aux banques et aux fonds communs de placement.

⁵⁶ BRI, «Marchés des changes», 78e Rapport annuel de la BRI, juin 2008, p. 95.

⁵⁷ Le *carry trade* désigne au sens stricto sensu une stratégie à fort effet de levier qui consiste à emprunter des fonds à faible taux dans une monnaie pour effectuer des placements dans d'autres devises afin de tirer parti des gains liés aux différentiels de taux d'intérêt.

financiers nationaux extrêmement différents conduise à une stabilité durable des marchés de change.

En définitive, le volume excessif de flux de capitaux internationaux et les imperfections du régime monétaire international interagissent pour créer également une instabilité financière, qui se manifeste sur le marché des changes. En effet, le régime monétaire international est dépourvu de monnaie internationale commune⁵⁸ et consécutivement, il est privé de mécanismes de compensation multilatérale des dettes et des créances extérieures. Ces carences institutionnelles, qui favorisent la duplication des bases de crédit dans le reste du monde, à travers les opérations financières entreprises par un système bancaire indépendant du pays centre, ont renforcé les effets inflationnistes et les déséquilibres extérieurs.

3. La fin du régime de semi-étalon dollar?

Dans la configuration du régime monétaire international, nos écrits antérieurs révèlent que le régime actuel souffre de faits indéniables. Les dysfonctionnements de la structure monétaire internationale génèrent des déséquilibres majeurs. Au plus fort de la tourmente financière révélée avec la crise des *subprimes* 2007-2008 et les crises d'endettement des pays développés, la viabilité du régime monétaire international est de plus en plus contestée. Les déséquilibres mondiaux, ayant atteint des niveaux record, inquiètent, car l'interconnexion des systèmes financiers nationaux multiplie les effets de contagion en cas de crise.

⁵⁸ Cf. L.P Rochon and S. Rossi (2011), "The 2007-2009 Economic and Financial Crisis: An Analysis in terms of monetary circuits", in *Economic Journal of Economic and Social Systems*.

3.1. Récession économique et crise de la dette aux Etats-Unis et dans la zone euro

Dans le contexte de crises actuelles, dont les premiers signes inquiétants ont été révélés en 2007 – 2008, dans les pays avancés, les crises souveraines des pays développés sonnent-elles le glas de la fin du régime actuel ? Pour mettre en lumière les déséquilibres qu'occasionnent la structure monétaire internationale, il n'est pas inutile de revenir sur les événements qui ont suivi la crise de 2008.

Avant que la crise de 2007 n'éclate, le régime monétaire international souffrait déjà, à l'époque, de la pénurie d'actifs sûrs. Le régime financier américain, ne produisant pas suffisamment d'actifs sûrs « authentiques », a été incité à fabriquer des actifs par la titrisation d'actifs de qualité inférieure, au prix d'une fragilité financière fortement accrue. Pour répondre à la demande des investisseurs étrangers, les banques américaines, ayant activé, le *shadow banking system*, ont eu recours massivement aux dérivés de crédit, comme d'autres innovations majeures telles que la titrisation des créances. Comme en témoigne le tableau 9, aux Etats-Unis, les opérations de titrisation ont augmenté de 62 % entre 2005 et 2007.

Tableau 9. Le marché de la titrisation aux Etats-Unis (en milliards de dollars)

Années	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Titrisation	4400	4750	5350	6200	6750	6800	7350	8400	10050

Source: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)⁵⁹

Dans une étude rétrospective, il est apparu que ces opérations ont été un puissant instrument de gestion et de diffusion des risques » (Boyer, R., Dehove,

⁵⁹ Artus, J. P. Betbéze, C. De Boissieu, et G. Capelle-Blancard, *La crise des Subprimes*, Conseil d'Analyse Economique (CAE), La documentation française, Paris, 2008, p. 38-39.

M., Plihon, D, 2004, p.135). En titrisant⁶⁰ leur portefeuille de prêts (les crédits *subprimes*), les banques américaines ont renouvelé leurs fonds en transférant le risque des crédits sur les marchés financiers (H. Bourguinat et E. Brys, 2009, p. 23). Les conséquences ont été désastreuses en raison des pertes considérables subies par les intermédiaires financiers. Cette fragilité est devenue apparente lorsque l'architecture de la titrisation s'est effondrée sous le poids des excès en matière d'endettement et de transformation d'échéances. Cette crise, occasionnant des pertes estimées en janvier 2009 par le FMI à 2.200 milliards de dollars, a ainsi entraîné une chute de la capitalisation boursière de l'ordre de 30.000 milliards de dollars (A. Cartapanis, 2009a, p.2).

La crise de 2008 englobe à la fois une crise du régime monétaire international et une crise bancaire et financière. Pour lever le risque de contagion de la crise des *subprimes*, les Etats-Unis et la zone euro ont été contraints d'instaurer des plans de relance pour protéger le secteur bancaire et soutenir les secteurs clés de leurs économies. Pour les financer, les Etats-Unis ont injecté de la liquidité sur le marché monétaire. La FED, en qualité de prêteur en dernier ressort, a mis en place des plans de sauvetage pour éviter aux banques dont les actifs se sont dévalorisés brutalement et dont le passif devait être refinancé à des coûts rapidement croissants, de connaître le même sort que Lehman Brothers.

Du côté de la zone euro, les Etats ont emprunté massivement sur le marché financier international. En effet, le traité de Lisbonne (article 123) interdisant aux administrations publiques d'emprunter directement auprès de la Banque Centrale,

⁶⁰ La titrisation est une opération financière qui consiste à transformer des prêts bancaires traditionnellement illiquides en titres aisément négociables sur des marchés, par l'intermédiaire d'une entité juridique ad hoc. Le plus souvent, la banque à l'origine des prêts les cède à un véhicule spécifique (special purpose vehicle ou SPV) qui finance cette acquisition en émettant des titres sur les marchés. Cette opération est connue sous le nom d'asset management (O. Brossard, 2001, p. 251- 257). Ce moyen de refinancement (P. Artus, 2008) est moins coûteux, à condition de disposer des créances de bonnes qualités.

les Etats ont recherché des conditions de financement très avantageuses sur le marché financier international, comme le ferait n'importe quel agent économique. Ce marché, offrant des taux d'intérêt très compétitifs par rapport à ceux proposés sur le marché européen, les Etats ont profité des différentiels du taux d'intérêt en empruntant auprès de banques non résidentes. Comme le révèle le tableau ci-dessus, en 2009, 53% de la dette publique cumulée était financée par des non-résidents (tableau 10).

Tableau 10. Détention de la dette publique par les résidents et les non-résidents

Détenteurs	Résidents (secteur financier domestiques et autres)	Non-résidents
Zone euro	47 %	53%
Etats-Unis	70%	30%
Royaume Uni	71%	29%
Japon	92%	8%

Source : Statistiques des banques centrales, 2009

Bien que les plans de sauvetage aient été massifs, ces mesures n'ont pas stimulé la croissance économique. D'après le graphique 7, le taux de croissance économique de la plupart des pays avancés par rapport à celui qui a précédé la crise de 2007 est en baisse.

Graphique 7. Croissance mondiale actuelle comparée à la moyenne avant la crise (Écart en points de pourcentage des taux de variation annuelle composés entre 2011–12 et 2000–07)

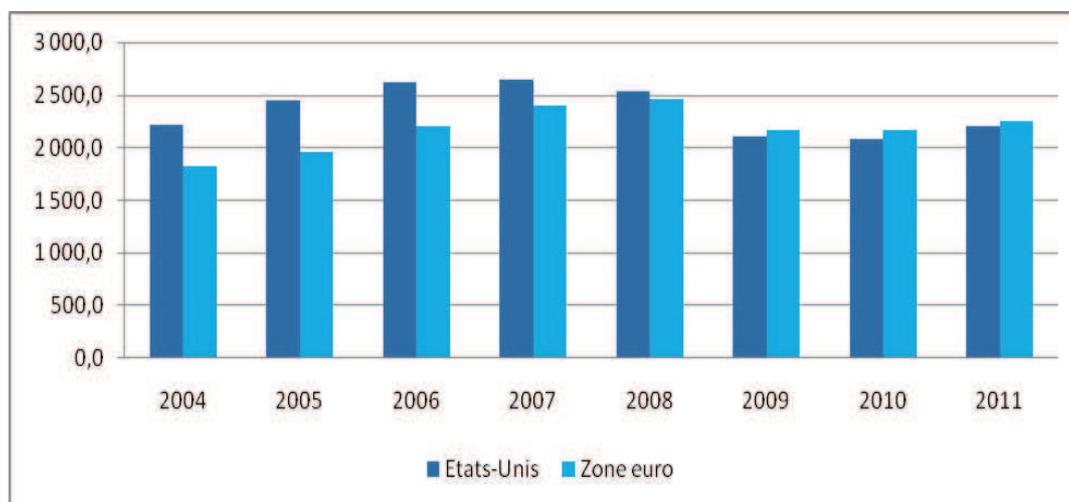


Source : FMI, 2011a, p. 73

Pour décrypter la persistance de la crise économique, il n'est pas inutile d'établir un lien avec la crise du secteur bancaire. En raison de la crise économique, la baisse de la demande globale et la hausse de l'endettement des entreprises ont réduit la confiance des prêteurs dans les cash-flows futurs. Par conséquent, pour couvrir les risques encourus dans les prêts, les banques ont élevé leurs taux d'intérêt⁶¹. Les unités productives, étant devenues plus vulnérables à la hausse brutale des taux d'intérêt, ont réduit leurs investissements (graphique 8). Le niveau élevé du taux d'intérêt, apparaissant comme l'une des caractéristiques essentielles de la baisse significative des investissements productifs a détérioré le processus de reprise de l'activité économique.

⁶¹ (cf modèle de H. P. Minsky, 1986, p. 193

Graphique 8. Investissement total des entreprises (Formation brute de capital fixe aux prix et PPA courants)



Source : OCDE, tableaux-clés de l'OCDE, 2012

Subséquemment, la baisse de la production aux Etats-Unis comme en Europe a impacté négativement les finances publiques. Faute de croissance économique, la baisse des recettes publiques (justifiée par le ralentissement de l'activité économique et la défiscalisation croissante des entreprises et des ménages), conjuguée à la hausse des dépenses publiques ont eu pour conséquence d'aggraver le niveau d'endettement de l'Etat central américain et des Etats de la zone euro. Comme l'atteste le tableau 11, le taux d'endettement brut des administrations publiques américaines a augmenté de 35 points entre 2007 et 2011. Le taux d'endettement brut des administrations publiques européennes a augmenté de 8 points entre 2009 et 2011. En effet, les plans de sauvetage de la finance et surtout la récession économique provoquée par la crise bancaire et financière ont fait passer le déficit public moyen de la zone euro de 0,6% du PIB en 2007 à 7% en 2010. En raison de l'accumulation des déficits publics, la dette publique des Etats de la zone euro et de l'Etat fédéral américain s'est fortement détériorée.

Tableau 11. Dette brute des administrations publiques (En pourcentage du PIB)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Zone Euro	66,2	69,8	79,3	85	87,3	88,3	86,3
États-Unis	62,2	71,2	84,6	91,6	99,5	102,9	111,9

Source : FMI, Perspectives Economique, Avril 2011, appendice statistique

Si les pays de la zone euro et les Etats-Unis ont réussi à financer leurs besoins de financement, la tendance s'est inversée en raison de la persistance de la récession économique. H. Minsky, prédisant que la persistance de la récession économique (graphique 7), augmente la probabilité d'une crise de la dette extérieure (A. Diemer et S. Dozolme, 2011, p. 51), son modèle d'instabilité fût confirmé avec les crises de 2010 (dans la zone euro) et de 2011 (aux Etats-Unis).

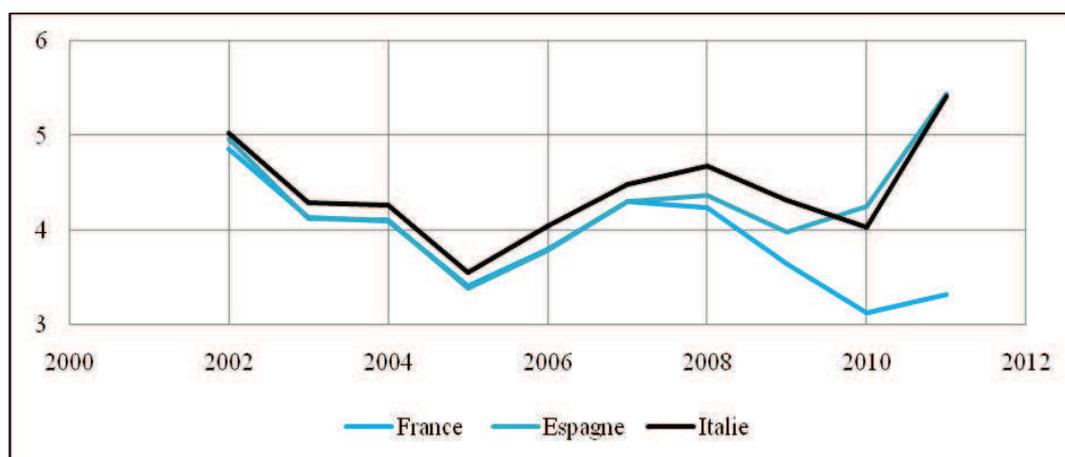
3.2. Crise de la dette souveraine des pays avancés et crise bancaire

Dans le cadre de notre étude, nous révélons que les déséquilibres extérieurs américains, qui sont endogènes aux dysfonctionnements de la structure monétaire internationale, ont pour effet de générer des déséquilibres majeurs. Observés à travers les crises de 2007 et 2011, le régime international actuel arrive, semble-t-il, à bout de souffle. Bien que les actions des autorités monétaires cherchent à pallier la détérioration des déséquilibres mondiaux, leurs actions n'endiguent pas les crises. En revanche, elles accentuent les instabilités.

Du côté de la zone euro, jusqu'à ce que la crise grecque soit révélée, les titres souverains constituaient des actifs sûrs puisque les réglementations prudentielles imposaient aux banques, aux sociétés d'assurance et à l'ensemble des gestionnaires d'actifs (Guillaume Leroy, 2010, p.11), de détenir une forte proportion d'actifs sûrs et liquides. Après la crise d'endettement de la zone euro, la donne a changé puisque les titres souverains n'offrent plus autant de garantie (cf. les études relatives aux crises financières de Laeven et Valencia, 2008 ;

Reinhart et Rogoff, 2009). Comme en témoigne R. Caballero, « *la réalisation brutale que ces actifs quasi sûrs ne sont pas réellement sûrs donne lieu à de violents ajustements de marché. Par exemple, lors de la récente crise financière, les tranches notées AAA de certains produits issus de la titrisation des prêts immobiliers américains, ou la dette de certains États comme la Grèce et l'Irlande. Ces ajustements de marché augmentent la volatilité macroéconomique* » (R. Caballero, 2009 in Benassy-Quéré Agnès et al, 2011, p. 68). Dans ce contexte de crise, les réactions individuelles des agents aux différents chocs ont provoqué de graves tensions sur le marché financier, qui se sont révélées par un abaissement de la qualité des titres émis (bons du trésor, obligations) des Etats. Comme le révèle le graphique 9, les taux italiens et espagnols à 10 ans ont dépassé le seuil des 7% sur le marché obligataire européen. Bien que le cas de la Grèce ne figure pas sur le graphique, le taux grec a atteint 13 %, une première depuis l'entrée du pays dans la zone euro en 2010. S'agissant des autres Etats devenus insolubles, les agences de notation ont réagi.

Graphique 9. Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Source : base de données de l'OCDE ⁶²

⁶² P. ARTUS, P., (2011b), « Pourquoi les banques et les investisseurs hésiteront à racheter des dettes publiques des pays en difficulté de la zone euro ? » *Flash Economie*, n° 949, 22 décembre.

La zone euro est confrontée à un problème majeur. L'interdiction faite à la Banque centrale européenne (BF) de jouer le rôle de prêteur en dernier ressort auprès des États membres de la zone euro, contrairement à ce que l'on observe aux États-Unis, pèse sur la solvabilité des banques compte tenu de la taille des différents systèmes bancaires de la zone euro et du poids des titres souverains des pays dans le bilan des banques. Confrontées à un bilan dégradé et un risque de réputation accru par rapport à leurs contreparties en dehors de la zone euro, les banques européennes, détenant les titres publics des États des pays de la zone euro comme la Grèce, l'Irlande, l'Italie, l'Espagne, le Portugal, sont confrontées à des retraits massifs de capitaux. Qui plus est celles qui ont eu recours aux effets de levier sont exposées à des coûts de refinancement croissants d'autant plus élevés. Comme en témoigne J. Pisani-Ferry, les effets de levier des systèmes bancaires de la zone euro ont atteint un niveau impressionnant. Par exemple, les actifs bancaires totaux en Irlande s'élevaient à 45 fois le montant des recettes fiscales en 2010, et ce ratio était également très élevé dans plusieurs autres pays (Silvia Merler et Jean Pisani-Ferry, 2012, p.4). Les marchés, anticipant une propagation de la crise, ont réagi en sanctionnant les banques, dont l'exposition au risque souverain domestique a fortement augmenté. Ces réactions se sont traduites par des flux de capitaux. Ces flux internationaux de capitaux, leur montant et leur structure ayant ainsi servi de courroie de transmission aux déstabilisations élevant le coût de refinancement des banques augmentent le risque d'insolvabilité de certaines banques. Silvia Merler et Jean Pisani-Ferry révèlent que le risque de solvabilité s'accroissant, cela produit un effet notable sur le système bancaire, et inversement (Silvia Merler et Jean Pisani-Ferry, 2012, p. 3).

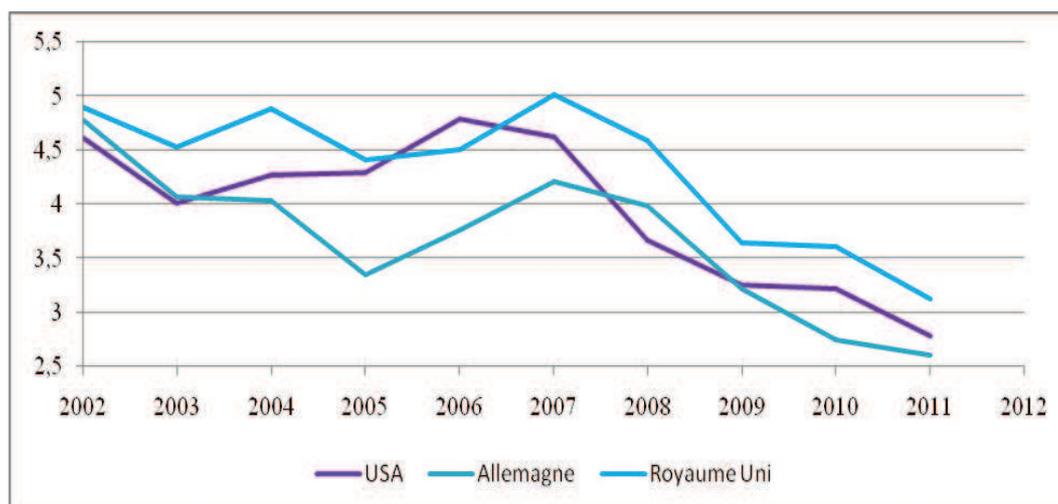
Cette présentation soulève une question majeure. L'idée que les banques importantes seraient, en cas de besoin, renflouées par les États, révèle de profondes inquiétudes. Le coût de recapitalisation des banques, dont la charge incombe aux différents États, peut être très élevé, notamment pour les pays où

sont localisées les banques résidentes dont les activités transfrontières sont importantes. Les conséquences budgétaires de ces sauvetages étant significatives, ce scénario nous mène dans une impasse car, comme nous l'avons observé dans la section précédant, les Etats sont eux-mêmes touchés par une crise de l'endettement. Bien que le Fonds européen de stabilité financière (FESF) ait été institué pour apporter un soutien en contractant des emprunts en faveur des pays en difficulté, il faut remarquer qu'il n'est pas autorisé à injecter directement des capitaux dans le système bancaire. Ainsi, en cas de crise, les Etats ne pourraient pas apporter de solution pour contrer une nouvelle crise bancaire majeure (Silvia Merler et Jean Pisani-Ferry, 2012). Les nouveaux plans de sauvetage étant incertains en raison de la situation financière critique des Etats, l'absence de financement d'urgence apporté par les États membres pourrait dans le pire scénario, constituer un puissant canal de transmission des chocs financiers et économiques à l'échelle internationale.

Du côté des Etats-Unis, les investisseurs⁶³, ayant une aversion pour le risque, étaient réticents à augmenter leurs détentions de titres américains au même rythme qu'auparavant. Face à ce scénario, la FED a retardé la propagation de la crise, en achetant des titres de dette du Trésor nouvellement émis (cf. les travaux de Sargent et Wallace, 1981). Comme en témoignent les tendances financières (graphiques 10, 11 et 12), les agents économiques ont été incités à délaisser les obligations publiques américaines, car elles sont jugées de moins en moins rentables. Depuis 2011 le taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat a baissé de 0.4 point entre 2010 et 2011 (graphique 11).

⁶³ Si on s'intéresse aux détenteurs de la dette américaine, « les créanciers chinois représentent 26 % des encours de dette détenus par des non-résidents et 12 % de la dette fédérale détenue par le public (8 % de la dette brute). Il s'agit principalement des réserves de change de la Banque centrale de Chine, dont 42 % des avoirs sont placés en titres de la dette américaine. Les créanciers japonais détiennent 9 % de la dette nette, devant le Royaume-Uni. Sur longue période, la détention par la Chine n'a cessé de progresser depuis 1994 (dernière dévaluation du yuan chinois). En revanche, la part des résidents japonais dans la détention de la dette fédérale a connu un pic en 2004 (37 %) avant de décroître. La part des pays exportateurs de pétrole a été relativement stable depuis 1990 » (Guillaume Leroy, 2011).

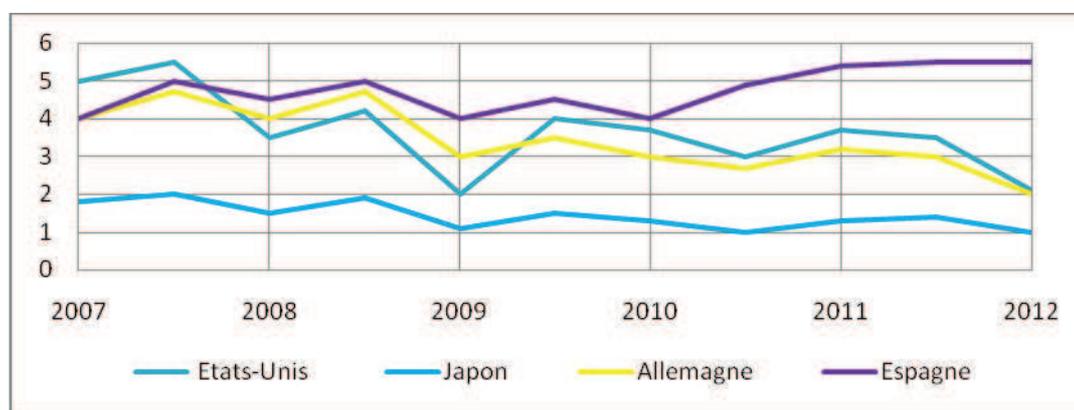
Graphique 10. Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat



Source : Base de données de l'OCDE

Conjuguée à la dépréciation du dollar, observée au cours de ces dernières années, la baisse du taux d'intérêt a accentué la diminution des taux de rendement. En effet, les taux de rendement sur les obligations américaines sont en baisse depuis la crise de 2011.

Graphique 11. Rendements des obligations publiques à dix ans (en pourcentage)



Sources : Bank of America/Merrill Lynch; Bloomberg Financial Markets; Citigroup; estimations des services du FMI in (FMI, 2011, p.4)⁶⁴

Bien que « la Réserve Fédérale ait acheté [massivement] des bons du Trésor nouvellement émis, (JP. Guichard et A. Brunet, 2012), il est intéressant de remarquer que l'action de la FED ne peut à elle seule corriger l'ampleur des

⁶⁴ F.M.I., Fonds Monétaire International, (2012), « Une reprise en cours, mais qui reste en danger », *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, Fonds monétaire international. Avril.

déséquilibres américains. Sans une coopération des banques centrales étrangères et de la FED, le problème de l'endettement extérieur appelle des réformes profondes et plus particulièrement dans un contexte marqué par le refus exprimé par le marché d'acheter de la dette souveraine des pays avancés à moyen et long terme. Comme en témoignent nos écrits antérieurs, le régime monétaire international, qui est incapable de limiter l'amplification des déséquilibres des balances courantes, la dépréciation du dollar et d'établir des mécanismes d'ajustements entre l'offre et la demande de titres extérieurs, est marqué par des dysfonctionnements qui rendent incertaine sa viabilité.

3.3. Le risque de contagion

A travers les crises des dettes souveraines de la zone euro et des Etats-Unis, il est rapidement apparu qu'elles étaient de nature mondiales, tant par les mécanismes à l'œuvre que par leurs implications. L'instabilité financière de la zone euro et des Etats-Unis et l'instabilité internationale ne peuvent pas être dissociées. Les marchés financiers étant étroitement interconnectés au plan mondial, le risque de contagion est omniprésent.

Traditionnellement, on distingue la contagion induite par les interdépendances réelles et financières entre les pays (fundamentals-based contagion⁶⁵) et celle qui relève de la psychologique (Masson, 1999). La première, qui permet de tester la significativité de différents canaux réels de transmission des chocs comme les liens commerciaux, les interdépendances financières ou les similitudes macroéconomiques (Eichengreen, Rose, et Wyplosz, 1996 ; Glick et Rose, 1999; et Caramazza, Ricci et Salgado, 2000, 2004), insiste sur les externalités (spillovers) générées par les interdépendances réelles et financières entre les pays pour expliquer la transmission des chocs hors frontière. La globalisation financière du monde, élevant les interconnexions entre les marchés

⁶⁵C.f Kaminsky et Reinhart, 1999 et Calvo et Reinhart, 1996

reflète l'interdépendance entre économies de marché intégrées économiquement et financièrement. La deuxième, qui repose sur le risque de contagion psychologique (Masson, 1999), montre que la crise déclenchée dans un pays peut coordonner les anticipations des investisseurs faisant ainsi passer une autre économie d'un bon à un mauvais équilibre de crise. Ce passage se fait par l'intermédiaire d'une modification des anticipations des investisseurs et non par l'existence de liens réels entre pays.

En l'occurrence, la zone euro est confrontée aux déstabilisations occasionnées par la dette souveraine des pays comme la Grèce, le Portugal, l'Espagne, l'Irlande. A travers le canal des crises que connaissent ces pays, l'extrême volatilité des déplacements internationaux de capitaux qui, dans des contextes de tensions financières internationales, sont susceptibles de se retirer de manière non discriminée des marchés, accentue les instabilités financières dans les systèmes financiers européens. Le mécanisme d'équilibres multiples se produit. La crise de la dette souveraine de ces Etats se répercutant sur les banques créancières du monde entier (banques européennes et américaines), fait ainsi passer les banques des autres pays d'un bon équilibre à un mauvais équilibre. Comme l'explique Guillermo Calvo (1988), le repli de la demande de titres souverains entraînant une baisse des prix qui, à son tour, comprimerait la valeur des obligations détenues par les banques. Les investisseurs préférant réduire leurs positions tant qu'ils ne subissent pas de pertes, ou essayer des pertes légères, pour éviter d'être exposés plus tard à des pertes potentiellement plus importantes ou à une forte volatilité, vont chercher à se débarrasser des titres. Consécutivement, les marchés devenant illiquides, les pressions à la baisse sur les prix des obligations s'accroissent et le recul des prix obligataires, se traduisant par une hausse des rendements versés aux investisseurs⁶⁶, détériore les perspectives de soutenabilité

⁶⁶ L'exemple de la crise asiatique est éloquent. Suite à l'endettement excessif des agents économiques asiatiques, le marché a rehaussé le taux d'intérêt. Or comme le révèle J. Stiglitz, « *au cœur de l'analyse de la situation macroéconomique, il y aurait dû y avoir, une analyse de l'impact*

de la dette pour les Etats qui ont des besoins de financement significatifs. Les anticipations des investisseurs se confirmant, les banques, dont le passif comprend des actifs devenus de mauvaises qualités, ne peuvent ni les vendre, ni récupérer les fonds qu'elles ont engagés. Faute de pouvoir se refinancer sur le marché financier et en l'absence de plans d'urgence apportés par la communauté internationale, la dépréciation brutale des actifs provoquerait des banqueroutes en cascade en raison de l'interdépendance mondiale des marchés des capitaux.

Cet exposé nous permet de cerner la fragilité du régime monétaire international actuel. Si initialement, le principal risque pesant sur l'économie mondiale tenait, pensait-on, à l'ampleur des déséquilibres financiers, aujourd'hui, le risque additionnel de la solvabilité des grands établissements financiers monopolise de plus en plus l'attention. Comme le risque de défaut de paiement des Etats de la zone euro et de l'Etat fédéral américain n'est plus inéluctable, les arrêts brutaux ou les renversements de flux provoqueraient des crises de balances des paiements, avec une dépréciation brutale et désordonnée des devises clés, ce qui augmenterait les déséquilibres extérieurs de la zone euro et des Etats-Unis (Kaminsky et Reinhart, 1999 ; Laeven et Valencia, 2008).

qu'une hausse du taux d'intérêt allait avoir sur les risques de non remboursement et des sommes que pourraient récupérer les créanciers dans ce cas » (J. Stiglitz, 2002, p. 151). Car, il s'en est suivi un défaut de paiement.

Conclusion

Dans ce chapitre, il a été établi que les devises, au-delà de leur zone d'émission, sont des promesses de paiement, qui ne véhiculent pas de richesses, si bien qu'il en découle une série de déséquilibres.

Comme en témoignent nos écrits antérieurs, les devises, n'étant pas des moyens de paiement, sont des quasi monnaies non adossées à des actifs tangibles, qui se dupliquent indépendamment des activités productives par le canal des activités productives sur le marché financier international. La décentralisation des systèmes financiers nationaux favorise l'expansion de crédits non adossés à des actifs réels. En effet, sur les marchés financiers transfrontaliers, le crédit ne s'appuie pas sur l'épargne réelle, mais sur des opérations spéculatives qui permettent de dégager un rendement élevé en raison de la prime de risque. La finance et l'économie réelle n'étant pas imbriquées, les banques transfrontalières peuvent prendre des expositions à fort effet de levier et acquérir des produits financiers structurés risqués. Il s'ensuit que l'utilisation de devise dans les paiements internationaux concourt à la détérioration des déséquilibres mondiaux, car les banques, en accentuant ce processus de duplication des bases de crédit, favorise d'une part la détérioration des déséquilibres extérieurs et d'autre part, les instabilités des taux de change.

D'ailleurs, c'est à cause de cette interaction entre volatilité des taux de change et flux de capitaux, réponse aux instabilités financières, que les crises d'endettement des pays de la zone euro et des Etats-Unis se sont révélées. Dans le contexte actuel de crise de la dette souveraine, certains experts n'hésitent pas à prédire que cette crise, risquerait *in fine* de bouleverser le régime monétaire international du fait que les défaillances structurelles du régime monétaire international alimentent les déséquilibres mondiaux.

Conclusion de la première partie

En insistant sur les singularités des déséquilibres mondiaux et les interactions qui existent entre eux, nous avons observé que la diversité de ces déséquilibres est un témoignage intéressant de toute la complexité des désordres monétaires internationaux. L'objectif de cette étude a été de déterminer la cause profonde de ces déséquilibres.

Si la logique du système des paiements internationaux impose que le solde de la balance courante mondiale devrait être nul, les données statistiques du FMI ont montré que le solde de la balance courante mondiale était déficitaire avant 2005 et excédentaire depuis 2006. Pour expliquer le déséquilibre de la balance courante mondiale, nous nous sommes appuyés sur une singularité marquante de la structure monétaire internationale à savoir les fluctuations erratiques des taux de change. La volatilité des taux de change a pour effet de modifier la valeur des engagements et des créances extérieures nettes. Ignorés dans le compte courant de la balance des paiements (Philip R. Lane et Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006a, p.40), ces effets de valorisation ont déclenché des flux de capitaux. Ces mouvements de capitaux sont enregistrés dans la balance des paiements, sans qu'ils n'aient de contrepartie réelle. Ainsi, nous expliquons le déséquilibre de la balance courante mondiale.

D'ailleurs, derrière ce processus, nous avons décelé une anomalie latente du régime monétaire international. Nous observons que les Etats-Unis contournent une règle fondamentale du système des paiements internationaux. Comme en témoignent les études de P.O. Gourinchas, H. Rey et N. Govillot, 2010 ; A. Brender et F. Pisani (2007a, 2010) ; P. Lane et G.M Milesi-Ferretti (2006a), nous avons établi que le pays centre parvient à absorber une partie de sa dette extérieure brute sans que celle-ci soit compensée par un excédent commercial. La variable explicative la plus significative est celle des mouvements des taux de change. La totalité des créances extérieures et des engagements extérieurs d'un pays vis-à-vis

des autres pays membres n'étant pas souscrits dans la même unité de compte, il en résulte que les fluctuations des taux de change entre les devises ont produit une valorisation des actifs extérieurs américains qui a permis aux Etats-Unis d'absorber une partie de leur dette extérieure en gagnant des revenus supplémentaires. Derrière ces mécanismes stabilisateurs, on observe une nouvelle répartition de la richesse mondiale puisque sous l'effet des mouvements des taux de change, le pays centre parvient à absorber leur dette extérieure sans dégager un excédent commercial. Toutes choses étant égales par ailleurs, les pays usagers arrivent à gonfler leurs dettes extérieures sans que cela ne soit justifié par une augmentation de leur déficits.

Ces anomalies se prolongent dans les économies du reste du monde et du pays centre. L'absence d'un véritable système des paiements internationaux fondé sur une union de compensation internationale multilatérale et une monnaie commune internationale a des conséquences négatives sur le processus d'ajustement de l'offre et de la demande de titres extérieurs. Cette défaillance se répercute sur les déséquilibres extérieurs et intérieurs américains. En effet, à mesure que le déficit extérieur américain s'accroît, les réserves cumulées en dollars dans le reste du monde sont placées sur les marchés financiers américains. Il en résulte une demande excédentaire d'actifs américains. Subséquemment, la demande d'actifs de réserve ne s'identifiant pas avec les déficits du compte-courant, il s'ensuit que la demande excédentaire de titres américains génèrent des entrées de capitaux, qui auto-entretiennent le déséquilibre entre la demande intérieure et les capacités de production du pays s'accroît.

Du côté du reste du monde, les entrées de capitaux entraînent également des déséquilibres inflationnistes ou déflationnistes. Comme les marchés financiers internes ne sont pas assez profonds pour absorber des ventes massives d'actifs vendus en contrepartie des réserves que la Banque centrale acquiert, la stérilisation est forcément incomplète. En conséquence, les opérations avec l'extérieur

influencent la variation de la masse monétaire du reste du monde (Banque de France, 1999 ; 2007). Etant donné que le mode de convertibilité des devises relève d'une logique de marché, la compensation des dettes et des créances extérieures des résidents dans le reste du monde est naturellement entravée. En effet, le couplement différé des opérations monétaires liées aux exportations et aux importations produit des déséquilibres monétaires, qui se traduisent soit par un gonflement de la masse monétaire et donc une hausse de l'inflation ou soit par une baisse de la masse monétaire et donc une déflation (Banque de France, 1999 ; 2007).

Pour comprendre l'origine des déséquilibres mondiaux, nous avons recherché le dénominateur commun de ces déséquilibres mondiaux.

Dans chacun des déséquilibres mondiaux, nous avons soulevé que les déséquilibres mondiaux se nourrissent des instabilités financières déclenchées les flux erratiques de capitaux et la volatilité des taux de change. Pour expliquer la volatilité des taux de change, nous nous sommes centré sur une l'étude de la nature des monnaies nationales et des devises. Nous avons constaté que les monnaies nationales sont des moyens de paiement au sens où elles sont intégrées dans l'économie par le canal d'une activité productive. Ainsi, elles portent un pouvoir d'achat dans leur zone d'émission. A l'inverse, les devises sont des promesses de paiement hors frontière, qui ne sont pas adossées à des actifs tangibles. Compte tenu de la singularité des devises, nous saisissons que les devises-dollars n'ont aucun mal à se dupliquer à travers le canal des opérations financières transnationales. Derrière cette duplication des bases de crédit, il apparaît que les flux de capitaux, qui naissent dans ces opérations financières amplifient les déséquilibres extérieurs et les instabilités financières.

D'ailleurs, les transformations majeures qu'a connues l'économie mondiale au cours deux dernières décennies, ont constitué un puissant accélérateur des déséquilibres mondiaux. Les marchés de capitaux étant étroitement interconnectés à travers le monde, les instabilités financières intérieure et internationale sont

indissociables. Ainsi, les crises d'endettement de la zone euro et des Etats-Unis, qui ont accentué l'instabilité financière internationale, notamment avec la volatilité des flux internationaux de capitaux, des taux de changes et les frictions sur les marchés financiers, réitèrent le risque de basculement du règne de ce monde multipolaire.

PARTIE 2 :

**REFORMES EVOLUTIONNISTES DU REGIME
MONETAIRE INTERNATIONAL**

INTRODUCTION

Après avoir dressé un état des lieux des défauts du régime monétaire international, la question cruciale qui se pose est de savoir comment peut-on lever les désajustements entre l'offre et la demande de titres extérieurs, l'amplification des déséquilibres des balances courantes et la volatilité excessive des taux de change et des flux de capitaux?

Cette deuxième partie réfléchira sur les moyens de rétablir un cadre prévisible définissant les circonstances, les modalités et les conditions de mise en œuvre de mécanismes de compensation automatiques. Deux types de refontes systémiques sont défendus, celles qui proposent des modifications accessoires (comme l'amélioration de la transparence financière...) et celles qui sont plus ambitieuses et profondes et dont les plus emblématiques sont défendues par P. Davidson (2009), P. Krugman⁶⁷ (1998), J. Stiglitz (2010a) et S. Rossi (2007, 2009).

Comme les causes des déséquilibres mondiaux sont inhérentes à la structure monétaire internationale, nous retenons les propositions postkeynésiennes, qui prônent une nouvelle architecture des paiements internationaux inspirée du plan Keynes. Ce plan étant réactualisé par P. Davidson (2009), J. Stiglitz (2010a) et S. Rossi (2007) semble répondre aux problèmes posés par l'architecture monétaire internationale actuelle. Comme semble l'affirmer, J. Stiglitz (2010a), « *de l'avis de*

⁶⁷ Trois attributs caractérisent un système des paiements nationaux à savoir « *l'ajustement, la confiance et la liquidité [...] L'ajustement fait référence à la capacité des autorités à poursuivre des politiques économiques de stabilisation afin de réguler le cycle économique. La confiance est la capacité à protéger le taux de change des attaques spéculatives. La liquidité est la mobilité du capital à court terme, à la fois pour financer le commerce international et pour faire face aux déséquilibres temporaires de balances des paiements* » (P. Krugman (1998), in. J.P. Allégret, 2007, pp. 2-3).

beaucoup, on pourrait éliminer les problèmes du système de réserves actuel en créant une monnaie de réserve supranationale » (J. Stiglitz, 2010a, p. 241).

Dans ce sens, nous prendrons pour point de départ les règles, les conventions et les institutions exposées dans le plan Keynes. Pour organiser un système cohérent qui permettrait de lever les défauts que nous avons soulevé, nous soumettons l'idée de créer un système qui répondrait à trois exigences. D'une part, le système que nous proposerons reposera sur des mécanismes de compensation multilatérale automatiques des dettes et des créances extérieures des pays participants aux échanges internationaux. D'autre part, nous chercherons à établir des règles et des mécanismes, qui permettraient d'intégrer les paiements internationaux dans le système des paiements nationaux. Les deux premiers objectifs, nécessitant des réformes à l'échelle internationale et nationale, garantiraient une articulation cohérente entre le système des paiements internationaux et les systèmes des paiements nationaux. Enfin, nous envisagerons des mesures régionales. Ces réformes complémentaires du dispositif initial ne remettraient pas en cause la transformation du système des paiements internationaux, elles apporteraient des solutions supplémentaires pour rééquilibrer les déséquilibres extérieurs actuels que connaissent certaines régions.

En prenant le plan Keynes comme support, le chapitre 4 se propose de définir les règles et les mécanismes qui organiseraient le fonctionnement du système des paiements internationaux. L'objectif de son plan éponyme, au-delà de l'ambition qu'il affichait, était de créer un véritable système des paiements internationaux. Il s'agissait de généraliser les principes de fonctionnement des systèmes bancaires nationaux à l'échelle internationale avec, entre autres, la création d'une Banque Supranationale et d'une monnaie internationale utilisée par les banques centrales. Son plan éponyme qui livre le fonctionnement du système des paiements internationaux repose sur des mécanismes permettant de compenser automatiquement les dettes et des créances extérieures des pays participants aux

échanges internationaux et donc de relier naturellement l'offre et la demande de titres extérieurs. Toutefois, son projet ne prévoyant pas de règles visant à limiter les déficits extérieurs nous amènera à considérer d'autres aspects pour ajuster les déficits extérieurs aux capacités de paiement des pays.

Le chapitre 5 mettra en exergue les mécanismes qui rendent possibles la compensation automatique des dettes et des créances extérieures du reste du monde afin de corriger les déséquilibres macroéconomiques qu'occasionne le régime monétaire international fondé sur un semi-étalon dollar.

Le chapitre 6 mettra en évidence les difficultés qui entourent ce projet. Pour renforcer l'efficacité de ce plan, nous préconisons des réformes entreprises à l'échelle régionale. Ces mesures complémentaires cherchent à améliorer la gestion de l'endettement international des pays en transférant cette compétence aux banques régionales.

Chapitre 4. Généralisation des principes bancaires nationaux à l'échelle internationale : mécanismes et règles organisant les paiements internationaux

La première partie arrive à montrer que les déséquilibres mondiaux sont intrinsèquement rattachés aux dysfonctionnements structurels du régime monétaire international. C'est pourquoi, le régime monétaire actuel doit évoluer afin de s'adapter au monde actuel. Il nécessite par exemple des corrections significatives pour réduire la volatilité excessive des flux de capitaux et des taux de change. De même, pour remédier à l'accumulation et à la concentration excessive des réserves de change et tendre ainsi vers un rééquilibrage de l'économie mondiale, *condition sine que none* à une stabilité globale durable (C. Noyer, in banque de France, 2011a), il est nécessaire de réfléchir sur la définition d'un cadre structurel. Dans ce sens nous établirons que le projet de réforme le plus adapté pour résorber les déséquilibres mondiaux est le plan Keynes (1944). Publié le 7 avril 1943 par le service d'information de la Grande-Bretagne à New York, Keynes soumet un plan dans lequel il suggérait la généralisation des principes bancaires nationaux à l'échelle internationale. Or, la proposition de Keynes ne prévoyait pas de règles qui contraindraient le règlement des dettes extérieures. Cette limite nous amène à considérer d'autres aspects. Avant de développer les règles, les conventions et les institutions internationales qui fonderaient le nouveau système des paiements internationaux, il n'est pas inutile de rappeler les différentes configurations des systèmes des paiements pour évaluer leurs efficacités.

1. Evaluation de l'efficacité des systèmes des paiements fractionné et homogène

A la lumière de la littérature, le système de paiement peut se présenter sous deux configurations. On distingue le système de paiement fractionné et le système de paiement homogène. Pour mieux saisir l'intérêt d'établir une monnaie commune, nous comparons les deux systèmes.

1.1. Insuffisances du système des paiements fractionné

Le système de paiement fractionné peut être défini comme un système dans lequel coexiste un ensemble d'espaces de paiement hétérogènes. Il existe autant d'espaces de paiement hétérogènes que de monnaies émises par les différents instituts d'émission de la monnaie. Les monnaies émises par les différents instituts d'émission étant offertes à des conditions très diversifiées sont hétérogènes. Comme en témoigne Knapp (1924):

An inconvertible bank -note, then, is not a nullity, but has this in common with the convertible bank-note, that it is a till warrant of the bank (...) but clearly, the customers of the bank can use it for payments between themselves, as they are sure it will be taken at the bank. The customers and the bank form, so to speak, a private pay community; the public pay community is the State'

(Knapp, 1924, p. 134).

La convention sous-jacente à une telle organisation établit que le paiement est simplement régi par l'acceptation d'une monnaie et que le mode de convertibilité est déterminé par une logique de marché. Les monnaies étant subordonnées à l'épreuve de convertibilité de marché, les taux de change fluctuent en fonction de la qualité anticipée de leurs émetteurs respectifs. Par voie de conséquence, en raison du mode de convertibilité des monnaies émises par les différents instituts

d'émission, rien ne garantit que celles-ci soient acceptées par un agent tiers à l'espace de paiement auquel le payeur appartient. Ce système, qui est privé d'un institut émetteur d'une monnaie d'un rang supérieur, ne permet pas de solder les dettes des instituts d'un rang inférieur. Cette carence institutionnelle pose le problème des paiements entre les banques émettrices. Pour montrer les insuffisances d'une telle organisation, l'illustration la plus éloquente est le régime monétaire international actuel. Comme le révèle la partie précédente, le régime actuel souffre de dysfonctionnements majeurs endogènes à sa structure monétaire et financière internationale. Les implications sont nombreuses. Dans le contexte de crise actuelle, la crise du dollar, revenant sur le devant de la scène internationale avec la dépréciation du dollar, illustre bien les propos que nous venons de développer. La dépréciation du dollar inquiète, car les forces qui le déprécient ne sont ni accidentelles, ni temporaires, elles se révèlent dans le déséquilibre croissant de la balance courante américaine. Derrière la maturité de la crise de la devise-dollar, le pire scénario n'étant plus inéluctable (M. Aglietta, 2005, p. 3) pose le problème de la pérennité de cette convention, qui octroie à la devise dollar un statut monétaire international. Deux arguments plaident en ce sens. D'une part, les pays agents économiques, ayant accumulé des réserves libellées en dollar, sont confrontés à la baisse de la valeur des réserves en termes réels en raison de la dépréciation continue du dollar. D'autre part, la dépréciation du dollar par rapport aux devises concurrentes pose également le problème des pertes enregistrées dans le cadre des transactions financières et commerciales, à chaque fois que les pays convertiront des avoirs libellés en dollar dans d'autres monnaies telles que l'euro.

S'agissant plus particulièrement des paiements internationaux, notre thèse a soulevé que le régime monétaire international actuel, qui est un système de paiement fractionné dans lequel coexiste un ensemble d'espaces monétaires hétérogènes, est privé de monnaie commune émise par une institution, qui soit un tiers par rapport aux acteurs participants aux transactions commerciales et

financières internationales. Cette carence institutionnelle entrave les paiements internationaux et occasionne des déséquilibres monétaires. Pour rappeler nos conclusions, il est utile de prendre un exemple. Imaginons une transaction internationale entre les pays A et B et que les devises de ces pays soient acceptées dans les échanges internationaux. Nous supposons que le taux de change est 1 unité (UMA) = 1 unité de monnaie (UMB) Le pays A achète des produits au pays B. Comme en témoigne, la table 28, bien qu'en apparence, les écritures bancaires laissent apparaître que le pays A ait réglé le pays B par l'intermédiaire du support de la monnaie écriture, nous observons que le pays A ne fait que transmettre une promesse de paiement au pays B sur la base des réserves correspondant aux dépôts des résidents du pays A. Si le dépôt demeure dans le système bancaire du pays A, le pays A n'éteint pas sa position d'endettement sur le pays B. Par conséquent, faute de paiement international, le pays B est contraint de monétiser les devises qu'il a gagnées par le canal de ses exportations. Cette opération correspond à une duplication des devises-dollars en monnaie locale dans le pays B.

Table 28. Opération bancaire liée à une exportation de produit contre des devises

Système bancaire du pays A			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
		Dépôt de la banque commerciale A	- XUMA
		Dépôt de la Banque Centrale du pays B	+ XUMA
Système bancaire du pays B			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Avoirs en devises	+ XUMA	Dépôt de la banque B	+ XUMB

Les implications sont importantes. En effet, la structure monétaire internationale actuelle est caractérisée par une inanité latente. Elle ne permet pas de finaliser les paiements internationaux. Bien que certains puissent rétorquer que les dollars localisés hors frontières représentent la promesse de détenir une fraction de la production américaine sous couvert que l'économie américaine soit en mesure de

fournir la totalité des produits physiques ou financiers, il s'avère que ce n'est pas le cas. Trois faits indéniables s'inscrivent dans ce sens. D'une part, le développement de la titrisation, résultat de l'incapacité du système bancaire américain de produire des actifs extérieurs adossés à des actifs tangibles, révèle le dysfonctionnement du régime actuel. Le système bancaire américain ne peut plus répondre à la demande de titres du reste du monde car il n'y a pas de correspondance entre les réserves en dollars et les engagements extérieurs. D'autre part, la convertibilité des devises en monnaie locale occasionne des déséquilibres monétaires. Comme les devises dollars ne sont pas adossées à des actifs tangibles en dehors de leur zone d'émission, leur convertibilité en monnaie locale occasionne des déséquilibres monétaires et elle prélève le pouvoir d'achat des résidents du pays dans lequel ces devises sont monétisées. Et enfin, cette quasi-monnaie, n'étant pas des monnaies adossées à des actifs tangibles, se dupliquent à travers les opérations financières des banques transfrontalières, ce qui accentue les déséquilibres mondiaux. Sous l'effet des interactions saccadées des différents systèmes financiers, l'importance et la volatilité des flux de capitaux a accéléré les déséquilibres des comptes courants tant par leur ampleur que par leur persistance. De même, les dysfonctionnements du régime monétaire international ont également constitué un puissant accélérateur de la volatilité excessive des taux de change. Cette architecture, qui est marquée par des instabilités durables des marchés, provoque des tensions continues entre des systèmes financiers nationaux en raison des interactions saccadées des différents systèmes financiers.

Pour lever ces déséquilibres macroéconomiques, nous soumettons une réforme, telle qu'elle a été établie par J.M. Keynes. Dans le même esprit que J.M. Keynes, nous proposons la généralisation des principes bancaires des systèmes des paiements nationaux à l'échelle internationale.

1.2. Dénouement des insuffisances du système fractionné

Avant de développer la teneur du plan Keynes, il est utile de présenter à grands traits les principes bancaires des systèmes des paiements nationaux. Dans la *Monnaie entre violence et confiance* (2002a), Michel Aglietta et André Orléan définissent le système de paiement homogène comme un système où le financement privé est centralisé à un degré supérieur.

«Le système homogène désigne une organisation monétaire où le financement privé est assuré exclusivement et directement par la Banque centrale.»

(M. Aglietta et A. Orléan, 2002a, p. 183)

Ce système s'organise autour de deux composantes institutionnelles majeures, à savoir une monnaie commune de premier rang et une Banque Centrale. La monnaie centrale, principale pilier du système des paiements a pour principale fonction d'homogénéiser les monnaies de second rang pour former une union monétaire. Comme le montre Alvaro Cencini (2001):

“Without a central bank, in fact secondary currencies would be entirely heterogeneous. For example, money issued by a secondary bank SB1 would have nothing in common with the one issued by another secondary bank whatsoever, and this would prevent the very existence of an authentic national monetary system. It being impossible to establish an absolute relationship between the different secondary currencies, it would also be impossible to exchange them in an orderly fashion, and the system would be reduced to a set of aleatory relations.”

(A. Cencini, 2001, p. 32)

Cette monnaie centrale est indispensable pour qu'existe un système de paiement homogène. En effet, en qualité d'unité de compte, la monnaie centrale garantit l'équivalence des monnaies commerciales émises et ce quel que soit l'émetteur des monnaies. Comme en témoignent M. Aglietta et L. Scialom (2002) :

Cette structuration des systèmes de paiements à deux étages (paiements de détails et paiements de gros), chacun étant hiérarchisé et contrôlé, permet à toutes les formes de monnaie, quelle que soit la banque émettrice, d'être homogénéisées, c'est à dire convertibles inconditionnellement au pair en unités de compte définies par le passif de la Banque Centrale. Il n'y a donc par espace monétaire qu'une seule marque monétaire : la monnaie nationale.

(Michel Aglietta et Laurence Scialom, p. 4)

Dans ce système, le mode de convertibilité des monnaies émises par les banques de second rang présente l'avantage de quitter la logique de marché. En effet, le système de convertibilité relève d'un processus de compensation centralisée. « *Ce processus est le cœur de la communauté des paiements* » (M. Aglietta, 1988, p. 111). Ainsi, ce système qui garantit l'homogénéité des monnaies nationales est indéniablement stable car, les créanciers ne peuvent pas à priori, refuser le moyen de paiement des débiteurs. En qualité de moyen de paiement, la monnaie centrale permet de finaliser les paiements interbancaires. En effet, la Banque Centrale, en qualité d'intermédiaire monétaire émet la monnaie centrale à la demande des banques commerciales, dès lors qu'elles sont confrontées à des fuites de liquidités ou qu'elles doivent assurer la conversion de leur monnaie dans une autre monnaie de second rang. Comme la monnaie centrale nouvellement émise dans les paiements interbancaires exprime à la fois la dette des banques débitrices et la créance des banques créditrices sur la Banque Centrale, il s'ensuit que le montant

total des dettes est très exactement égal au montant total des créances. Après compensation des soldes des banques commerciales, la Banque Centrale rapproche les banques débitrices et les banques créditrices de telle sorte que l'offre et la demande de titres soient naturellement reliées. Ainsi, le système de paiement homogène, qui repose sur des mécanismes de stérilisation automatiques, permet de compenser la totalité des créances et des engagements de chacune des banques commerciales. Les règles du clearing permettent aux banques de second rang de solder leur compte, sans subir les effets de valorisation déclenchés par les mouvements de taux de change entre les monnaies de second rang.

2. Composantes institutionnelles, règles et mécanismes du système des paiements internationaux

Dans le même esprit que les postkeynésiens (J. Stiglitz, 2010a, P. Davidson, 2009, C.Gnos et L-P. Rochon, 2005 et S. Rossi 2007, 2009), nous proposons de généraliser les principes bancaires nationaux à l'échelle internationale. Ils proposent de créer une union monétaire internationale reposant entre autres sur une monnaie commune internationale émise par une Banque Supranationale. Avant de nous consacrer à l'étude des mécanismes et des règles organisant les paiements internationaux, il est utile de définir la nature de la monnaie supranationale ou internationale.

2.1. La nature de la monnaie supranationale

Dénommée *grammor* dans les deux premières éditions du Plan, puis *bancor*, dans la dernière édition, la deuxième appellation nous incite à voir que la monnaie internationale serait à la fois bancaire et matérielle. En effet, l'émission de la monnaie internationale trouverait son origine dans une intervention bancaire, comme dans tous les cas de création monétaire. Toutefois, il est également possible

d'apercevoir un lien avec le métal précieux le plus connu. Cette dénomination portant à confusion, nous conduit à préciser la nature de la monnaie supranationale.

2.1.1. La monnaie supranationale est une monnaie bancaire émise par une Banque Supranationale

Dans son plan éponyme, J.M Keynes suggérait de créer un système des paiements internationaux comparable à celui des systèmes de paiements nationaux. C'est ce qu'il semble affirmer, lorsqu'il écrit que : *"The idea underlying such a currency Union is simple, namely, to generalize the essential principle of banking, as it exhibited within any closed system. This principle is the necessary equality of credits and debits of assets and liabilities"* (J.M. Keynes, 1980, p 171).

Dans le même sens, nous proposons de généraliser les principes de fonctionnement des systèmes bancaires nationaux à l'échelle internationale avec, entre autres, la mise en place d'une chambre de compensation supranationale et d'une monnaie internationale utilisée par les banques centrales. La Banque Supranationale se voyant allouer des rôles comparables à ceux attribués aux Banques Centrales exercerait des fonctions, monétaire, financière et de prêteur en dernier ressort. En attribuant une fonction monétaire à la Banque Supranationale, la monnaie internationale trouverait sa source dans une intervention bancaire. La monnaie internationale, émise à la demande des pays en besoin de financement dans les paiements internationaux exprimerait à la fois la dette des pays déficitaires et la créance des pays exportateurs sur la banque internationale. La question du lien entre le montant total des dettes extérieures et le montant total des créances extérieures est d'une importance considérable. Comme en témoigne la première partie de cette thèse, en l'absence d'un système de centralisation des paiements internationaux, le rapprochement des pays à besoin de financement et les pays à capacité de financement n'est pas optimal et génère des instabilités financières, notamment révélées avec le développement des actifs peu sûrs. A travers cette

proposition inspirée du plan Keynes, la création d'une chambre de compensation multilatérale permettrait de compenser automatiquement les soldes des banques centrales. La Banque Supranationale exercerait des fonctions d'intermédiaire financier et de prêteur en dernier ressort pour garantir une mise en concertation automatique des pays déficitaires et des pays excédentaires.

Dans la continuité des principes énoncés par J.M. Keynes, Joseph Stiglitz (2010a) suggère de retenir les DTS (droits de tirage spécial), à la condition qu'ils aient été dûment réformés (J. Stiglitz, 2010a, p. 252). En effet, « *le DTS est un actif de réserve international, créé en 1969 par le FMI pour compléter les réserves de change officielles de ses pays membres. Sa valeur est basée sur un panier de quatre grandes devises. Les DTS peuvent être échangés contre des devises librement utilisables. Avec l'entrée en vigueur d'une allocation générale de DTS le 28 août et d'une allocation spéciale le 9 septembre 2009, le montant de DTS a augmenté de 21,4 milliards à 204 milliards (soit l'équivalent de quelque 308 milliards de dollars EU), converti au taux au 31 août 2010* » (ibidem). Le DTS « *ne constituant pas une créance sur le FMI* » (FMI, 2010 b, p. 1), il suggère de modifier le cadre institutionnel du FMI. En reprenant les dispositions établies dans le plan Keynes, J. Stiglitz alloue à la Banque Supranationale ou au FMI réformé une fonction monétaire. La monnaie de règlement des transactions internationale étant émise par le FMI réformé à la demande des pays en besoin de financement, serait une monnaie bancaire, qui exprimerait une dette des pays acheteurs et une créance des pays exportateurs sur le FMI.

2.1.2. La monnaie internationale versus monnaie nationale

La monnaie internationale, n'étant pas directement liée à la position d'une économie nationale (à l'instar du dollar), présenterait des spécificités distinctes d'une monnaie nationale. Alors que les monnaies nationales sont créées dans la monétisation des activités productives des entreprises (Cf. chapitres 3 et 5), la monnaie internationale ne monétiserait ni la production des entreprises résidentes,

ni la production des firmes multinationales dont les filiales sont implantées dans le reste du monde. Bien que, depuis quelques décennies, on assiste à une décomposition internationale du processus de production en fonction des avantages comparatifs qu'offrent les pays, la production des unités productives et ce, quelle que soit la nationalité de la firme, est toujours le résultat d'une activité entreprise dans une économie nationale⁶⁸. Par économie nationale ou « *géographie économique* », il faut entendre la localisation de la production et plus précisément, « *le lieu où les choses se produisent et leurs relations entre elles s'établissent* » (P. Krugman, 1992, p. 1). En d'autres termes, c'est un espace monétaire de production dans lequel est établie la relation entre le produit national et le revenu national⁶⁹.

Contrairement à une économie nationale, l'espace monétaire international est un espace réservé exclusivement aux échanges internationaux entre les pays. Cet espace ne génère pas de richesses supplémentaires autres que celles produites dans les pays membres de l'union monétaire internationale car, les échanges internationaux ne font que déplacer les biens et les services produits au sein des pays de la zone monétaire internationale. Cette précision, qui s'avère être logique, a une double incidence. D'une part, l'émission de la monnaie internationale ne générerait pas de nouveaux revenus, qui viendraient s'ajouter à la somme des revenus nationaux des pays membres de l'union monétaire internationale. D'autre part, la monnaie internationale ne serait qu'une simple transposition des monnaies nationales hors-frontières c'est-à-dire qu'elle se substituerait aux monnaies nationales dans les paiements internationaux. Ce faisant, il faudrait que les paiements internationaux s'inscrivent dans une logique fondée sur des mécanismes de stérilisation automatiques. Ces mécanismes établis à l'échelle internationale et symétriquement à l'échelon local, permettraient à la monnaie internationale de

⁶⁸ En échange des services productifs, les salariés de la FMN perçoivent un revenu qui est libellé dans la monnaie du pays dans lequel la FMN ou la filiale est implantée.

⁶⁹ Cf. chapitre 5

véhiculer le pouvoir d'achat des unités de monnaie nationale hors frontière, sans que cela ne génèrent des opérations de monétisation de la monnaie internationale.

En résumé, en considérant les caractéristiques des espaces monétaires nationaux et de l'espace monétaire international, nous pouvons établir une distinction entre les monnaies nationales et la monnaie internationale. D'une part, l'utilisation de la monnaie internationale serait exclusivement cantonnée aux règlements des transactions internationales. D'autre part, la monnaie internationale incarnerait une fonction véhiculaire au sens où elle ne ferait que déplacer le pouvoir d'achat des monnaies nationales en dehors de leur zone d'émission. A l'image de la célèbre citation d'Adam Smith (1776/1881, p. 86), la monnaie internationale serait comparable à une « *grande roue de la circulation [qui serait] chargée de déplacer les biens réelles* ».

2.1.3. La monnaie internationale, une monnaie non matérielle

Bien qu'il soit possible de percevoir un lien étroit avec l'or, le cadre conceptuel de la monnaie internationale présenté par J.M. Keynes était radicalement opposé à celui de H. White. Contrairement à son homologue qui défendait en 1944, la convertibilité de la devise-dollar en or, J.M. Keynes considérait déjà que ni l'émission de la monnaie supranationale, ni l'étalon dollar-or, « *ne pouvait [...] être ralliée à la quantité d'or présente dans les caveaux des Banques Centrales* » (J.M. Keynes, 1980, p. 420). Pour expliquer sa position, il avançait que le choix de l'étalon dollar-or n'était pas viable, car il ne pourrait pas réguler les relations monétaires internationales. Il avait vu juste. Son analyse fut confirmée par l'effondrement du régime de Bretton-Woods. Sans revenir sur le détail de l'histoire, la période, qui a succédé la seconde guerre mondiale, a été marquée par un accroissement exponentiel des échanges internationaux. Consécutivement, les besoins de détention des devises exprimés par les pays échangistes ont connu une

croissance supérieure au stock d'or⁷⁰. Le régime de Bretton-Woods s'est ainsi effondré en raison des restrictions prescrites par le principe de convertibilité du dollar. Les règles, qui régissaient l'émission de la devise dollar, ont provoqué une crise de liquidité en raison du désajustement entre la demande croissante des besoins de financement des pays et le stock d'or.

« La famine monétaire, conséquence mécanique d'une déconnexion entre le stock de monnaie disponible, fixé par les aléas de l'extraction minière, et les besoins monétaires tels que le développement économique les impose, montre que la monnaie ne peut être matérielle. »

(M. Aglietta et A. Orléan, 2002a, p. 183)

Bien que les remarques de Keynes aient été reléguées au second plan, l'histoire lui a donné raison puisque le choix de l'étalon dollar-or a poussé le

⁷⁰ La montée exponentielle des échanges internationaux s'est traduite par un essoufflement du régime de Bretton-Woods. En effet, suite à l'accroissement exponentiel du commerce international, ce système montra son incapacité à satisfaire la demande de monnaie pour des motifs de transaction. L'explication était liée au principe de convertibilité. Etant donné que l'émission de l'étalon dollar-or était fonction des réserves d'or et que la hausse du stock d'or était fonction des réserves minières, le rattachement de la devise dollar à l'or provoqua un désajustement entre l'évolution du stock d'or et l'évolution de la demande de monnaie pour des motifs de transactions internationales en raison de la hausse des échanges internationaux. Ces évolutions structurelles menèrent le Congrès américain par deux fois, en 1965 puis 1968, à réduire le taux officiel de couverture en or de la monnaie en circulation. Ces mesures ont progressivement affaibli la confiance des agents économiques étrangers envers la monnaie de référence. Paradoxalement, les besoins importants de l'économie mondiale en une devise fiable aboutissaient à la perte de confiance envers cette monnaie. Face à l'accroissement exponentiel du commerce international, l'aggravation du déficit de leur balance des paiements accompagné d'un gonflement des avoirs étrangers en dollar convertibles en or eurent pour effet de remettre en cause la convertibilité du dollar en or. Elle fut abandonnée en 1971.

régime de Bretton-Woods à sa faillite, et ce pour des raisons intrinsèques au cadre institutionnel.

Si Keynes ne voulait pas restaurer la convertibilité du *bancor* à l'or, nous n'avons toujours pas expliqué les raisons pour lesquelles il avait établi un lien entre l'or et la monnaie supranationale. La réponse à cette question est davantage rattachée à des facteurs psychologiques qu'économiques. En effet, à l'époque, lors de l'élaboration des accords de Bretton-Woods, Keynes connaissait l'importance⁷¹ qu'accordaient ses contemporains à l'or. En suggérant d'établir un lien entre la monnaie internationale et l'or, Keynes attribuait à l'or, un statut de « monarque constitutionnel » (G. Dostaler, 1994, p. 10) avec un cabinet de banques. Régnant sans gouverner comme le souverain d'Angleterre, l'or aurait garanti un gage de stabilité. Comme il semble l'affirmer:

“The advocates of gold, as against a more scientific standard, base their cause on the double contention that in practice gold has provided and will provide a reasonably stable standard of value and that in practice, since governing authorities lack wisdom as often as not, a managed currency will, sooner or later, come to grief. Conservatism and scepticism join arms – as they often do. Perhaps superstition comes in too; for gold still enjoys the prestige of its smell and colour.”

(J.M. Keynes, 1931, p. 174)⁷²

⁷¹ “Gold still possesses great psychological value which is not being diminished by current events”. (Keynes, 1980, p. 183)

⁷² Keynes J.M., (1931), *Essays in Persuasions, The Collected Writings of J.M.K.*, Vol IX, London, Macmillan, 1972.

C'est pourquoi, Keynes établissait un lien entre la monnaie internationale et l'or. C'est ce qu'il semble affirmer lorsqu'il écrit que:

“The international bank money which we have designated bancor is defined in terms of a weight of gold. Since the national currency of the member states are given a defined exchange value in terms of bancor, it follows that they would each have a defined gold content which would be their official buying price for gold, above which they must not pay. The fact that a member state is entitled to obtain a credit in terms of bancor by paying actual gold to the credit of its clearing account, secures a steady and ascertained purchaser for the output of the gold producing countries, and for countries holding a large reserve of gold. Thus the position of producers and holders of gold is substantially unaffected.”

(J.M. Keynes, 1930, p. 183)

Bien qu'un lien étroit avec l'or puisse être unilatéralement institué, la monnaie supranationale, exprimant à la fois une créance et une dette, est une monnaie bancaire. Dans l'esprit de Keynes, cela signifiait qu'aussi précieux soit le support de la monnaie, l'or n'ajoute rien à la valeur de la monnaie internationale, qui est déterminé par le pouvoir d'achat des monnaies nationales⁷³. Une fois que les spécificités de la monnaie internationale sont identifiées, comment met-on en pratique la création d'une monnaie supranationale ?

⁷³ Le chapitre 5 développe la notion du pouvoir d'achat.

2.2. Les règles organisant le mode de convertibilité des devises et l'émission de la monnaie internationale

Le texte dans lequel Keynes expose avec le plus de détail le fonctionnement du système des paiements supranationaux est son plan éponyme. Il proposait de généraliser les principes de fonctionnement des systèmes bancaires nationaux à l'échelle internationale avec, entre autres, la mise en place d'une chambre de compensation supranationale et d'une monnaie internationale utilisée par les banques centrales. Ces deux composantes institutionnelles à elles seules ne suffiraient pas à garantir les finalités que poursuit le système des paiements internationaux. C'est pourquoi, nous accorderons une attention particulière aux règles et aux mécanismes qui régiraient les paiements internationaux dans le système réformé.

2.2.1. Le mode de convertibilité des devises reposerait sur des mécanismes de compensation centralisée

Avant d'établir les règles qui président les mécanismes d'émission monétaire dans le système des paiements internationaux réformé, il est nécessaire d'apporter quelques précisions sur les taux de change. Le mode de convertibilité des devises reposerait sur des mécanismes de compensation centralisée. La monnaie internationale étant une monnaie commune comme l'est la monnaie centrale, elle serait « à la fois un étalon mondial (...), une référence pour les monnaies nationales (...) » (E. Balladur, 2000, p. 44). En tant qu'étalon monétaire des monnaies nationales, la monnaie internationale serait « une unité numéraire » (S. Rossi, 2007, p. 105). Ainsi, le régime de change reposerait sur un système de change absolu entre les monnaies nationales et la monnaie internationale de sorte que chaque monnaie nationale soit convertible en monnaie internationale.

L'inflexion de cette réforme est forte. Le mode de convertibilité des monnaies nationales émises par les pays membres de l'union monétaire internationale, n'étant pas déterminé dans une logique de marché, relèverait d'un processus de compensation centralisée. Consécutivement, les dettes extérieures et les créances extérieures étant libellées dans la même unité de compte, il s'ensuivrait que les coûts afférents aux paiements internationaux comme les effets de valorisation déclenchés par les mouvements des taux de change seraient supprimés. Subséquemment, les taux de change ne relevant d'une logique de marché comme c'est le cas dans le régime de change flottant, il en résulterait qu'aucun pays ne pourrait absorber une partie de sa dette extérieure en raison des mouvements de taux de change (voir chapitre 2). Cette logique renforcerait l'efficacité des mécanismes de compensation des dettes et des créances extérieures.

2.2.2. L'utilisation de la monnaie internationale, une exclusivité réservée aux banques centrales et à la Banque Supranationale

Si nous appliquons le plan Keynes, seules banques centrales disposeraient d'un compte au sein de la *Clearing Union* des pays. De ce fait, elles seules seraient autorisées à se procurer des unités de monnaie internationale. Derrière cette volonté de réserver l'exclusivité de l'utilisation de la monnaie internationale aux banques centrales, cette disposition renforcerait la coopération entre les banques centrales afin qu'elles puissent réduire les risques systémiques. Comme en témoigne C. Noyer, la coopération des banques centrales est à l'état embryonnaire. Bien que « *des accords de swaps de change aient été conclus avec la FED et la banque nationale suisse en 2008, la Banque de France et la Banque d'Angleterre ont tout récemment annoncé la mise en place d'un accord permettant de mobiliser jusqu'à 10 milliards de livres contre euros pour mettre à la disposition de la Banque centrale d'Irlande les livres dont elle aurait besoin* » (C. Noyer, 2010, p. 2). Pour

développer cette coopération entre les banques centrales de sorte que les marchés financiers nationaux soient imbriqués, la solution optimale serait de créer un système de compensation multilatérale.

Derrière ce système de compensation, il serait possible d'observer un processus d'ajustement équilibré, notamment entre les pays déficitaires et les pays en excédent. En effet, la totalité des créances extérieures et des engagements extérieurs d'une Banque Centrale (ou d'un pays) vis-à-vis de la Banque Supranationale (ou l'extérieur) seraient compensées de manière à obtenir une position nette globale en monnaie internationale. Ainsi, chaque Banque Centrale, qui présente une position nette globale débitrice, n'aurait alors qu'un seul paiement à effectuer, au bénéfice de la chambre de compensation, pour éteindre son obligation. Quant à celles, qui enregistrent une position nette globale créditrice, la chambre de compensation réglerait le solde créditeur des banques centrales. Après la compensation des dettes et des créances extérieures, la Banque Supranationale rapprocherait, par des opérations financières, les pays endettés sur la Banque Supranationale et les pays détenant une créance sur la Banque Supranationale. *In fine*, ce processus relierait automatiquement l'offre et la demande de titres extérieurs.

2.2.3. Critère d'émission de la monnaie internationale : règles et apports

Le système de paiement international fondé sur une monnaie internationale paraît plus efficace pour financer les déficits. En contrepartie des prêts que la Banque Supranationale accorderait aux pays déficitaires, elle mettrait simultanément à la disposition des pays excédentaires des liquidités en monnaie internationale. Toutefois, une question vient immédiatement à l'esprit. Jusqu'à quels montants, la Banque Supranationale devrait-elle tolérer la persistance des positions nettes débitrices des banques centrales (pays déficitaires) ? Comme la

monnaie est émise à la demande des pays en besoin de financement, le risque des déséquilibres excessifs est fort. Par conséquent, le problème crucial de ce système consiste à régler l'intensité de la contrainte de remboursement des dettes extérieures. Le plan Keynes ne prévoyant pas de règles visant à contraindre les pays déficitaires à rembourser leurs dettes nous amène à considérer d'autres aspects pour ajuster les déficits aux capacités de paiement des pays. Pour ajuster automatiquement les dettes extérieures et la capacité de remboursement des pays, la Banque Supranationale exigerait que les revenus dépensés par les résidents importateurs soient déposés dans un compte spécifique de la Banque Centrale, appelé compte extérieur. Ces dépôts stockés dans le compte extérieur représenteraient la créance du reste du monde. Etant stérilisés, ces dépôts ne pourraient pas être dépensés sur le marché national tant que le reste du monde n'aurait pas importé des produits d'un montant équivalent dans le pays. Nous développerons précisément les mécanismes qui concourent à ce résultat dans le chapitre suivant. Pour l'instant, il est utile de remarquer que ces mécanismes présenteraient l'avantage d'ajuster automatiquement le déficit extérieur à la capacité de remboursement des pays. En imposant aux pays importateurs nets de stocker dans le compte extérieur les revenus dépensés par les résidents importateurs au moment du paiement des importations, les pays importateurs nets ne pourraient pas importer au-delà de leurs capacités de paiement.

2.3. Mécanismes de compensation automatiques organisant les paiements internationaux et l'ajustement automatique entre l'offre et la demande de titres extérieurs : règles et apports

Après avoir défini à grands traits les contours de cette réforme, il est utile de mettre en lumière les règles d'émission de la monnaie internationale à l'aide d'un exemple qui mettra en exergue le processus par lequel s'opéreraient les mécanismes

de compensation à l'échelle internationale et d'ajustement entre l'offre et la demande de titres extérieurs.

2.3.1. Emission de la monnaie internationale dans les paiements internationaux : règles et apports

Comme en témoignent nos écrits antérieurs, le régime monétaire international actuel est dépourvu d'une monnaie de règlement des transactions internationales. En utilisant sa propre devise, le pays émetteur n'éteint pas sa dette extérieure lorsqu'il *règle* ses transactions internationales, car nul ne peut payer avec sa propre dette. Pour lever cette anomalie du régime, nous proposons de créer une monnaie supranationale émise par une institution, qui ne participerait pas aux échanges. Elle serait fonctionnellement un tiers par rapport aux agents, qui participent aux transactions en biens et services. La Banque Supranationale émettrait la monnaie internationale à la demande des banques centrales (pays importateurs) dans les paiements internationaux. Au moment du paiement, la monnaie internationale exprimerait, ainsi, la créance des pays acheteurs et la dette des pays exportateurs.

Pour définir la régulation monétaire, prenons un exemple. Imaginons qu'un pays A importe des produits d'un montant de 100 UMI (avec UMI unité de monnaie internationale) au reste du monde. Du côté du pays A, la Banque Centrale demanderait à la Banque Supranationale l'ouverture d'une ligne de crédit pour payer le pays R. Dans ce sens, la banque internationale exigerait que les découverts, qu'elle aurait autorisés soient couverts à 100% par des dépôts équivalents en

monnaie nationale au moment du paiement international⁷⁴. Sous réserve que cette condition soit remplie, la Banque Supranationale ouvrirait une ligne de crédit en faveur du pays importateur (pays A) pour payer son homologue. Pour l'instant nous nous intéressons uniquement aux opérations inscrites sur le livre de comptes de la Banque Supranationale. Nous introduirons l'ensemble des opérations impliquant l'ensemble des acteurs dans le chapitre suivant. Nous obtenons les écritures suivantes :

⁷⁴ Avant d'introduire les mécanismes et les règles d'intégration du financement des déficits extérieurs dans le chapitre 5, il n'est pas inutile de rappeler l'objectif de la réforme du système des paiements internationaux. Nous voulons établir un système fondé sur des mécanismes de compensation automatiques entre les besoins de financement des pays importateurs nets et les capacités de financement des pays exportateurs nets, et ce dès le paiement international par la Banque Supranationale. Dans le chapitre suivant, nous verrons que du côté des pays déficitaires, la Banque Supranationale exigeant que les dettes extérieures, qu'elle aurait autorisées soient couverts à 100% par des dépôts équivalents en monnaie nationale, le revenu dépensé par la somme des résidents importateurs serait stocké dans un compte spécifique de la banque centrale appelé « compte extérieur ». Du côté des pays exportateurs, les créances extérieures nettes, qu'ils détiendraient sur la Banque Supranationale, seraient instantanément transformées en actifs extérieurs. Après avoir converti sa créance sur la Banque Supranationale en actifs financiers, la banque centrale du pays exportateur net les céderait aux résidents nationaux contre un dépôt qui aurait été prélevé sur le marché financier. Nous verrons ultérieurement (chapitre 5) que ce mécanisme permettant d'une part de régler le résident exportateur avec une fraction du revenu national et d'autre part de financer les importations nettes avec l'épargne nette des pays exportateurs nets, corrigerait les déséquilibres du régime monétaire international. En garantissant que chaque paiement à découvert soit couvert par un dépôt en monnaie nationale, les résidents du pays exportateurs nets détenant des actifs extérieurs financeraient les déficits des pays importateurs nets. Dans le même temps, il détiendrait une fraction du revenu national (et donc du produit national) des pays importateurs nets, et ce, dès le paiement international. Ainsi, les détenteurs d'actifs extérieurs nets disposeraient automatiquement d'une fraction du produit national des pays importateurs nets.

Table 29 . Opération de paiement international à découvert

Banque supranationale			
<i>Ouverture d'une ligne de crédit internationale.</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Ouverture d'une ligne de crédit	+100 UMI	Dépôt virtuel du pays A	+ 100 UMI
Ouverture d'une ligne de crédit	- 100 UMI	Dépôt virtuel du pays A	- 100 UMI
Bilan de la Banque supranationale			
<i>Formation d'une dette et d'une créance dans une opération de paiement international</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Dette du pays A	+ 100 UMI	Créance du pays R	+ 100 UMI

La table 29 révèle que la Banque Centrale du pays A, ayant obtenu l'ouverture d'une ligne de crédit, donnerait l'ordre à la Banque Supranationale de payer le pays R. Au moment du paiement, le pays A enregistrerait une dette auprès de la Banque Supranationale d'un montant égal à ses importations et le pays R détiendrait une créance sur Banque Supranationale. Ainsi, le pays A, qui réglerait sa dette avec une monnaie émise à un degré supérieur, éteindrait définitivement sa dette sur le pays R. Comme l'expose la table 29, la position d'endettement du pays A envers le pays R s'éteindrait du fait que le pays R détiendrait non pas une reconnaissance de dette du pays A, mais une créance sur la Banque Supranationale. Bien que les comptes du pays A révèlent qu'il présente une position nette débitrice, l'extinction de sa dette envers la Banque Supranationale nécessitera que le pays exporte une fraction de sa production d'un montant égal à sa dette extérieure. En attendant que cette opération ait lieu, la Banque Supranationale rapprocherait les pays A et B de telle sorte que la dette extérieure du pays A soit financée par la créance du pays A.

2.3.2. Ajustement automatique entre l'offre et la demande de titres extérieurs.

L'architecture financière internationale actuelle souffre d'un fait indéniable. La méconnaissance des différents marchés, des risques et des interactions qui les lient constituent des problèmes majeurs puisqu'elles favorisent l'instabilité financière. Pour lever ces dysfonctionnements, les inflexions de ce plan sont fortes en matière de régulation financière. La Banque Supranationale, qui centraliserait l'ensemble des positions, accéderait à une connaissance plus approfondie des besoins et des capacités de financement des pays, des interactions qui les lient et de la gestion des risques. En effet, la régulation financière du système des paiements internationaux, reposerait sur des mécanismes d'ajustement reliant automatiquement l'offre et la demande d'actifs extérieurs. Comme en témoigne l'étude précédente, la monnaie internationale exprimerait la dette extérieure du pays importateur et la créance extérieure du pays exportateur sur la Banque Supranationale. Nous en déduisons que le montant total des créances extérieures libellées en monnaie internationale serait très exactement égal à la somme des dettes extérieures. Après avoir procédé à une compensation des dettes et des créances extérieures des banques centrales, la Banque Supranationale, exercerait sa fonction d'intermédiation financière en rapprochant les pays en besoin de financement et les pays en capacité de financement. Pour ce faire, les pays exportateurs nets détenant une créance sur la Banque Supranationale achèteraient les actifs financiers émis par les pays déficitaires. Ainsi, la mise en concertation automatique entre les pays déficitaires et les pays excédentaires et ce dès le paiement international permettrait d'ajuster automatiquement l'offre et la demande de titres extérieurs.

A l'aide de l'exemple ci-dessus, il est utile de mettre en pratique les mécanismes que nous venons d'énoncer. Après avoir arrêté les comptes créditeurs et débiteurs des pays A et R, il est établi que la position nette du pays A est

débitrice et celle du pays R créditrice. La position débitrice du pays A occasionnant une émission de titres, le pays R prêterait au pays A, les fonds nécessaires au financement de son déficit.

Ainsi, ce système de compensation multilatérale permettrait de compenser la totalité des créances et des engagements de chacune des banques centrales. Les banques centrales présentant une position nette globale débitrice vendraient des titres extérieurs à celles présentant une position nette globale créditrice. Il en résulterait des mécanismes reliant naturellement l'offre et la demande de titres extérieurs.

2.3.3. Le paiement final relèverait de mécanismes de compensation des dettes et des créances extérieures des pays sur la Banque Supranationale

L'objet de cette analyse nous permettra de présenter les mécanismes par lesquels s'établirait l'extinction définitive des dettes extérieures des pays importateurs nets et des créances des pays exportateurs nets. Dans la continuité de l'exemple précédant, nous envisageons une opération inverse et de même montant. En l'occurrence, si le pays R importe des produits au pays A pour un montant de 100 UMI, la Banque centrale du pays R donnerait l'ordre à la Banque Supranationale de payer le pays A. En câblant les instructions de la Banque Centrale du pays R, la Banque Supranationale détruirait le dépôt du pays R et créerait un dépôt en faveur du pays A (Table 30).

Table 30. Paiement du pays R en faveur du pays A

Banque supranationale	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
	Dépôt Pays R - 100 MI
	Dépôt Pays A + 100 MI

Table 31. Banque supranationale, Paiement définitif international

Banque supranationale			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Dette du pays A (imp)	+ 100 MI	Créance du pays R (exp.)	+ 100 MI
Dette du pays R (exp)	- 100 MI	Créance du pays A (imp)	- 100 MI
SOLDE	0	SOLDE	0

Les tables 30 et 31 résument l'ensemble des opérations. La somme des créances et des engagements des banques centrales vis-à-vis de la Banque Supranationale seraient compensées de manière à obtenir une position nette globale en monnaie internationale nulle. En passant des flux aux encours, le compte du pays A initialement débiteur est crédité, si bien que le pays A éteint définitivement sa position d'endettement envers la Banque Supranationale. Du côté du pays R, on observe également que le paiement est définitif car la créance du pays R est compensée avec une dette d'un même montant. Ainsi, la créance du pays R sur la Banque Supranationale s'annulerait.

En définitive, les paiements internationaux seraient finalisés par des mécanismes de compensation entre des dettes et des créances des pays sur l'extérieur (ou la Banque Supranationale).

2.3.4. Le financement de la dette extérieure des pays illiquides

Au-delà des fonctions monétaires et financières, la Banque Supranationale se verrait également allouer la fonction de prêteur en dernier ressort pour gérer des crises d'endettement extérieur (J. Stiglitz, 2010a, p. 256). La Banque

Supranationale interviendrait en qualité de prêteur en dernier ressort dès lors que les pays illiquides ne parviendraient pas à se refinancer sur le marché international. La Banque Supranationale, qui serait créancière de sa propre dette, pourrait intervenir en achetant les titres de dettes des pays illiquides⁷⁵ et les revendre en son nom sur le marché financier international aux pays exportateurs nets.

Par voie de conséquence, la Banque Supranationale apportant un gage de garantie aux titres de dettes des pays illiquides permettrait aux pays illiquides d'obtenir les fonds nécessaires pour couvrir leur besoins de financement. Elle agirait en quelque sorte comme « le leader d'un système de crise, impliquant les pays excédentaires » (M. Aglietta et S. Moatti, 2000).

⁷⁵ A titre de rappel, dans le système réformé, les titres de dette des pays illiquides seraient automatiquement couverts à 100% par un dépôt en monnaie nationale.

Conclusion

Pour lever les désajustements entre l'offre et la demande de titres extérieurs, l'amplification des déséquilibres des balances courantes et la volatilité excessive des taux de change et des flux de capitaux, nous proposons de créer une union monétaire internationale, qui reposerait sur deux piliers : une monnaie commune internationale et une Banque Supranationale.

La monnaie supranationale, principale pilier du système des paiements internationaux homogénéiserait les monnaies nationales des pays membres de l'union monétaire internationale. Dans ce sens, l'institution d'une monnaie internationale garantissant l'interchangeabilité des monnaies nationales émises et ce, par l'intermédiaire de la monnaie internationale, permettrait d'élargir le nombre de participants aux échanges internationaux. De plus, comme le mode de convertibilité des devises de ce système alternatif repose sur des mécanismes de compensation, les monnaies nationales ne subiraient plus l'épreuve de conversion imposée par le marché. Par conséquent, les dettes extérieures et les créances extérieures, étant libellées dans la même unité de compte, les coûts afférents aux paiements internationaux comme les effets de valorisation déclenchés par les mouvements des taux de change seraient supprimés.

Le critère de l'émission de la monnaie internationale obéit à une logique cohérente déterminé par le fonctionnement de l'économie internationale. Comme dans tout système des paiements, le risque des déséquilibres excessifs est fort. Le plan Keynes ne prévoyant pas de règles visant à contraindre les pays déficitaires à rembourser leurs dettes, nous a amené à suggérer que les paiements à découverts soient couverts par des dépôts en monnaie nationale, dès le paiement international. Dans ce sens, la Banque Supranationale contraindrait les pays importateurs nets à conserver en dépôt les revenus dépensés par les résidents importateurs dans le compte extérieur de la Banque Centrale. Ainsi, ils ne pourraient pas importer au-delà de leur capacité de paiement.

La régulation monétaire du système des paiements internationaux résulterait de mécanismes de compensation. En effet, en instituant une monnaie supranationale et un système de compensation internationale multilatérale, la Banque Supranationale émettrait la monnaie internationale à la demande des banques centrales (pays importateurs), si bien qu'au moment du paiement, la monnaie internationale exprimerait la créance des pays exportateurs et la dette des pays importateurs. Comme la totalité des créances des pays exportateurs seraient très exactement égale au montant total des dettes extérieures des pays importateurs nets, la Banque Supranationale, en qualité d'intermédiaire financier rapprocherait les pays présentant une position nette globale débitrice et ceux présentant une position nette globale créditrice. Subséquemment, il s'établirait des mécanismes de compensation multilatérale permettant de compenser la totalité des créances et des engagements de chacune des banques centrales de telle sorte que les banques centrales présentant une position nette globale débitrice vendraient des titres extérieurs aux banques centrales présentant une position nette globale créditrice. Ainsi, il en résulterait des mécanismes qui relieraient naturellement l'offre et la demande de titres extérieurs et qui, finaliseraient les paiements internationaux.

Chapitre 5. Mécanismes et règles organisant l'intégration des paiements internationaux dans les systèmes des paiements nationaux

Notre réflexion développée dans le chapitre précédent a établi les règles relatives à la régulation monétaire et financière du système réformé. Pour assurer une articulation entre le système des paiements internationaux et les systèmes des paiements nationaux, nous proposons la mise en œuvre de ces réformes dans un cadre harmonisé apte à renforcer l'efficacité de ces nouveaux dispositifs. Dans ce sens, il est utile d'examiner l'intégration des paiements internationaux dans les systèmes des paiements nationaux.

Pour ce faire, un détour s'impose. Il est nécessaire de déterminer la formation, le transfert et la destruction du revenu et produit en adoptant une logique cohérente fondée sur le plan comptable c'est-à-dire les composantes comptables représentant le fonctionnement des économie nationale et internationale. Cette étape est indispensable pour transposer les mécanismes organisant les paiements internationaux dans les systèmes des paiements nationaux.

1. Le fonctionnement d'une économie nationale

Avant d'aborder la question du prolongement des paiements internationaux entre les résidents et les non-résidents, un détour s'impose. Il convient de présenter les mécanismes de formation, de transfert et de destruction du revenu pour intégrer les paiements internationaux dans le système des paiements nationaux.

1.1. La formation du pouvoir d'achat

Les travaux de Keynes (*Théorie générale*) ont marqué un tournant décisif dans les sciences économiques. Dans la *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie* (en 1936) et dans le *Traité de la monnaie*, J.M. Keynes rompt avec le cadre théorique qui s'appuie sur la dichotomie entre la sphère monétaire et la sphère réelle et sur la théorie quantitative de la monnaie. En abandonnant le cadre d'analyse des thèses traditionnelles⁷⁶, il identifie l'origine du pouvoir d'achat et le circuit du revenu national d'une économie monétaire de production. Il est utile de détailler à grands traits la pensée de Keynes pour définir l'origine du pouvoir d'achat de la monnaie.

Tout en intégrant le monde incertain dans lequel se situent les unités productives, il s'appuie sur le principe de la demande effective et sur le motif de finance pour établir les mécanismes de formation du revenu national et du produit national. Avant d'engager leurs productions de biens de consommation et d'investissement, les entreprises anticipent le niveau de la demande globale pour déterminer l'offre globale. Ensuite, elles ajustent le volume de l'emploi à leurs prévisions. Une fois le niveau de production déterminé, les entreprises sollicitent les banques commerciales pour monétiser leurs productions. Sous couvert que les banques consentent à leur accorder les lignes de crédit nécessaires à la monétisation

⁷⁶ Cf. chapitre 3, pp. 111-116

de leurs productions, les unités productives donnent l'ordre aux banques commerciales de payer les services producteurs qui ont participé à la production. Le fusionnement des activités productive et monétaire dans le paiement des salaires a pour effet de charger la somme totale des unités de monnaie émise dans le paiement des salaires d'un pouvoir d'achat (le produit national) (Lelart, M., 1966, p.293). Pour le dire autrement, l'intégration de la monnaie dans la monétisation de la production va conférer un pouvoir d'achat à la monnaie. Si la monnaie émise dans le paiement des salaires est dotée d'un pouvoir d'achat au sens où chaque unité de monnaie émise dans le paiement des salaires correspond à une fraction du produit national, l'ensemble des salariés détiennent les revenus nécessaires et suffisants à l'écoulement de la totalité du produit national de la période courante. A ce stade du raisonnement, nous pouvons déjà dire que l'identité entre l'offre globale et la demande globale est déterminée dans le paiement des salaires. Comme l'a révélé Keynes, la contrepartie de toute production est la somme des rémunérations versées aux facteurs de production (ou le revenu national).

«Son objet est de relier chaque montant de la demande effective mesurée en unités de salaires (...) au volume de l'emploi pour lequel le prix d'offre de la production qui en résulte est égal au dit montant de la demande effective.»

(Keynes, 1936/1969, p. 286)

Pour l'exprimer autrement, la somme totale des revenus distribués est identiquement égale à la somme des biens de consommation et des biens d'investissement disponibles dans l'économie. Comme le revenu national est égal à

la somme des unités de salaire⁷⁷ distribuées dans l'économie, il s'ensuit que le revenu national est égal à la demande globale, qui correspond à la somme des biens de consommation et d'investissement (J-L Bailly, 1992,1993, 1994,2003).

Sur la base de ce cadre théorique qui définit l'intégration de la monnaie et du produit national dans l'économie, nous établissons que l'activité productive est la condition *sine qua none* à la création monétaire, sans quoi, toute monnaie créée indépendamment de la monétisation de la production serait un véhicule dépourvu de charge réelle (produit). Par ce terme, il faut entendre, que la monnaie créée dans une opération séparée de la monétisation de la production ne porterait pas de produit dans l'économie.

Au terme de cette sous-section, nous établissons que la somme totale des unités de monnaie émise dans le paiement des salaires est identiquement égale à la somme des produits nationaux. Ainsi, les détenteurs de revenus détiennent à la fois la forme monétaire du produit national qui est déposée dans les banques commerciales et le produit physique qui est stocké dans les entreprises et, ce quels que soient le niveau de l'emploi et la répartition finale du revenu. Pour le dire autrement, l'ensemble des salariés détiennent les revenus nécessaires et suffisants à l'écoulement de la totalité du produit national de la période courante. Cette analyse révèle que bien que les formes physique (le produit national représenté par le stock des entreprises) et monétaire (les dépôts qui sont stockés dans les banques) soient séparées, ces deux formes sont indissociables au sens où, chaque variation de dépôt entraîne simultanément un flux réel. Pour le démontrer, il suffit de mettre en exergue que les flux monétaires s'accompagnent instantanément de flux réels.

⁷⁷ J. M. Keynes, (1993), *Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, trad. J. de Largentaye, Paris: Bibliothèque scientifique Payot (première édition, 1969) Chapitre 4 : « Le choix des unités » p 62

1.2. Le circuit du revenu national dans les paiements nationaux

L'analyse relative à l'intégration de la monnaie dans l'économie montre que la somme totale des unités de monnaie émises dans le paiement des salaires représente la forme numérique du produit national. Cela signifie que les revenus distribués dans l'économie sont suffisants pour écouler le produit national disponible. Par produit national, il faut entendre la somme totale des biens et services destinée à la consommation et aux investissements des ménages (ex : biens immobiliers) et la somme des investissements des entreprises. En retenant cette ventilation de la production nationale, nous pouvons dire que le revenu national est soit consommé ou soit investi.

1.2.1. Les dépenses de consommation

Sur la base du modèle théorique relatif à l'intégration de la monnaie dans l'économie, nous pouvons dire que lorsque les titulaires de revenu achètent des biens de consommation au prix du marché, on observe deux flux simultanés. En effet, lorsque les titulaires de revenu achètent des biens de consommation, au prix du marché, l'appropriation finale du produit se traduit par un flux monétaire (destruction des unités de salaires sur les salariés) et un flux réel (destruction d'une fraction du stock de l'entreprise). Autrement dit, d'un point de vue macroéconomique, la dépense du revenu dans un acte de consommation a pour corollaire de détruire à la fois le produit national **et** le dépôt des salariés⁷⁸.

⁷⁸ Notre étude se distingue des analyses traditionnelles. Si nous résumons à grands traits le cadre théorique des thèses traditionnelles, l'échange est relatif. En effet, ils pensent que l'acquisition des biens se traduit comme suit : A-M-A. Pour notre part, l'échange est absolu au sens où la consommation induit une opération d'échange par laquelle le dépôt se transforme en produit dès l'opération de paiement. Pour l'exprimer autrement, le produit et la monnaie disparaissent au moment du paiement.

Du côté des entreprises, elles récupèrent d'une part, les fonds qu'elles ont engagés au moment de la monétisation de la production⁷⁹ et d'autre part, la marge correspondante à l'écart entre le coût de production et le prix de vente. Ainsi, au moment de l'écoulement de la totalité de leur production, elles se désengagent auprès du système bancaire pour le montant de la monétisation de la production. A cet instant, le produit et le revenu disparaissent définitivement. Autrement dit, la monnaie, en tant que véhicule du produit national, disparaît dès lors que le produit est détruit.

A ce stade du raisonnement, une question vient immédiatement à l'esprit. Si la monnaie créée dans le paiement des salaires est la forme numérique du produit national et qui plus est, si elle est le moyen de paiement qui permet l'appropriation finale du produit associé, comment les non-résidents peuvent-ils acquérir des produits nationaux sans que cela ne provoque des déséquilibres déflationniste ou inflationniste ? Avant de répondre à cette question, et il reviendra à la section suivante d'y répondre, il nous reste à étudier les opérations financières.

1.2.2. Le financement externe des dépenses d'investissement et la relation entre épargne⁸⁰ et investissement

Dans la continuité de nos écrits antérieurs, il convient de préciser les règles qui régissent la finance. Les acteurs économiques, qui ont accès aux marchés

⁷⁹ Remarque : les entreprises réalisent des profits. Bien que l'ensemble des salariés perçoivent au moment des paiements des salaires, la forme numérique du produit, il faut noter que sur le marché de biens et services, les titulaires de revenu achètent des biens à un prix qui diffère du coût de production. Sur ce marché, on opère une répartition du revenu primaire entre les salariés et les entreprises et l'Etat (ex TVA) Si une fraction du produit national n'est pas consommée, elle est temporairement achetée par l'entreprise.

⁸⁰ Par épargne, on se réfère à la fraction du revenu national qui n'est ni consommé ni investi. En l'occurrence, on inclut le profit des entreprises et l'excédant de revenu des ménages sur la consommation.

financiers, ont tendance à hiérarchiser leurs sources de financement (Myers et Majluf, 1984). Si le niveau de profit est insuffisant pour autofinancer l'acquisition des biens d'investissement disponibles sur le marché correspondant, les unités productives peuvent solliciter les banques ou les marchés financiers. Dans les deux cas, les fonds nécessaires qui leur seront avancés trouvent leur source dans l'épargne nationale (J.M Keynes, 1936/ 1969, p. 83)⁸¹.

1.2.2.1. La finance externe indirecte

Les activités financières se distinguent fondamentalement des activités monétaires. A la différence des activités d'intermédiation monétaire (crédit monétaire) qui consistent à créer une quantité additionnelle de monnaie dans la monétisation de la production, les dépôts engendrés par des opérations d'intermédiations financières n'augmentent pas la base monétaire. Etymologiquement, la finance externe indirecte est une activité par laquelle les

⁸¹ Si on admet que le revenu est égal à la valeur de la production courante, que l'investissement courant est égal à la partie de la production courante qui n'est pas consommée et que l'épargne est égale à l'excès de revenu sur la consommation, toutes choses conformes à la fois au bon sens et à l'usage traditionnel de la grande majorité des économistes, l'égalité de l'épargne et de l'investissement en découle nécessairement. (...) L'équivalence de la quantité d'épargne et de la quantité d'investissement découle du caractère bilatéral des transactions entre le producteur d'une part et le consommateur ou l'acheteur d'équipement d'autre part. Le revenu est créé par l'excès sur le coût d'usage de la valeur que le producteur obtient pour la production qu'il a vendue ; mais la totalité de cette production doit évidemment avoir été vendue soit à un consommateur, soit à un autre entrepreneur ; et d'autre part l'investissement courant de chaque entrepreneur est égal à l'excès sur son propre coût d'usage de l'équipement qu'il a acheté à d'autres entrepreneurs. Par suite, dans la communauté entière, l'excès du revenu sur la consommation que nous appelons épargne ne peut différer de l'addition à l'équipement que nous appelons investissement. (...) L'épargne n'est en réalité qu'un reliquat. Les décisions de consommer et les décisions d'investir déterminent conjointement les revenus. Dès lors que les décisions d'investir se réalisent, il est obligatoire qu'en se réalisant elles restreignent la consommation ou accroissent le revenu. Ainsi l'acte d'investissement considéré en soi ne peut pas ne pas déterminer dans ce reliquat ou cette marge que nous appelons épargne un accroissement d'un montant égal.» (J.M Keynes, 1936/ 1969, p. 83)

banques prêtent aux agents en besoin de financement les dépôts des agents à capacité de financement. Pour établir le pont entre les agents à besoin de financement et les agents à capacité de financement, elles transforment des ressources à très court terme, les dépôts à vue, en emploi à moyen ou long terme via le crédit financier. Comme nous l'avons observé dans l'étude relative à l'intégration de la monnaie dans l'économie, les liquidités (le revenu national qui n'est pas consommé) détenues par les ménages et les entreprises correspondent rigoureusement à des produits physiques stockés dans les entreprises. Ainsi, la liquidité mise en dépôt dans les banques et prêtée aux agents à besoin de financement devrait être dépensée sur le marché des biens et services.

Après avoir distingué les activités monétaire et financière, notre étude révèle que dans une économie monétaire de production, les dépôts engendrés par les crédits financiers doivent être dépensés sur le marché des biens et services. A défaut, l'utilisation de l'épargne dans la monétisation de la production générerait un déséquilibre déflationniste⁸².

1.2.2.2. La finance externe directe : dérives et réformes

Les transformations de l'environnement financier ont considérablement modifié le financement externe des agents économiques privés ou publics. Jusque dans les années 80, la part du financement externe indirecte dans le financement externe occupait une place prépondérante. Comme l'industrie financière traditionnelle est en déclin, les banques ont perdu leurs avantages d'intermédiation financière traditionnelle (« *decline of banking* »). Cette transformation a amené les banques à diversifier leurs activités puisqu'au lieu de se cantonner aux activités

⁸² Si les dépôts, engendrés par le canal des crédits financiers, sont utilisés dans la monétisation de la production, il s'en suivra un déséquilibre un déséquilibre déflationniste qui se traduira par un renforcement du réel par rapport au nominal au sens où la somme des produits nationaux augmentera sans que la base monétaire augmente d'un même montant.

traditionnelles, elles ont cherché de nouvelles sources de profits en s'engageant sur les marchés boursiers, des changes et le marché de la dette internationale. Ces activités, qui s'éloignent des fonctions traditionnelles de prêteur, ont constitué des sources de profits non négligeables en raison de l'exposition aux risques (Stiglitz 1998) (in. Philippe Gilles, 2008, p. 52). La crise de 2007 en est une illustration parfaite. Le système financier américain ne produisait pas suffisamment d'actifs sûrs « authentiques ». Pour combler cette insuffisance, le secteur financier américain a été incité à fabriquer des actifs par la titrisation d'actifs⁸³ de qualité inférieure, notamment avec le développement du « *shadow banking system* ». L'étude rétrospective de la crise financière de 2007 a révélé que ces segments du marché financier sont le résultat des dysfonctionnements structurels du régime monétaire international. Pour répondre à la demande d'actifs des investisseurs, les banques américaines ont recouru massivement aux dérivés de crédit, comme d'autres innovations majeures telles que la titrisation des créances. Les actifs *subprimes*, qui sont nés dans des opérations de titrisation des titres de créances

⁸³ « La technique dite de « titrisation » dont le mécanisme essentiel consiste à mettre un ensemble de crédits dans un 'pool' qui est « déchargé » dans un « véhicule spécial d'investissement » ou « conduit ». On notera que ce « passage » entraîne une modification de la nature juridique de la créance : seul le droit aux revenus du 'pool' est transféré au « conduit », les titulaires du droit de suite hypothécaire étant toujours les créanciers initiaux. L'actif du bilan du « conduit » qui est une entité juridique distincte du créancier initial, même s'il en est une filiale à 100%, consiste donc dans le droit au revenu du 'pool', que le « conduit » doit acheter au créancier initial. Quant au passif de ce même bilan, il comporte, d'une part, les fonds propres de cette entité – toujours très faibles – et, d'autre part, une très importante dette ordinaire « titrisée » par le moyen d'un CDO ('*collateralized debt obligation*'). Cette dette est donc divisée en un grand nombre de titres qui sont vendus à des investisseurs institutionnels (fonds communs de placement, fonds de pension, compagnies d'assurance, ...). Quand les crédits titrisés sont de « bons risques », cette pratique n'a rien de critiquable en soi ; au contraire, elle contribue à donner au marché plus de profondeur, de liquidité et de flexibilité. Elle présente cependant dans tous les cas l'inconvénient de permettre aux créanciers initiaux d'évacuer « hors bilan » une part de leurs crédits (souvent d'ailleurs les plus risqués) et de se soustraire ainsi indûment à l'obligation « prudentielle » de couvrir partiellement ceux-ci en fonds propres, conformément aux règles internationales édictées par le « Comité de Bâle ». » (Robert COBBAUT, (2008), p. 2)

hypothécaires (les MBS), ont été un puissant instrument de gestion et de diffusion des risques car ils ont provoqués des effets désastreux en raison des pertes considérables subies par les acquéreurs. Cette expérience nous amène à revenir sur les règles qui organisent la finance.

La thèse de la monnaie endogène, au-delà des questions relatives à la nature de la monnaie⁸⁴ et à celles liées aux modalités de son intégration à l'économie, s'intéresse également aux comportements des banques et au fonctionnement du système financier. Derrière cette crise, nous pouvons tirer des enseignements pour établir les règles opposables aux marchés financiers. Celles-ci sont déterminées dans une logique cohérente fondée sur la représentation du fonctionnement de l'économie nationale. Par définition, le financement externe directe consiste à rapprocher sur le marché financier les agents à capacité de financement et les agents à besoin de financement. Comme l'épargne est la contrepartie monétaire des produits disponibles dans l'économie, il s'ensuit que les fonds prélevés sur les marchés financiers⁸⁵ doivent être adossés à des actifs tangibles. Par cette contrainte, l'avantage serait double. D'une part, en adossant tout financement à des biens tangibles, le marché financier est ainsi réservé exclusivement au financement de l'économie réelle. Ainsi, le marché financier ne souffrirait plus des effets que provoque la spéculation (exemple de la crise des *subprimes*). D'autre part, en favorisant l'adossement de tout financement à un actif tangible, nous pourrions créer un système qui se fonderait sur le principe de partage des profits et des pertes. Par exemple, le financement des investissements productifs donnerait lieu à une émission de titres de créance ou participatif dont la rémunération et le capital

⁸⁴ Cf. (M. Aglietta et A. Orléan, 2002b)

⁸⁵ Les agents en besoin de financement peuvent contourner les crédits bancaires en se finançant sur le marché financier. Sur le marché financier, on distingue principalement les agents en besoin de financement c'est-à-dire les entreprises, les collectivités locales et l'Etat qui émettent des produits financiers (actions, obligations, bons du trésor et autres produits) et les agents en capacité de financement i.e. les banques, les investisseurs institutionnels, ménages qui les souscrivent.

seraient indexés à la performance d'un ou plusieurs actifs détenus par l'émetteur. Ces titres étant adossés à des actifs tangibles, leur porteur bénéficierait d'un droit de copropriété indirect sur ces actifs qu'il pourrait exercer en cas de défaillance de l'émetteur. Dans ce cas, les investisseurs, qui détiendraient un statut d'actionnaire ou d'associé, percevraient un revenu qui prendrait la forme de dividende.

L'adossement de tout financement à un actif tangible mérite, toutefois, des précisions complémentaires. Bien que sur les marchés financiers, les capacités de financement des agents économiques se nourrissent de l'épargne excédentaire des agents économiques, certains économistes considèrent qu'il est concevable que les entreprises financent leur production en ayant recours au marché financier. Comme le soulève Sergio Rossi (2007):

« Indeed even when firms finance production by selling securities to non-bank agents (...) rather than to banks, the relevant production costs (...) are not paid for with a pre-existent income (in the form of those bank deposits on which past wage earners had a claim that they transform into those securities that firms sold on the primary financial market), but with the current new income that the payment of the current wage bills generates, exactly as if this payment started from tabula rasa”

(S. Rossi, 2007, p. 46).

Comme en témoigne la citation ci-dessous, bien que les entreprises fassent appel au marché financier, il est utile de préciser que la production n'est pas monétisée avec **un revenu préexistant**. Comme l'explique l'auteur :

“To be sure total demand for total supply of output are identically equivalent in any period of time considered provide they are measured

considering all definitions of output, real (in the form of produced goods and services) and financial (in the form of securities), irrespective of the agents forms of behaviour.(...) In short, if the money stocks in the form of bank deposits (say M1) increases because of these bank advances, so does total output identically, though a part of the latter output is represented by and exists in the domestic products.”

(Ibidem, p. 53)

Dans ce sens, les unités productives vont faire appel à des épargnants pour obtenir des lignes de crédit d’une banque commerciale. Plus précisément, les épargnants offrant des garanties, les entreprises vont par l’intermédiaire des épargnants disposer de nouvelles lignes de crédit pour monétiser une nouvelle production. Comme le mentionne Sergio Rossi:

“When firm are unable to finance their production costs on the financial market through the sale of securities to households and non bank firm, they may sell these securities to one or more banks acting as financial intermediaries, not between current deposit holders and firms, but between future deposit holders and these same firms. In practises this occurs when a bank underwrites securities and thereby grants a credit to firms, which can therefore and without delay obtain a claim on a sum of bank deposit that a future production is going to generate.”

(Ibidem, p. 46-47)

Par exemple, si une entreprise émet des valeurs mobilières⁸⁶ sur le marché financier, les agents à capacité de financement, qui acquièrent des valeurs

⁸⁶ Les valeurs mobilières sont des titres négociables interchangeables et fongibles, elles peuvent être ou non cotées en bourse. Les deux grandes catégories de valeurs mobilières sont les actions et les obligations.

mobilières, vont solliciter les banques commerciales. En qualité d'intermédiaire monétaire, elles consentiront aux épargnants un crédit monétaire moyennant comme garantie leur épargne. En contrepartie, les détenteurs des valeurs mobilières percevront des dividendes, sous réserves que l'entreprise génère des profits. Remarquons que la valeur mobilière servant de gage, n'est pas concurrente à la production.

Table 32. Banque commerciale - ouverture d'une ligne de crédit monétaire à un agent sur la base de titres mobiliers actions

Actif	Passif
Titres mobiliers des épargnants + XUM	Dépôt virtuel des investisseurs + XUM

Il est capital de remarquer que la banque commerciale, qui intervient par l'intermédiaire de l'investisseur, n'agit pas en qualité d'intermédiaire financier, mais en qualité d'intermédiaire monétaire. Dans ce cas, à la demande de l'investisseur, la banque commerciale injecte une quantité additionnelle de monnaie dans la monétisation de la production. Si la création monétaire est fusionnée à l'activité productive, les unités de monnaie créées dans la monétisation de la production véhiculent les produits nouvellement créés. M1 et le produit national augmentent en même temps. En effet, les nouveaux revenus générés dans la monétisation de l'activité productive et détenus par les salariés correspondent ainsi rigoureusement à des produits physiques stockés dans les entreprises. Ainsi, l'épargne des investisseurs n'est pas utilisée dans la monétisation de la production.

En résumé, les unités productives peuvent monétiser une nouvelle production en ayant recours au marché des titres, si et seulement si, les entreprises empruntent aux banques, par l'intermédiaire des agents à capacité de financement (les

investisseurs institutionnels, ménages...), les liquidités nécessaires à la monétisation de la production⁸⁷.

2. L'intégration des paiements internationaux dans le système des paiements nationaux

Après avoir rigoureusement distingué les activités monétaires et financières, il nous reste à définir l'internalisation des paiements internationaux à l'échelle nationale.

2.1. Position du problème

Contrairement aux espaces monétaires nationaux, l'espace monétaire international n'est pas une économie de production. Bien que dans notre jargon économique, on entende souvent parler de production multinationale en raison des stratégies de production établies par les firmes multinationales, la production est toujours entreprise au sein des espaces monétaires nationaux, et ce bien que le processus de fabrication soit décomposé à l'échelle internationale. En effet, la production est toujours monétisée dans la monnaie du pays dans lequel la firme est implantée. Ceci étant posé, la monnaie internationale n'aurait vocation à monétiser ni les productions des firmes multinationales, ni celles des unités productives nationales, car l'espace monétaire mondial est essentiellement une économie d'échange. Ainsi, les unités de monnaie internationale nouvellement émises dans les paiements internationaux ne généreraient pas de nouveaux revenus à l'échelle internationale, car la somme des revenus nationaux suffit à écouler les produits

⁸⁷ Cette pratique est proche de la finance islamique. Les acquéreurs de titres participent en qualité d'associé à l'activité productive moyennant une rémunération déterminée en fonction de la performance de l'actif sous-jacent. Elles sont sujettes aux pertes éventuelles.

disponibles dans l'économie mondiale. Traduit en terme comptable, l'économie mondiale peut être représentée par la relation suivante :

$$\Sigma RN = \Sigma (C + I + X) = \Sigma (C + S + M) \quad (1)$$

avec RN, revenus nationaux, C, la consommation mondiale, I, l'investissement mondial, X, la somme des exportations, M, la somme des importations, et S, l'épargne mondiale. En adoptant une logique cohérente fondée sur les composantes comptables représentant le fonctionnement de l'économie internationale, nous en déduisons que la monnaie internationale n'aurait qu'une fonction véhiculaire. Par ce terme, il faut entendre que les mécanismes organisant les paiements internationaux entre les résidents et les non-résidents reposeraient sur des mécanismes de stérilisation automatique.

2.2. De la théorie à la pratique

Pour que la monnaie puisse jouer sa fonction véhiculaire, il est nécessaire de réformer les systèmes des paiements nationaux en créant des mécanismes de stérilisation automatiques au sein des systèmes de paiements nationaux.

2.2.1. Réformer le système des paiements nationaux en créant des systèmes de compensation des paiements internationaux dans les systèmes de paiement nationaux

Le deuxième volet de la réforme concerne l'internalisation des opérations monétaires et financières dans les systèmes des paiements nationaux. Dans ce sens, nous proposons que ces réformes soient mises en œuvre dans un cadre harmonisé apte à renforcer l'efficacité des nouveaux dispositifs.

Pour ce faire, nous suggérons de réaménager les comptes des banques centrales. Ils seraient séparés en deux départements : le département national et le département international. Le département national serait exclusivement réservé à l'enregistrement des créances et des dettes en monnaie nationale. Plus précisément, ce département comprendrait les comptes des banques commerciales et un compte extérieur, qui comptabiliserait la totalité des créances et des dettes du reste du monde vis-à-vis du pays. Ainsi, par l'intermédiaire de ce compte la totalité des créances et des engagements du reste du monde vis-à-vis du pays seraient compensées. Symétriquement, le département international enregistrerait les créances et les dettes du pays sur l'extérieur (S. Rossi 2007, p. 110) de sorte que les dettes et les créances extérieures du pays sur le reste du monde soient compensées.

Cette présentation sommaire nous amène à présenter le fonctionnement de ces comptes. Pour faciliter nos propos, nous exposerons les mécanismes de stérilisation au sein d'un pays à l'aide d'un exemple. Imaginons que deux résidents du pays A effectuent des transactions internationales. L'un importe des produits pour un montant de 100 UMA (unités de monnaie internationale) et l'autre exporte des produits pour un montant de 100 UMA. Pour définir les règles et les mécanismes des règlements internationaux entre les résidents et le reste du monde, nous émettons les hypothèses suivantes :

- le taux de change serait $1 \text{ UMI} = 1 \text{ UMA}$ (avec UMI, unité de monnaie internationale et UMA, unité de monnaie du pays A).
- la monnaie internationale, étant valide exclusivement hors-frontières et les monnaies nationales n'étant pas exportables, les unités de monnaie internationale et les unités de monnaie nationale seraient substituables dès lors qu'elles franchiraient les frontières.
- seules les banques centrales seraient habilitées à solliciter de la monnaie internationale.

- il ne s'écoule pas de temps entre les opérations d'importation et d'exportation.

Les écritures des tables 33 et 34 résument l'ensemble des opérations monétaires établi dans le pays A.

Table 33. *Ecritures bancaires nationales relatives aux paiements des importations (Sergio Rossi, 2007)*

Système bancaire pays A	
Banque commerciale	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
Compte Banque Centrale - 100 UMA	Compte résident - 100 UMA
Banque centrale	
<i>Département international</i>	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
Compte du pays à la BS - 100 UMI	
Compte du département national +100 UMI	
<i>Département national</i>	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
	Compte banque Commerciale - 100 UMA
	Compte extérieur + 100 UMA

Table 34. *Ecritures bancaires nationales relatives aux paiements des exportations dans le système réformé (avec un solde du compte extérieur ≥ 100)*

Système bancaire du pays A	
Banque centrale du pays A	
<i>Département international</i>	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
Compte du département national - 100 UMI	
Compte à la BS + 100 UMI	
Solde 0	
<i>Département national</i>	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
	Compte extérieur ⁸⁸ - 100 UMA
	Compte banque commerciale + 100 UMA
Banque commerciale	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
Compte à la Banque Centrale + 100 UMA	Compte du résident + 100 UMA

⁸⁸ Nous émettons une hypothèse : le solde du compte extérieur est créditeur et le montant du solde est \geq à 100.

La table 33 résume les opérations bancaires qu'occasionne l'exécution du paiement du résident importateur du pays A en faveur du reste du monde. Pour exécuter l'ordre de paiement du résident importateur en faveur du non-résident, la Banque Centrale débiterait le compte de la banque commerciale du résident importateur de 100 UMA, et par le débit de son compte, elle créditerait le compte extérieur. En passant des flux aux encours, le dépôt stocké dans le compte extérieur, qui constituerait une créance du reste du monde, serait stérilisé. Simultanément, la Banque Centrale solliciterait l'ouverture d'une ligne de crédit. Au moment du paiement international, la Banque Centrale du pays A serait débitrice de la Banque Supranationale. *In fine*, on observe que la créance du reste du monde inscrite dans le département international est une dette du pays A sur la banque supranationale. La table 34 expose les opérations bancaires qu'occasionnerait l'exécution du paiement du reste du monde en faveur d'un résident exportateur. Le compte international de la Banque Centrale serait crédité en monnaie internationale et symétriquement, le compte extérieur serait débité. La Banque Centrale exécuterait l'ordre de paiement du reste du monde en faveur du résident exportateur en débitant le compte extérieur de 100 UMA et par le débit de ce compte, elle créditerait le compte de la banque commerciale du résident exportateur.

La conjugaison de ces deux opérations de sens inverse, éteindrait simultanément la créance et la dette extérieures du pays (tables 33 et 34). Sous réserve que la transaction du résident exportateur soit couplée avec celle du résident importateur et que ces deux transactions soient d'un même montant, les paiements internationaux sont finalisés. La position nette globale en monnaie internationale du pays serait équilibrée. Symétriquement, le compte extérieur offrirait un service de compensation des dettes et des créances du reste du monde vis-à-vis du pays. Sous réserve que les exportations du pays A soient couplées avec les importations du pays A et que le montant total des exportations soit égal au montant total des

importations, la position nette globale en monnaie nationale du reste du monde vis-à-vis du pays serait équilibrée.

Les inflexions de cette réforme sont fortes. Pour éviter les effets inflationnistes et déflationnistes qui accompagnent les opérations de change dans le régime monétaire international actuel, nous proposons d'établir des mécanismes de stérilisation en créant un compte extérieur et un compte international. Le compte extérieur assurerait un service de compensation des créances et des dettes du reste du monde. Plus précisément, la Banque Centrale créditerait le compte extérieur, dès lors qu'un résident importerait des produits. Le dépôt stocké représenterait une créance du reste du monde sur le pays. Dans une opération inverse, la Banque Centrale débiterait le compte extérieur lorsqu'un résident exporterait des produits au reste du monde. Si nous conjuguons ces deux opérations, il s'opère ainsi une compensation entre la somme des créances et des engagements du reste du monde vis-à-vis du pays. En l'occurrence, les tables 33 et 34 révèlent que les créances du reste du monde stockées dans le compte extérieur fournissent les ressources nécessaires au règlement de la dette du reste du monde c'est-à-dire au paiement des exportations des résidents nationaux. Symétriquement, le département international assurerait une compensation des créances et des dettes extérieures (libellées en monnaie internationale) du pays sur l'extérieur. Comme en témoignent les tables 33 et 34, sous réserve que la transaction du résident exportateur soit couplée avec celle du résident importateur et que ces deux transactions soient d'un même montant, la somme des créances et des engagements de la Banque Centrale vis-à-vis de la Banque Supranationale serait compensés de manière à obtenir une position nette globale en monnaie internationale nulle. Par ailleurs, bien que nous l'ayons déjà dit dans le chapitre précédent, ces mécanismes de compensation, qui seraient intégrés dans le système des paiements nationaux présenteraient l'avantage de corriger le problème des déficits extérieurs excessifs. Au moment du paiement international, la Banque Supranationale imposerait que les dettes extérieures des pays soient

couvertes par une fraction du revenu national. Pour ce faire, les revenus dépensés par les résidents des pays importateurs nets seraient stockés dans le compte extérieur. Ces dépôts représentant la créance du reste du monde sur le pays, ne pourraient pas être dépensés sur le marché national tant que le reste du monde n'aurait pas importé des produits d'un montant égal. Ainsi, aucun pays ne pourrait importer au-delà de sa capacité de paiement.

2.2.2. Mécanismes d'ajustement entre l'offre et la demande de titres extérieurs

Comme l'offre mondiale de biens et services disponibles dans le monde est égale à l'épargne mondiale, nous pouvons dire que l'épargne mondiale est égale à l'investissement mondial et aux dépenses de production mondiale, car le monde pris dans son ensemble est une économie fermée soit :

$$S_m = (I_m + C_m)$$

avec S_m l'épargne mondiale, I_m l'investissement mondial et C_m la consommation mondiale. Sur la base de cette équation, on en déduit que les importations nettes des pays déficitaires devraient être financées par l'épargne excédentaire des pays exportateurs nets. Dans ce sens, il est utile de définir les mécanismes d'ajustement entre l'offre et la demande de titres extérieurs et les paiements entre les non-résidents et les résidents. Par exemple, imaginons qu'un résident du pays A importe des produits au pays R. Nous supposons qu'avant les échanges internationaux, les soldes de la balance courante des pays A et B sont équilibrés. Nous émettons les hypothèses suivantes :

- la réforme du système des paiements internationaux est établie
- le taux de change seraient $1UMR = 1 UMI = 1UMA$ (avec UMA, unités de monnaie du pays A, UMI, unités de monnaie internationale, UMR, unités de monnaie du pays R)

➤ la monnaie internationale, étant valide exclusivement hors-frontières et les monnaies nationales n'étant pas exportables, les unités de monnaie internationale et les unités de monnaie nationale seraient substituables dès lors qu'elles franchiraient les frontières.

Les écritures des tables 35 et 36 résument l'ensemble des opérations monétaires établi dans les pays A et B.

Table 35. Ecriture bancaire avec $M > X$

<i>Système bancaire du pays A</i>	
<i>Banque de centrale</i>	
<i>Département international</i>	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
Compte auprès de BS -100 UMI	
Compte du département national +100 UMI	
Actif extérieur - 100 UMI	
Compte auprès de BS + 100 UMI	
<i>Département national</i>	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
	Compte de la banque commerciale - 100 UMA
	Compte de BS + 100 UMA

Table 36. Prolongement du paiement du non-résident en faveur du résident avec $X > M$

Système bancaire du pays B		
Banque de centrale		
<i>Département international</i>		
<i>Conversion des unités de monnaie internationale en actifs extérieurs rémunérés</i>		
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>
Compte du département national	- 100 UMI	
Compte auprès de BS	+100 UMI	
Compte auprès de BS	- 100 UMI	
Actifs extérieurs	+100 UMI	
<i>Département national</i>		
<i>Vente du titre sur le marché financier national</i>		
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>
		Compte de la banque commerciale C
		- 100 UMB
		Compte extérieur
		+ 100 UMB
		Compte extérieur
		- 100 UMB
		Compte de la banque commerciale B
		+ 100 UMB
Banque commerciale C		
<i>Achat du titre de créance internationale</i>		
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>
Compte à la Banque de France	- 100 UMB	
Actifs extérieurs	+ 100 UMB	
Banque commerciale B		
<i>Paiement du résident exportateur</i>		
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>
Compte à la Banque Centrale	+ 100 UMB	Compte du résident exportateur
		+ 100 UMB

A la lecture des tables 35 et 36, on observe que la Banque Centrale du pays A enregistrerait une position nette globale débitrice alors que le pays B enregistrerait une position nette globale créditrice. Le pays A émettrait un titre et elle le vendrait au pays B par exemple. Ainsi, les mécanismes d'ajustement entre l'offre et la demande de titres extérieurs s'établiraient automatiquement dès le paiement international.

Pour que le résident exportateur du pays B soit payé, la Banque Centrale du pays B réaliserait une opération *d'open market*⁸⁹. Ayant converti sa créance sur la

⁸⁹ Les opérations *d'open market* consistent en l'achat et la vente "fermes" (c'est-à-dire définitives) de titres, en particulier de titres d'emprunt international par la Banque Centrale (et à son initiative) sur le marché interbancaire.

Banque Supranationale en actifs extérieurs, la Banque Centrale du pays B céderait l'actif extérieur sur le marché financier national à des fins de stérilisation. Le titre étant bien noté par la Banque Centrale serait cédé à un résident (par exemple la banque commerciale C) dans un délai qui irait de quelques heures à plusieurs semaines. Cette intervention de stérilisation permettrait à la Banque Centrale de lever les fonds nécessaires sur le marché interbancaire pour créditer le compte extérieur. Comme en témoigne la table 36, le compte de banque commerciale C serait débité et le compte extérieur de la Banque Centrale serait crédité. Pour exécuter l'ordre de paiement du reste du monde en faveur du résident exportateur, la Banque Centrale débiterait le compte extérieur et elle créditerait le compte de la banque commerciale du résident exportateur. A ce stade du raisonnement, nous observons que le résident exportateur (client de la banque B) perçoit un dépôt prélevé sur le marché interbancaire.

➤ *Apports de la réforme :*

Du côté des pays exportateurs nets, lorsqu'il s'agirait d'exécuter l'ordre de paiement du non-résident en faveur du résident, la Banque Centrale, ne pouvant ni monétiser la monnaie internationale (*car la Banque Centrale convertirait dans un échange absolu sa créance en actif extérieur*) et ni débiter le compte extérieur⁹⁰, effectuerait des opérations de stérilisation en cédant l'actif extérieur à un résident à capacité de financement. Derrière cette opération, trois avantages ressortent de cette intervention. Pour exécuter l'ordre de paiement du non-résident en faveur du résident exportateur, la Banque Centrale effectuerait une opération d'*open market* à des fins de stérilisation. En vendant l'actif extérieur, la Banque Centrale prélèverait

⁹⁰ Rappelons que le solde du compte extérieur est excédentaire dès lors que la somme des résidents nationaux importe plus qu'ils n'exportent. Dans ce cas de figure, pour procéder au prolongement des paiements internationaux des non résidents en faveur des résidents exportateurs, la banque centrale devrait mettre en place des opérations d'*open market*.

sur le marché bancaire l'épargne des résidents du pays B d'un montant égal. Ainsi, la substitution de l'actif extérieur par un dépôt prélevé sur le marché bancaire présenterait l'avantage de ne pas accroître les liquidités sous-jacentes du système bancaire.

De plus, la deuxième inflexion de cette réforme est majeure. Elle lèverait certaines imperfections du régime monétaire international, soulevées lors du G20 (Banque de France, 2011a). L'étude de l'architecture financière a montré que le système financier américain souffre d'un fait indéniable. Il ne produit pas suffisamment d'actifs sûrs « *authentiques* » (C. Noyer, 2010). Comme l'a révélé la crise des *subprimes*, le secteur financier américain a produit des actifs par la titrisation d'actifs de qualité inférieure au prix d'une accentuation de l'instabilité financière. Impuissant lorsqu'il s'agit d'ajuster automatiquement entre l'offre et la demande de titres extérieurs, le régime monétaire international est incapable d'établir le niveau adéquat d'offre d'actifs internationaux sûrs (C. Noyer, in Banque de France, 2011a, p.19). Dans ce sens, les participants du G20 ont évoqué d'une part, la nécessité d'améliorer l'intégration des systèmes financiers nationaux afin de garantir une meilleure allocation de l'épargne mondiale en fonction des besoins de financement des pays et d'autre part les réformes doivent réduire les risques associés au développement du *shadow banking system* financière (C. Noyer, 2011 in Banque de France, 2011a).

Comme en témoignent nos écrits, la réforme que nous proposons constitue une avancée très significative en matière de régulation. L'exemple ci-dessus montre que les créances en monnaie internationale sont automatiquement converties en actifs extérieurs, puis cédés sur le marché financier national. Cette opération de stérilisation, qui rapprocherait les résidents à capacité de financement des pays exportateurs nets et les pays déficitaires présente l'avantage d'établir des mécanismes automatiques reliant l'offre et la demande de titres extérieurs. Car, les

déficits extérieurs des pays importateurs nets correspondraient automatiquement aux prêts nets accordés par les pays exportateurs nets.

Consécutivement à l'échelon national, ces opérations financières sont intégrées dans le système financier. Le résident acquéreur de l'actif extérieur, qui financerait la dette extérieure du pays importateur net, disposerait d'un actif extérieur sûr. Comme en témoigne l'exemple, les actifs extérieurs offerts sur le marché international offriraient à leurs acquéreurs des bons de stérilisation adossés aux actifs de réserve. En effet, la conversion de la créance en monnaie internationale en actif extérieur, offrirait au pays et plus particulièrement au résident (la banque commerciale C), l'effectivité de la propriété d'une fraction du produit national, laquelle est acquise en possession définitive au moment du paiement du pays importateur. Autrement dit, en détenant l'actif extérieur, le résident disposerait automatiquement d'un dépôt bancaire stocké dans le compte extérieur de la Banque Centrale d'un pays importateur net quelconque⁹¹ c'est-à-dire qu'il posséderait automatiquement une forme monétaire (dépôt stocké dans le compte extérieur du pays importateur net) et une forme physique (le produit associé au dépôt).

Il en résulte, à travers cette réforme, qu'un des objectifs poursuivis par le G20 est atteint. En effet, les opérations financières, qui reposeraient sur des financements adossés à des actifs tangibles permettraient que la demande privée d'actifs sûrs soit « intermédiée » par les banques centrales domestiques. Cette contrainte réduit considérablement les risques des investisseurs.

⁹¹ La Banque Supranationale, imposant que les crédits qu'elle aurait autorisés soient couverts par des dépôts équivalents en monnaie nationale, les dépôts stockés dans le compte extérieur ne pourraient pas être dépensés sur le marché national tant que le reste du monde n'aurait pas importé des produits d'un montant équivalent. Ainsi, les pays importateurs nets ne pourraient importer au-delà de leur capacité de paiement.

3. Synthèse globale des réformes du système des paiements internationaux et des systèmes des paiements nationaux

Nous allons reprendre l'intégralité des propositions évoquées plus haut pour avoir une vue d'ensemble de la réforme. Le système des paiements internationaux reposerait sur les règles suivantes :

- le mode de convertibilité des devises reposerait sur des mécanismes de compensation centralisée, si bien que les taux de change sont $1\text{UMI} = 1\text{\$}$ ⁹² et $1\text{UMI} = 1\text{€}$
- la Banque Supranationale imposant que les déficits soient couverts par une fraction du revenu national égal au montant de la dette extérieure nette, les revenus dépensés par les résidents importateurs seraient stockés dans le compte extérieur.
- le département international présenterait l'avantage de simplifier le règlement des soldes. La totalité des créances et des engagements de la Banque Centrale vis-à-vis des autres pays membres au système seraient compensées de manière à obtenir une position nette globale en monnaie internationale.
- le compte extérieur assurerait un mécanisme de compensation des créances et des dettes extérieures du reste du monde sur le pays. La Banque Centrale créditant le compte extérieur dès lors qu'un résident importerait des produits et débitant le compte extérieur lorsqu'un résident exporterait des produits au reste du monde, il s'opèrerait ainsi une compensation entre les créances et les dettes du reste du monde sur le pays.

⁹² 1 unité de monnaie internationale = 1 unité de monnaie nationale A

3.1. Mécanismes reliant automatiquement l'offre et la demande de titres extérieurs

Imaginons qu'un résident américain importe des produits français contre un paiement de 100 €. Après la négociation, le résident américain transmettrait à sa banque l'ordre de payer le résident français.

Du côté des Etats-Unis, la banque commerciale câblerait à la FED, les instructions nécessaires à l'exécution de l'ordre de son client. La FED débiterait le compte de la Banque Commerciale du résident importateur et par le débit de son compte, elle créditerait le compte extérieur d'une somme équivalente de monnaie centrale. Contrairement au régime actuel, la FED ne serait plus en mesure d'adresser des devises-dollars au reste du monde par l'intermédiaire de la monnaie écrite. Elle réglerait son homologue en s'endettant auprès de la Banque Supranationale. Pour ce faire, la FED solliciterait l'ouverture d'une ligne de crédit et donnerait l'ordre à la Banque Supranationale de régler la France. Au moment du paiement, les Etats-Unis enregistreraient une position globale nette débitrice et la France, une position globale nette créditrice.

Du côté de la France, la Banque de France transformerait sa créance sur la Banque Supranationale en actifs extérieurs dès le paiement de la FED. Ces écritures seraient enregistrées dans le département international de la Banque de France. Pour que le résident français soit payé, la Banque Centrale du pays B convertirait sa créance sur la Banque Supranationale en actifs extérieurs. Ensuite, elle réaliserait une opération *d'open market*⁹³ en cédant l'actif extérieur sur le marché financier à des fins de stérilisation. Remarquons qu'en l'état, le solde du compte extérieur est

⁹³ Les opérations *d'open market* consistent en l'achat et la vente "fermes" (c'est-à-dire définitives) de titres, en particulier de titres d'emprunt international par la Banque Centrale (et à son initiative) sur le marché interbancaire.

nul⁹⁴. Par conséquent, la Banque Centrale organisera un appel d'offre en vue de mettre en pension l'actif extérieur. La banque commerciale C, qui répond à l'appel de la Banque de France achète l'actif extérieur. Traduit en terme bancaire, le compte de la banque commerciale C qui achèterait le titre de créance international (1) serait débité. Par le débit de son compte, le compte extérieur serait crédité (2). Ensuite, pour exécuter l'ordre de paiement du non-résident en faveur du résident exportateur, la Banque Centrale débiterait le compte extérieur (3) et créditerait le compte de la banque commerciale du client B (exportateur) (4). La table 37 résume l'ensemble des écritures.

⁹⁴ Rappelons que le solde du compte extérieur est excédentaire dès lors que la somme des résidents nationaux importe plus qu'ils n'exportent. Dans ce cas de figure, pour procéder au prolongement des paiements internationaux des non résidents en faveur des résidents exportateurs, la banque centrale mettrait en place des opérations d'open market.

Table 37. Opérations bancaires liées au paiement du résident américain en faveur d'un français

Système bancaire américain			
Banque commerciale américaine			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Compte à la ⁹⁵ FED	- 100 \$	Compte du résident américain ₁	- 100 \$
FED			
Département national			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
		Compte de la banque Commerciale	- 100 \$
		Compte extérieur	+ 100 \$
Département international			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Compte de BS	-100 UMI		
Compte du département national	+ 100 UMI		
Banque supranationale			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Actifs extérieurs de la France	+ 100 UMI	Dette des Etats-Unis	+ 100 UMI
Système bancaire français			
Banque de France			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Compte du département national	-100 UMI		
Compte auprès de BS	+100 UMI		
Compte auprès de BS	- 100 UMI		
Actifs extérieurs sur BS	+100UMI		
Département national (opération d'open market)			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
		Compte de la banque commerciale	- 100 € (1)
		Compte extérieur	+ 100 € (2)
		Compte extérieur	- 100 € (3)
		Dépôt de la banque commerciale B	+ 100 € (4)
Banque commerciale C			
Achat du titre de créance internationale			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Réserve à la Banque de France	- 100 €		
Titres de créance extérieure	+ 100 €		
Banque commerciale B			
Paiement du résident exportateur			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Réserve à la Banque Centrale	+ 100	Compte du résident français	+ 100 €
€			

⁹⁵ DN : département national

➤ *Apports de la réforme*

Notre analyse montre les mécanismes qui régissent les paiements internationaux entre les résidents et les non-résidents. Il apparaît que les mécanismes de compensation permettent d'ajuster automatiquement l'offre et la demande de titres extérieurs.

Du côté de la France, lorsqu'il s'agit d'exécuter l'ordre de paiement du non-résident américain importateur en faveur du résident français exportateur, la Banque de France ne pouvant ni monétiser la monnaie internationale (*car elle convertit sa créance en actif extérieur*) et ni débiter le compte extérieur⁹⁶, elle effectuerait une opération d'*open market* à des fins de stérilisation. En cédant l'actif extérieur à un résident français à capacité de financement (la banque commerciale C), la Banque de France prélèverait sur le marché interbancaire l'épargne excédentaire des résidents français pour créditer le compte extérieur. Par le débit du compte extérieur, elle créditerait le compte de la banque commerciale du résident exportateur. Ainsi, la substitution de l'actif extérieur par un dépôt prélevé sur le marché bancaire présenterait l'avantage de ne pas accroître les liquidités sous-jacentes du système bancaire. Simultanément, ces mécanismes de stérilisation permettraient à l'épargnant français (la banque commerciale C) de financer la dette extérieure des Etats-Unis. Ainsi, l'offre de titres des résidents américains et la demande de titres des résidents français s'ajusteraient automatiquement. Par voie de conséquence, le nouveau système présenterait l'avantage d'établir des mécanismes reliant automatiquement l'offre et la demande de titres extérieurs.

Enfin, la Banque de France en convertissant sa créance sur la Banque Supranationale en actif extérieur, offrirait aux résidents des actifs sûrs adossés à des

⁹⁶ Rappelons que le solde du compte extérieur est excédentaire dès lors que la somme des résidents nationaux importe plus qu'ils n'exportent. Dans ce cas de figure, pour procéder au prolongement des paiements internationaux des non résidents en faveur des résidents exportateurs, la banque centrale devrait mettre en place des opérations d'*open market*.

actifs tangibles. En effet, le possesseur de l'actif extérieur disposerait automatiquement d'un dépôt bancaire stocké dans le compte extérieur de la FED⁹⁷ lequel correspondrait à une fraction du produit national américain. Ainsi, la propriété d'une fraction du produit national est acquise en possession définitive au moment du paiement des Etats-Unis (FED).

3.2. La finalisation des paiements internationaux

A l'aide d'un exemple symétrique et opposé à celui que nous venons d'exposer, nous allons présenter les mécanismes qui permettraient aux pays d'éteindre définitivement leur position débitrice ou créditrice sur le reste du monde. Supposons qu'un résident français achète des produits à un résident américain contre un paiement de 100 dollars. Rappelons que les Etats-Unis enregistrent un déficit extérieur de 100 UMI et la France enregistre une position globale nette créditrice d'un montant égal à 100 UMI. Nous

Du côté de la France, le résident français transmettrait à sa banque, l'ordre de payer le résident américain. A la réception des instructions de son client, la banque commerciale française ordonnerait à la Banque de France de payer le résident américain. Traduit en termes bancaires, la Banque centrale débiterait le compte de la banque commerciale du résident importateur et par le débit de son compte, elle créditerait le compte extérieur d'une somme équivalente en monnaie centrale (table 38). Rappelons qu'en T_0 , la Banque Centrale a procédé à une opération d'*open market* en vendant l'actif extérieur sur le marché interbancaire. En T_1 , les nouvelles

⁹⁷ La Banque Supranationale, imposant que les crédits qu'elle aurait autorisés soient couverts par des dépôts équivalents en monnaie nationale, les dépôts stockés dans le compte extérieur ne pourraient pas être dépensés sur le marché national tant que le reste du monde n'aurait pas exporté des produits d'un montant équivalent. Ainsi, les pays importateurs nets ne pourraient importer au-delà de leur capacité de paiement.

importations de la France influençant la position du compte extérieur de la France, amèneraient la Banque de France à retirer le titre en effectuant une opération d'*open market* inverse. La Banque de France procéderait au retrait de l'effet en rachetant le titre de créance international à la banque commerciale C, et ce, grâce à la monnaie déposée sur le compte extérieur [dépôt du résident importateur]. La table 38 résume l'ensemble des opérations.

Table 38. Finalisation des paiements internationaux dans le système des paiements nationaux

Système bancaire français	
Banque commerciale A	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
Compte à la BF - 100 €	Compte du résident importateur - 100 €
Banque de France	
<i>Département international</i>	
<i>Actif</i>	
Actifs extérieurs - 100 UMI	
Dépôt à la BS +100 UMI	
<i>Solde</i> 0	
<i>Département national</i>	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
	Compte de la banque Com. A - 100 €
	Compte extérieur + 100 €
<i>Opération d'open market</i>	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
	Compte extérieur - 100 €
	Compte de la banque Com C + 100 €
Banque commerciale C	
<i>Actif</i>	<i>Passif</i>
Titre financier sur l'extérieur - 100 €	
Compte à la Banque Centrale + 100 €	

Comme le montrent les tables 36 et 38, nous observons que le compte extérieur offrant un service de compensation permettrait de compenser les créances et les dettes du reste du monde vis-à-vis de la France. Pour exécuter l'ordre de paiement du résident importateur français en faveur du résident exportateur

américain, la Banque de France débiterait le compte de la banque commerciale du résident importateur et par le débit de son compte, elle créditerait le compte extérieur. Une fois le compte extérieur crédité, la Banque de France rachèterait le titre extérieur à la banque commerciale C. Il est utile de remarquer qu'en France, la position nette du reste du monde vis-à-vis de la France serait équilibrée.

Du côté des Etats-Unis (table 39), le solde du compte extérieur étant créditeur, la FED débiterait le compte extérieur et par le débit de ce compte, elle créditerait le compte de la banque commerciale du résident exportateur américain pour exécuter l'ordre de paiement du résident français importateur en faveur du résident américain exportateur.

Table 39. Finalisation définitive des paiements internationaux dans le système des paiements des Etats-Unis

FED			
<i>Département international</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Dette sur BS	- 100 UMI		
Dépôt BS	+ 100 UMI		
<i>Solde</i>	0		
<i>Département national</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
		Compte extérieur	- 100 \$
		Compte de la banque commerciale	+ 100 \$
Banque commerciale américaine			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Compte à la Banque Centrale \$	+ 100	Compte du résident exportateur	+ 100 \$

Symétriquement le compte international compenserait les créances et les dettes du pays sur l'extérieur. Du côté de la France, simultanément, la Banque Centrale réglerait son homologue en dépensant le dépôt, qu'elle aurait acquis en T_0 . Pour ce faire, la Banque de France ordonnerait à la Banque Supranationale de payer les Etats-Unis. La Banque Supranationale débiterait le compte de la Banque de France et elle créditerait le compte de la FED. Par cette opération, la créance de la

France et la dette des Etats-Unis sur la Banque Supranationale formées en T_0 seraient définitivement éteintes.

Table 40. Finalisation des paiements internationaux dans le système des paiements internationaux (récapitulatif)

Banque de France			
<i>Département international</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Actifs extérieurs	- 100 UMI		
Dépôt à la BS	+100 UMI		
<i>Solde</i>	0		
Banque Supranationale			
<i>Paiement international définitif</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Créance de la France	+ 100 UMI	Dette des Etats –Unis	+ 100 UMI
Créance de la France	- 100 UMI	Dette des Etats –Unis	- 100 UMI
<i>Solde</i>	0	<i>Solde</i>	0
FED			
<i>Département international</i>			
<i>Actif</i>		<i>Passif</i>	
Dette sur BS	- 100 UMI		
Dépôt BS	+ 100 UMI		
<i>Solde</i>	0		

Comme en témoigne la table 40, nous observons que sous réserve que les créances extérieures soient couplées avec les dettes extérieures et qu'elles soient d'un même montant, le compte international, compenserait les créances et les dettes extérieures des pays sur la Banque Supranationale.

Conclusion

Ce cadre théorique a le mérite d'avoir posé le difficile problème de la réforme du système monétaire international à la lumière de l'identité entre le revenu et le produit. Pour garantir l'articulation entre le système des paiements internationaux et les systèmes des paiements nationaux, nous proposons de créer des mécanismes de compensation, qui seraient intégrés dans le système des paiements nationaux de sorte que toutes les créances extérieures et les dettes extérieures soient compensées simultanément dans le système des paiements nationaux et dans le système des paiements internationaux.

Pour ce faire, nous avons proposé, au même titre que Sergio Rossi, de réaménager les comptes des banques centrales en scindant leurs comptes en deux départements : un département national et un département international. Le département national comprendrait en plus des comptes des banques commerciales, un compte extérieur qui enregistrerait les règlements entre les résidents et les non-résidents en monnaie locale. Le compte extérieur enregistrerait la totalité des créances et des dettes du reste du monde. Symétriquement, les créances et des dettes des résidents envers le reste du monde seraient inscrites en monnaie internationale dans le compte international. Le compte « international » offrirait un service de compensation des dettes et des créances extérieures du pays sur le reste du monde.

Les implications sont fortes. D'une part, les mécanismes de compensation des dettes et des créances ne seraient plus entravés car la demande de titres des pays exportateurs nets et l'offre de titres des pays importateurs nets s'ajusteraient automatiquement. D'autre part, les réformes, que nous soumettons, assureraient la finalisation des paiements internationaux.

Chapitre 6. La mise en application de cette réforme : problèmes et réponses

Les deux chapitres précédents arrivent à montrer que la création d'une union monétaire internationale est indispensable pour corriger les défauts que présente le régime monétaire international fondé sur un semi étalon devise. Or, ce cadre institutionnel doit s'ajuster à la nouvelle réalité du monde. En l'occurrence, il existe un large consensus sur la nécessité de rééquilibrer la demande globale à travers le monde. Or, la mise en œuvre de cette réforme doit répondre à deux questions majeures et étroitement liées. La première porte sur le rythme approprié du rééquilibrage des déséquilibres extérieurs et la seconde sur les stratégies les plus efficaces, notamment en matière de taux de change. Pour ce qui concerne la question des taux de change absolus entre les monnaies nationales et la monnaie supranationale, les pays émergents assument aujourd'hui, pleinement leur rôle dans de la régulation financière, si bien que les ajustements des taux de change peuvent poser un problème dès lors que ceux-ci entravent leurs stratégies de développement.

De plus, la crise d'endettement des pays avancés soulève des questions sur les issues possibles pour établir l'équilibre. En effet, l'ampleur des déséquilibres excessifs de certains pays (voir chapitre 3) ou de certaines régions nous amène à envisager une étape supplémentaire après la réforme du système des paiements internationaux pour résorber les déséquilibres extérieurs.

1. La détermination des taux de change absolus

Pour remédier au fractionnement des espaces monétaires nationaux, nous avons montré que la création d'un système de paiement international apporterait des solutions aux problèmes que nous avons soulevés dans la première partie de ce travail. Or, le problème qui se pose est de savoir par quels mécanismes, les taux de changes entre les monnaies nationales et l'unité de compte internationale seraient déterminés.

1.1. Des choix théoriques aux choix empiriques

La Banque Supranationale serait chargée de définir les taux de change absolus en concertation avec les banques centrales des pays membres de l'union monétaire internationale. Le risque qui se pose est lié au caractère arbitraire de ces derniers. Comme en témoigne Joseph Deiss, dans son ouvrage *Monnaie et prix internationaux* (1979, p.361), il soulève les problèmes ayant trait à la détermination des taux de change. Selon l'auteur, elle pourrait comporter une part d'arbitraire et pourrait être inadéquate. C'est pourquoi, il est nécessaire d'adopter une méthodologie qui prendrait en compte l'hétérogénéité des situations économiques des pays. Plusieurs propositions plaident en ce sens.

Bernard Schmitt (1984)⁹⁸ propose de déterminer les taux de change absolus en fonction des besoins spécifiques de chaque pays. Pour ce faire, il propose de déterminer les taux de change absolus en fonction de l'état des balances des paiements de telle sorte que l'équilibre extérieur soit réalisable. Cette proposition peut être une solution pour résorber l'extrême polarisation des déséquilibres

⁹⁸ « Il en résulte que chaque pays sera dorénavant libre de déterminer le taux de change de sa monnaie nationale par rapport à l'étalon commun, selon les besoins spécifiques de sa propre balance des paiements » (Bernard Schmitt, 1984, p.159).

extérieurs et corriger les mésalignements des taux de change régnant dans le régime actuel.

D'autres proposent de définir les taux de change absolus sur la base de la théorie des pouvoirs d'achat. Cette idée remonte aux classiques avec Ricardo et elle a été formalisée par l'économiste G. Cassel⁹⁹ sous la théorie de la parité des pouvoirs d'achat (PPA). Résumée à sa plus simple expression, la PPA exprime l'idée que le taux de change d'équilibre entre les deux devises est déterminé lorsqu'est observé une égalité des pouvoirs d'achat de chacune de ces devises. Par exemple, si la parité est fixée à 1 euro pour 1 dollar et qu'elle respecte la PPA, un consommateur français peut acquérir avec 100 euros le même panier de biens que le consommateur américain avec 100 dollars. L'hypothèse sous-jacente à la théorie de la parité des pouvoirs d'achat repose sur la loi du prix unique. Cette théorie se positionne dans un monde sans obstacles aux échanges, sans coûts d'information, ni de transport, le prix d'une marchandise échangeable doit être identique dans les différents pays. La théorie de la parité des pouvoirs d'achat repose sur des hypothèses fortes et ce pour de nombreuses raisons. Premièrement, le modèle ignore les obstacles et les coûts d'information et de transport. Deuxièmement, le modèle suppose implicitement que la structure de consommation et de la production dans les différents pays est identique. Or, les écarts de productivité entre les pays et les goûts différenciés des consommateurs éloignent ce modèle de la réalité. Ainsi, si ces hypothèses de départ ne sont pas vérifiées, les indices de prix perdent de leur qualité de guide pour le calcul des pouvoirs d'achat entre les devises (Drunat, Dufrenot, et Mathieu, 1994, pp. 53-111). Bien que cette théorie soit sujette à des controverses, il n'en demeure pas moins qu'elle est un bon indicateur pour déterminer les taux de change.

⁹⁹ Cassel G., (1916) "The Present Situation of The Foreign Exchanges", *The economic Journal*.

R. Mundell (2002) propose de définir les taux de change entre la monnaie commune et les monnaies nationales en fonction des taux de change du dollar américain et de l'euro (in Bruno Jetin, 2008, p. 12). Cette proposition a été retenue par les pays d'Amérique du Sud. La Bolivie, Cuba, l'Equateur, le Nicaragua et le Venezuela ont créé un système des paiements régionaux fondé sur une monnaie régionale commune émise par une banque de compensation el Banco del Sur. Pour déterminer le taux de change entre les devises des pays membres et le sucre, les fondateurs ont défini les taux de change en prenant comme support le dollar et l'euro » (J. Sapir, 2009, p. 9).

Une autre solution s'offre à nous, nous pourrions définir les taux de change entre la monnaie internationale et les monnaies nationales à l'aide des DTS. En posant $1 \text{ DTS} = 1 \text{ UMI}$, il serait possible de déterminer les taux de change absolus entre la monnaie internationale et les devises. Il nécessiterait toutefois certains aménagements pour réduire les mésalignements de taux de change notamment du côté des grands pays émergents lesquels ont accumulé des réserves de changes excessives.

Pour déterminer les taux de change, les voies proposées sont multiples. Il suffirait de choisir celles qui répondent aux mieux à l'intérêt collectif et sous couvert que certains ajustements soient établis du côté des grands pays émergents.

1.2. La fixité des taux de change ou des taux de change ajustables ?

Une autre question fondamentale doit être soulevée. Les taux de change sont-ils déterminés *ad vitam aeternam* ou peuvent-ils faire l'objet d'ajustement ?

Selon J. Deiss, si la fixité des taux de change « garantit la valeur nominale des dettes ou des créances en unité supranationale, elle ne garantit pas leur pouvoir d'achat réel » (J. Deiss, 1979, p. 362). Car, la gestion de la monnaie internationale n'offrirait aucune garantie sur la manière dont seraient menées les politiques

domestiques. Rien ne garantirait la stabilité des prix futurs des marchandises qui eux dépendent entre autres des politiques monétaires nationales. Ainsi, si un pays créancier place ses avoirs en achetant des actifs financiers à l'étranger à moyen ou long terme dans le reste du monde, il ne pourrait être certain de la valeur réelle future d'une épargne monétaire à moyen terme.

Si la hausse du taux d'inflation modifie la valeur des encaisses en monnaie internationale des pays créanciers, Paul Davidson (P. Davidson, 2009) propose que les taux de change absolus soient ajustables en vue de garantir le maintien du pouvoir d'achat de la monnaie supranationale sur le long terme. Favorable à des ajustements des taux de change en fonction des variations du taux d'inflation, Paul Davidson pense qu'il serait possible de dévaluer les monnaies nationales des pays touchés par l'inflation. Bien que l'auteur ne précise pas quelle serait l'autorité compétente, nous pourrions confier cette mission au FMI réformé. Sous le contrôle du FMI, les taux de change entre les monnaies nationales et la monnaie internationale seraient ajustés au taux d'inflation pour éviter les déséquilibres extérieurs.

En définitive, le taux de change serait fixe, mais régulièrement révisable en fonction du taux d'inflation pour éviter les déséquilibres extérieurs.

2. La réforme du régime monétaire international et son processus évolutionniste

Comme en témoigne le chapitre 2 de cette thèse, l'extrême polarisation des déséquilibres extérieurs pose le problème de la résorption des déséquilibres extérieurs. Pour compléter la réforme que nous avons proposée, nous soumettons une nouvelle voie, qui serait complémentaire au dispositif initial. Pour atteindre l'équilibre extérieur, notre réforme prévoit également que le processus de formation de zones monétaires régionales soit accéléré.

2.1. La régionalisation du monde, une solution à long terme pour améliorer l'efficacité de la gestion de l'endettement extérieur

La perspective de réforme doit prendre en compte l'état des déséquilibres extérieurs de ces pays. La détermination des taux de change ne peuvent à eux seuls assurer l'équilibre mondial. C'est pourquoi nous proposons d'introduire une réforme supplémentaire. En effet, si nous appliquons les réformes développées dans les chapitres 4 et 5, la Banque Supranationale enregistrerait les créances des pays excédentaires et les dettes extérieures des pays endettés. Une fois que celles-ci seraient enregistrées sur les livres de la Banque Supranationale, la Banque Supranationale rapprocherait les pays à besoin de financement et les pays à capacité de financement.

Or, en rapprochant les besoins de financement et les capacités de financement des pays, la Banque Supranationale pourrait être confrontée au refus des pays exportateurs nets de prêter leurs excédents au cours d'une durée spécifiée ou encore d'acheter des titres financiers des pays débiteurs. Cette situation risquerait inmanquablement d'exercer une force dépressive sur la stabilité du système des paiements internationaux. Pour éviter un tel scénario, le problème d'insolvabilité des pays concernés pourrait être résolu temporairement grâce à l'institution d'un fonds de solidarité qui permettrait de financer les dettes extérieures des pays les plus endettés. Ce fonds serait alimenté par des prélèvements opérés sur les excédents des pays exportateurs nets. Dans la pratique, ce prélèvement serait effectué automatiquement par le F.M.I. réformé¹⁰⁰. Une autre solution pourrait être mise en place. P. Davidson (2009) propose de mettre en place des mesures incitatives, qui encourageraient les nations créditrices à dépenser ce qui seraient

¹⁰⁰ Elie Sadigh (2001, p. 207) envisage que les prêts consentis aux pays à haut risque pourraient être garantis, pour l'ensemble des pays, par un prélèvement sur l'ensemble des échanges (par ex. 0,5%), prélèvement qui constituerait un fonds de garantie" (ibid., p. 206). E. SADIGH, (2001) *Du libéralisme ou de la loi du plus fort à l'économie politique*, Paris, L'Harmattan.

convenus par avance d'appeler les excédents "excessifs". Concrètement, ces mesures amèneraient les pays exportateurs nets à acheter des produits physiques, à investir dans de nouveaux projets d'investissements étrangers, ou offrir des transferts unilatéraux (aides étrangères) aux pays ayant un niveau d'endettement inquiétant. Par voie de conséquence, cela permettrait de prévenir une insuffisance de la demande effective globale (P. Davidson, 2004, pp. 220-226). En cas de refus des pays exportateurs nets, P. Davidson prévoit d'octroyer à la Banque Supranationale le pouvoir exceptionnel de confisquer (et redistribuer aux membres endettés) les portions des réserves estimées comme excédentaires. Cette prérogative, qui serait prévue dans les statuts de la Banque Supranationale, conférerait à la Banque Supranationale le droit de prélever les réserves excédentaires des pays exportateurs nets par une taxe de 100 %. Cette mesure dissuaderait les pays excédentaires à constituer des réserves disproportionnées en monnaie internationale. Consécutivement, nous éviterions toute forme de paralysie. Bien que cette proposition puisse être une solution pour éviter les tensions financières, elle demeure risquée, car elle serait propice à des tensions politiques. C'est pourquoi, nous ne la retiendrons pas. Une autre solution pourrait être envisagée. En prenant en compte la configuration du système actuel, le problème de l'endettement pourrait être géré à l'échelle régionale.

2.2. Etats d'avancement de la régionalisation du monde

Comme nous l'avons déjà évoqué dans nos écrits antérieurs, le cadre institutionnel du système des paiements internationaux doit s'ajuster à la nouvelle réalité du monde. Il existe un large consensus sur la nécessité de rééquilibrer la demande globale à travers le monde. Pour atteindre cet objectif, nous proposons que le processus de régionalisation du monde soit accéléré. Depuis quelques décennies, on assiste à une succession de coopérations régionales. Après environ cinquante ans d'intégration économique, les pays de la zone euro ont établi une

union économique et monétaire fondée sur une monnaie unique et commune et la création d'une Banque Centrale européenne en 1999. Sur le modèle des pays européens, qui ont institué une union monétaire régionale avec la création de la zone monétaire unique en 1999, les pays du CCG (conseil de coopération du golfe) projettent de créer une union monétaire régionale en vue de contrer la dépréciation du dollar. Quatre pays du Conseil de coopération du Golfe (CCG), l'Arabie saoudite, Bahreïn, Koweït et le Qatar, ont signé en juin 2009 à Riyad un accord sur le projet de création d'une union monétaire. Cet accord qui prévoit l'instauration d'une monnaie unique est toujours à l'ordre du jour.

Une autre initiative a été engagée par les pays d'Amérique latine afin de réduire le coût des transactions internationales¹⁰¹. Comme en témoigne J.F. Ponsot (2009, p.7), « *it would help member-countries to economize on currency flows and the associated transactions costs* ». Sur le modèle du plan Keynes, les pays d'Amérique du Sud ont ratifié le 16 octobre 2009, le traité qui institue la création d'une monnaie commune régionale le Sucre. L'acte fondateur de l'union monétaire régionale¹⁰² est signé le 7 décembre 2007. Cette initiative qui se rapproche des idées keynésiennes est considérée comme une avancée d'envergure. Comme en témoigne J. Sapir, « *par son ampleur potentielle, et par la complémentarité de ses organismes, ce traité constitue très certainement l'une des plus grandes avancées de ces vingt dernières années. Il constitue une réponse à la fois pertinente et radicale à la crise telle qu'elle est vécue par les pays du tiers-monde, et de ce point de vue pourrait à l'évidence servir d'exemple dans d'autres régions du monde* » (J. Sapir, 2009, p. 11).

¹⁰¹ Cf aussi (J.F Ponsot. et L.P Rochon,. (2010), pp. 155-162)

¹⁰² «Es fundamental que las diferencias entre países miembros sean superadas y que el método de trabajo se agilice. Lo que está en juego no es solo la creación de un banco de desarrollo, sino una nueva arquitectura regional que conlleva tres elementos interrelacionados: Una Unidad Monetaria del Sur - Un fondo de estabilización monetaria, el Fondo del Sur - Un Banco del Sur que utilice las reservas existentes para el desarrollo de la región»

2.3. Les justifications de formation de zones monétaires régionales

La régionalisation du monde intensifie les liens économiques entre les pays membres d'une zone régionale. En se référant aux travaux de Rose (2000), il établit que les échanges intrarégionaux sont plus importants entre les pays qui sont liés entre eux par leur proximité géographique, leurs tailles et leurs richesses respectives. De plus l'auteur révèle sur la base de modèles gravitationnels¹⁰³ du commerce international, que les échanges intrarégionaux (Tableau 13) sont d'autant plus élevés lorsque les pays sont liés entre eux par une monnaie unique (Kauffman, 2008, p. 61-62). Comme le révèle l'exemple de la zone euro, 69, 7 % des échanges internationaux s'effectuent dans la zone euro.

Tableau 12. Part des courants d'échanges régionaux dans le commerce mondial de marchandises, en 2008 (en pourcentage)

Destination	Monde	Amérique du Nord	Amérique Sud et centrale	Europe	CEI	Afrique	Moyen-Orient	Asie
Origine	Part							
Monde	100	100	100	100	100	100	100	100
Amérique du Nord	13	37,5	28,3	5,5	3,1	7,3	9,7	9,6
Amérique du Sud et centrale	3,8	6,2	27,2	1,8	1,7	3,7	1,9	2,6
Europe	41	17,6	16,6	69,7	46,4	40,5	30,5	12,5
CEI	4,5	1,3	1,7	6	26,1	2,3	4	2
Afrique	3,5	4,5	3,2	3,2	0,3	11,7	2,3	2,9
Moyen-Orient	6,5	4,3	1,2	1,9	1,4	8	19,8	14,6
Asie	27,7	28,6	21,9	11,9	21	26,5	31,8	55,9

Source : OMC, 2008, p.9¹⁰⁴

¹⁰³ Ces modèles gravitationnels font référence à la théorie newtonienne de la gravitation. Dans cette dernière, l'attraction entre deux corps (ici le lien commercial entre deux Etats) est d'autant plus forte que leurs masses respectives (ici les PIB), et que la distance qui les sépare est faible.

¹⁰⁴ OMC, (2008), « Évolution du commerce mondial en 2008 », Genève : OMC. (URL : http://www.wto.org/french/res_f/statis_f/its2009_f/its09_world_trade_dev_f.htm (consulté le 15 février 2009)

Tableau 13. Commerce intrarégional et interrégional des marchandises, en 2008 (en milliard de dollars et en pourcentage)

Destination	Amérique du Nord	Amérique Sud et centrale	Europe	CEI	Afrique	Moyen-Orient	Asie	Monde
Origine	Valeur							
Monde	2708	583	6736	517	458	618	3903	15717
Amérique du Nord	1014,5	164,9	369,1	16	33,6	60,2	375,5	2035,7
Sud et centrale	169,2	158,6	121,3	9	16,8	11,9	100,6	599,7
Europe	475,4	96,4	4695	240	185,5	188,6	486,5	6446,6
CEI	36,1	10,1	405,6	134,7	10,5	25	76,8	702,8
Afrique	121,6	18,5	218,1	1,5	53,4	14	113,9	557,8
Moyen-Orient	116,5	6,9	125,5	7,2	36,6	122,1	568,9	1021,2
Asie	775	127,3	801	108,4	121,3	196,4	2181,4	4353
Part des courants d'échanges régionaux dans les exportations totales de marchandises de chaque région								
Monde	17,2	3,2	42,9	3,3	2,9	3,9	24,8	100
Amérique du Nord	49,8	8,1	18,1	0,8	1,7	3	18,4	100
Sud et centrale	28,2	26,5	20,2	1,5	2,8	2	16,8	100
Europe	7,4	1,5	72,8	3,7	2,9	2,9	7,5	100
CEI	5,1	1,4	57,7	19,2	1,5	3,6	10,9	100
Afrique	21,8	3,3	39,1	0,3	9,6	2,5	20,4	100
Moyen-Orient	11,4	0,7	12,3	0,7	3,6	12	55,7	100
Asie	17,8	2,9	18,4	2,5	2,8	4,5	50,1	100
Part des courants d'échanges régionaux dans le commerce mondial de marchandises								
Monde	17,2	3,7	42,9	3,3	2,9	3,9	24,8	100
Amérique du Nord	6,5	1	2,3	0,1	0,2	0,4	2,4	13
Sud et centrale	1,1	1	0,8	0,1	0,1	0,1	0,6	3,8
Europe	3	0,6	29,9	1,5	1,2	1,2	3,1	41
CEI	0,2	0,1	2,6	0,9	0,1	0,2	0,5	4,5
Afrique	0,8	0,1	1,4	0	0,3	0,1	0,7	3,5
Moyen-Orient	0,7	0	0,8	0	0,2	0,8	3,6	6,5
Asie	4,9	0,8	5,1	0,7	0,8	1,2	13,9	27,7

Source : OMC, 2008, p.9¹⁰⁵

¹⁰⁵ OMC, (2008), « Évolution du commerce mondial en 2008 », Genève : OMC (URL : http://www.wto.org/french/res_f/statis_f/its2009_f/its09_world_trade_dev_f.htm (consulté le 15 février 2009))

Rose établit que l'institution d'une monnaie régionale a un pouvoir explicatif élevé pour expliquer l'intensification des liens économiques entre les pays membres d'une zone monétaire régionale. Comme l'attestent les données du tableau 13, les échanges intrarégionaux exprimés (en valeur) sont globalement plus élevés que les échanges interrégionaux exception faite pour l'Afrique. Les échanges intrarégionaux dans les régions monétaires comme l'union monétaire représentaient 72,8 % des échanges internationaux en 2008.

Si les autres régions du monde parviennent à instaurer une monnaie commune ou unique comme l'ont fait les pays d'Amérique latine et les pays de la zone euro, le régionalisme pourrait contribuer à résoudre les questions de la crise d'endettement et celles relatives à la solvabilité des pays. En effet, la création de zones monétaires régionales intégrées dans une union monétaire internationale présenterait l'avantage supérieur de renforcer la coopération entre la Banque Supranationale et les Banques Régionales pour gérer les questions de l'endettement extérieur. En supposant que la réforme monétaire internationale soit mise en place et que les pays non intégrés dans une zone monétaire régionale établissent une zone monétaire régionale en instituant une banque régionale et une monnaie régionale, la gestion des paiements intrarégionaux et interrégionaux pourraient être confiées à la Banque Régionale. Dans la pratique, les comptes de la banque régionale seraient scindés en deux départements, un département régional et un département international. Dans le département régional, la banque régionale comptabiliserait les transactions intrarégionales. Pour ce faire, chaque Banque Centrale des pays membres de la zone monétaire régionale aurait un compte auprès de la Banque Centrale Régionale. Exprimées et libellées dans l'unité de compte régionale (UCR), ce département régional compenserait et finaliserait les paiements entre les pays membres de l'union monétaire régionale. Le département international enregistrerait les transactions interrégionales c'est-à-dire les transactions commerciales et financières entre les pays membres de la région avec les autres

régions du monde. Ce département compenserait les paiements interrégionaux libellés en monnaie internationale.

A l'aide d'un exemple, voyons comment l'élargissement de la base du système de compensation pourrait atténuer le problème d'endettement des pays. Dans le cadre de cet exemple, notre champ d'analyse prend en compte les paiements en monnaie internationale, car la monnaie internationale n'interviendrait que dans les paiements interrégionaux. Imaginons deux régions, une région α et une région β . Nous supposons que les pays membres d'une union monétaire régionale sont liés entre eux soit par une monnaie régionale unique (comme c'est le cas des pays membres de l'U.E.¹⁰⁶) ou commune (comme c'est le cas des pays signataires du plan Sucre). Supposons que trois pays de la région α effectuent des échanges avec les pays de la région β . Par X nous désignons les exportations et par M nous désignons les importations. Nous obtenons la configuration suivante :

Tableau 14. Echanges interrégionaux des pays membres d'une zone monétaire régionale (en monnaie internationale)

<i>Compensation des dettes interrégionales au sein de la région A</i>		
Région α		
Pays A	Pays B	Pays C
X 100	X 20	X 70
M 20	M 80	M 60
Solde + 80	Solde - 60	Solde + 10
Solde de la région α : + 30 UMI		
<i>Compensation des dettes interrégionales au sein de la région B</i>		
Région β		
Pays D	Pays E	Pays F
X 20	X 80	X 60
M 100	M 20	M 70
Solde - 80	Solde + 60	Solde - 10
solde de la région β : - 30 UMI		

¹⁰⁶ On suppose qu'il existe un système de compensation à l'échelle de l'Union européenne.

Le tableau 14 comptabilise les transactions interrégionales des pays membres de deux zones monétaires régionales. En sommant les déficits et les excédents, la région α enregistrerait une position nette créditrice et la région β , une position nette débitrice. En d'autres termes, la région β serait engagée envers la Banque Supranationale pour le solde obtenu par l'écart entre la somme des importations interrégionales et la somme des exportations interrégionales des pays membres de la région. Par l'intermédiaire de la Banque Supranationale, la banque régionale β émettrait des titres qui seraient achetés par la région α . Ainsi, le déficit de la région α serait compensé par les exportations nettes de la région β . En élargissant la base du système de compensation des paiements interrégionaux aux pays membres d'une même région, nous pourrions tendre vers l'équilibre de la balance courante régionale.

En somme, la refonte évolutionniste de la structure monétaire internationale avec la création de zones monétaires régionales intégrées dans une union monétaire internationale présenterait des avantages supérieurs pour gérer le problème de la dette extérieure. Nous aurions une banque internationale qui assurerait la compensation des paiements internationaux entre les régions, une banque régionale qui assurerait la compensation entre les dettes et créances régionale et une Banque Centrale nationale qui assurerait la compensation entre les créances et les dettes extérieures des résidents sur l'extérieur.

2.4. La formation de zones monétaires régionales, une solution pour encourager une stratégie de développement économique

Les pays membres de la zone monétaire régionale, ayant un niveau d'exportation insuffisant pour importer, pourraient bénéficier des politiques de développement régional. Les pays d'Amérique du Sud ont établi un mécanisme de « coopération, d'intégration et de complémentarité économique et financière destiné

à promouvoir le développement intégral de la région latino-américaine et caraïbe» (*Tratado constitutivo del sistema unitario de compensación regional de pagos*). La banque régionale, qui se voit allouer une mission de développement, est chargée de mettre à la disposition des pays déficitaires les excédents de réserves en vue de promouvoir les investissements «d'importantes implications publiques ou macroéconomiques» (Chapitre 1, «Des dispositions fondamentales», Article 1). Par le canal de ce fonds de stabilisation appelé le fonds del Sur, qui est alimenté par des prélèvements opérés sur le montant des exportations, la banque régionale consent des prêts aux pays en difficulté pour soutenir le développement de postes clés comme l'éducation, les infrastructures, la santé.

En définitive, nous proposons une réforme globale évolutionniste qui impulserait la formation de blocs monétaires et financiers régionaux. Ces mesures complémentaires du dispositif initial ne remettent pas en cause la conception de la transformation du système des paiements internationaux. Comme nous venons de le voir, elles tendent à apporter des solutions supplémentaires pour améliorer l'efficacité de la gestion de l'endettement extérieur.

Conclusion

Les réformes que nous avons exposées supposent au préalable un consensus politique et plus particulièrement, sur la question des taux de change absolus. Nous avons observé que les taux de change absolus pourraient être déterminés en fonction des cours du dollar, de l'euro et du yen et qu'une fois défini, ils ne sont pas déterminés *ad vitam aeternam*. En effet, ils pourraient faire l'objet d'un ajustement en fonction du taux d'inflation et des comptes extérieurs.

S'agissant du consensus politique relatif à la gestion de l'endettement extérieur, nous avons établi que les réformes d'inspiration postkeynésienne peuvent être complétées par des réformes établies à l'échelle régionale. Cette refonte évolutionniste de la structure monétaire internationale, permettrait, avec la création de zones monétaires régionales intégrées dans une union monétaire internationale, de renforcer la coopération des banques régionales. En élargissant la base du système de compensation des paiements interrégionaux aux pays membres d'une même région, nous pourrions endiguer les déficits excessifs en imposant à chaque région de tendre vers l'équilibre de la balance des paiements de la région.

Conclusion de la partie 2.

L'architecture monétaire internationale doit s'adapter au monde actuel et tendre vers un rééquilibrage de l'économie mondiale. Pour ce faire, nous soumettons une réforme globale évolutionniste, dont l'une serait établie à l'échelle internationale et l'autre à l'échelle régionale. La constitution d'espaces monétaires régionaux, complétant le dispositif initial ne remettent pas en cause la transformation du système des paiements internationaux. Au contraire, elle cherche à améliorer l'efficacité et la pérennité du système des paiements internationaux en transférant la gestion de l'endettement international des pays chroniquement déficitaires aux régions.

Pour mener à bien un tel projet, nous avons généralisé les principes bancaires nationaux à l'échelle internationale. Sur le modèle du plan Keynes, la refonte du système des paiements internationaux consisterait à instituer une monnaie supranationale émise par une Banque Supranationale. Cet institut d'émission se verrait allouer des fonctions monétaires, financières et de prêteur en dernier ressort.

Les apports de cette réforme sont forts. Tout d'abord, la création d'une monnaie supranationale éliminerait le problème des fluctuations erratiques des taux de change, car le mode de convertibilité des monnaies nationales relèverait d'un processus de compensation centralisée. Par voie de conséquence, le problème des déséquilibres occasionnés par les fluctuations des taux de change serait résorbé. Comme les dettes extérieures et les créances extérieures seraient libellées dans une même unité de compte, les coûts relativement élevés afférents aux paiements internationaux seraient supprimés. Consécutivement aucun pays ne pourrait absorber une fraction de sa dette en raison de la dépréciation de sa monnaie par rapport aux autres devises.

La création d'un système de compensation multilatérale présenterait l'avantage de simplifier les paiements internationaux. La totalité des créances et des

engagements extérieurs d'une Banque Centrale vis-à-vis de la Banque Supranationale (sur l'extérieur) seraient compensées de manière à obtenir une position nette globale en monnaie internationale. Ainsi, les Banques Centrales, qui présenteraient une position nette globale débitrice, n'auraient alors qu'un seul paiement à effectuer, au bénéfice de la chambre de compensation, pour éteindre leur obligation. Quant à la chambre de compensation, elle réglerait les banques centrales, qui enregistreraient une position nette globale créditrice. Après compensation des soldes des banques centrales, la Banque Supranationale assurerait les fonctions d'intermédiaire financier et de prêteur en dernier ressort pour garantir une mise en concertation automatique des pays déficitaires et des pays excédentaires.

Pour que ces mécanismes établis à l'échelle internationale soient internalisés dans les systèmes des paiements nationaux, nous soumettons un aménagement des comptes des banques centrales. Les comptes des banques centrales seraient séparés en deux départements : le département national et le département international. Le département national comprendrait en plus des comptes des banques commerciales, un compte extérieur. Par l'intermédiaire de ce compte extérieur qui offrirait un service de compensation entre les créances et les dettes du reste du monde vis à vis du pays, la Banque Centrale finaliserait les paiements internationaux entre les résidents et les non-résidents. Symétriquement, les créances et les dettes extérieures du pays sur le reste du monde seraient enregistrées dans le département international. Les avantages sont multiples.

Ce système ajusterait automatiquement l'offre de titres des pays importateurs nets et la demande de titres des pays exportateurs nets. Ainsi, les importations nettes des pays déficitaires seraient financées par l'épargne excédentaire des pays exportateurs nets. En effet, après compensation des soldes des banques centrales, la Banque Supranationale rapprocherait les pays déficitaires et des pays excédentaires. Les pays exportateurs nets transformeraient leurs dépôts en monnaie internationale

en actifs extérieurs. En convertissant leurs créances sur la Banque Supranationale en actifs extérieurs, les pays exportateurs nets financeraient la dette extérieure des pays importateurs nets avec l'épargne excédentaire du pays. Dans ce sens, la Banque Centrale effectuerait une opération d'*open market* à des fins de stérilisation. Les résidents acquéreurs des actifs extérieurs financeraient ainsi, la dette extérieure des pays importateurs nets. Ce système, offrant des mécanismes de compensation entre les créances et les dettes du reste du monde (compte extérieur) et symétriquement, entre les créances et les dettes extérieures du pays sur l'extérieur (compte international), finaliserait les paiements internationaux entre les résidents et les non-résidents et symétriquement entre les pays.

Pour que celles-ci soient mises en œuvre, un consensus politique doit être établi notamment sur des sujets aussi importants que la détermination des taux de change absolus entre la monnaie internationale et les monnaies nationales et la gestion de l'endettement des pays avancés. Dans ce sens, nous avons observé que la création de zones monétaires régionales intégrées dans union monétaire internationale présenterait l'avantage de simplifier les problèmes relatifs à la détermination des taux de change et ceux liés à la gestion de l'endettement international. En renforçant la coopération des banques régionales, les questions relatives à la gestion de l'endettement extérieur pourraient être levées.

Conclusion générale

La thématique de cette thèse s'est orientée autour d'une question cruciale, à savoir face aux déséquilibres mondiaux, quelles réformes peut-on établir pour améliorer l'efficacité de la régulation monétaire et financière au niveau mondial ?

Au cours des deux dernières décennies, l'accélération de la libéralisation financière a accentué l'ampleur des déséquilibres mondiaux. Ces déséquilibres présentent de multiples facettes. Comme en témoigne la première partie de cette thèse, les déséquilibres mondiaux ne se cantonnent pas uniquement aux déséquilibres des balances des transactions courantes, ils incluent également la volatilité des flux de capitaux, les fluctuations des taux de change, l'accumulation excessive des réserves de changes officielles des grands pays émergents et les déséquilibres intérieurs. Ces déséquilibres, qui réactualisent les principales questions relatives au lancinant problème du régime monétaire international, nous ont amené à rechercher la cause fondamentale de ces déséquilibres mondiaux pour soumettre des propositions, quant aux mesures à prendre. Dans cette conclusion générale, nous résumons les principaux résultats et les contributions de cette thèse.

1. Les déséquilibres mondiaux sont intrinsèquement rattachés aux anomalies de la structure monétaire internationale actuelle.

L'examen des déséquilibres mondiaux a mis en évidence les limites du régime monétaire international. Ce régime ne parvient pas à répartir l'épargne mondiale en fonction des besoins de financement des pays. De même, la structure monétaire internationale est instable, car elle est incapable de stabiliser durablement les taux de change et de limiter la volatilité excessive des flux de capitaux. Derrière ces dysfonctionnements, nous avons mis en exergue que la cause fondamentale de ces déséquilibres est inhérente aux défaillances de la structure monétaire internationale.

1.1. Déséquilibres extérieurs et volatilité excessive des taux de change

Pour expliquer le déséquilibre de la balance courante mondiale, nous nous sommes appuyés sur une singularité marquante de la structure monétaire internationale à savoir les fluctuations erratiques des taux de change et la volatilité des flux de capitaux. Comme en témoigne cette thèse, la volatilité des taux de change génère des instabilités financières significatives, qui sont naturellement observées à travers la modification de la valeur de marché des engagements extérieurs et des créances extérieures. Ces effets de valorisation, qui ne sont pas comptabilisés dans la balance des paiements, expliquent le déséquilibre de la balance courante mondiale. Car, les effets de valorisation de certains actifs extérieurs génèrent des flux de capitaux significatifs, sans que ceux-ci n'aient de contrepartie réelle ou financière.

En affinant davantage ce lien étroit entre flux de capitaux et volatilité des taux de change, il a été possible de soulever une anomalie latente du régime monétaire international. Comme en témoignent les études de P.O. Gourinchas, H. Rey et N. Govillot, (2010); A. Brender et F. Pisani (2010); P. Lane et G.M Milesi-Ferretti, (2006b), les Etats-Unis arrivent à absorber une partie de leur dette extérieure sans dégager un excédent de leur balance des transactions courantes. Sous l'effet de la dépréciation du dollar¹⁰⁷, la valeur des actifs extérieurs nets des résidents américains (libellés dans d'autres devises que le dollar) retranscrits en dollars ont augmenté. En parallèle, les engagements extérieurs, qui étaient nettement moins rémunérés que les actifs extérieurs. A travers ces deux dynamiques, il apparaît qu'à travers les effets de valorisation déclenchés par les mouvements des prix des actifs et des taux de change des actifs extérieurs, les Etats-Unis ont engrangé des revenus financiers supplémentaires. Par le canal de ces flux de capitaux, les Etats-Unis ont

¹⁰⁷ Le coefficient de corrélation entre les mouvements des taux de change et la variation de la valeur des actifs extérieurs entre 1995 et 2005 était de $-0,74$)

absorbé une partie de leur dette extérieure, sans qu'ils n'aient eu besoin d'exporter des produits d'un montant équivalent¹⁰⁸. Derrière le « *privilège exorbitant*¹⁰⁹ » du pays émetteur, les instabilités financières, réponses des interactions entre fluctuations des taux de change, volatilité des flux de capitaux et déséquilibres extérieurs, montrent que le régime monétaire international est impuissant lorsqu'il s'agit de garantir la finalisation des paiements internationaux. Cette anomalie marque une avancée dans le cadre de l'analyse économique, car elle révèle que les mécanismes de compensation des dettes et des créances extérieures du régime actuel sont inefficaces.

1.2. Les déséquilibres extérieurs et intérieurs font système.

De plus, nous avons également montré que le lien étroit entre flux de capitaux et volatilité des taux de change nourrit les déséquilibres extérieurs et intérieurs, si bien qu'ils font système.

Du côté du pays centre, nous avons montré que le régime monétaire international auto entretient les déséquilibres du pays centre. En raison du statut monétaire international du dollar, les États-Unis fournissent une part importante du total des actifs. En effet, à mesure que le déficit extérieur s'accroît, l'accumulation de réserves en dollar dans le reste du monde se traduit par une demande excédentaire de titres américains. Comme la demande d'actifs de réserve ne s'identifie pas aux déficits du compte courant américains, les entrées excessives de capitaux par le canal des marchés financiers accentuent le déséquilibre entre la demande intérieure et les capacités de production. Derrière ce processus, les implications sont majeures en termes de stabilité financière. Du côté du reste du monde, ces réserves officielles sont coûteuses pour les pays émergents qui les

¹⁰⁸ Ces transferts de capitaux sont d'autant plus élevés dès lors que la dépréciation du dollar est forte, que les mouvements des prix des actifs sont élevés et que le degré d'intégration financière est fort (H.Rey et P.O. Gourinchas, 2005).

¹⁰⁹P.O. Gourinchas, H. Rey, et N. Govillot, (2010)

accumulent et potentiellement déstabilisantes s'ils continuent à financer sans limite le pays émetteur. Comme en témoignent Caballero et Krishnamurthy, (2009) (in A. Benassy et al. 2011), l'afflux de capitaux aux États-Unis sur le marché des actifs sûrs a pour effet de déprimer¹¹⁰ naturellement le taux d'intérêt. Ce processus, qui offre, aux États-Unis le pouvoir de s'endetter à moindre coût, stimule l'endettement extérieur et donc la dépréciation du dollar. D'ailleurs, c'est grâce à ces interactions entre dépréciation du dollar et baisse du taux d'intérêt, que les États-Unis arrivent à asseoir leur privilège exorbitant. Toutefois, cette situation n'est pas soutenable *ad vitae aeternam*. Les déséquilibres extérieurs et intérieurs américains, qui s'auto-entretiennent à travers les instabilités financières qu'ils produisent, provoquent des tensions sur les marchés financiers. Au plus fort de la tourmente financière, les investisseurs ont manifesté leur refus à financer indéfiniment le pays émetteur de la monnaie de réserve. C'est d'ailleurs, ce qu'a exprimé le marché en août 2011. Les frictions apparues sur les marchés financiers américains ont révélé que les investisseurs sont de plus en plus réticents à acheter des actifs américains au même rythme qu'auparavant. Deux faits expliquent la réticence des investisseurs. Tout d'abord, il est utile de souligner que les instabilités financières observées à travers la dépréciation du dollar et la baisse du taux d'intérêt des actifs extérieurs ont considérablement réduit les rendements des investisseurs non américains. De plus, le système financier américain est incapable de produire suffisamment d'actifs sûrs pour répondre à la demande des investisseurs. Pour éviter la faillite du régime, le système bancaire américain a produit des actifs à haut risque. Le *shadow banking system*, qui offre des actifs de qualité inférieure par la titrisation d'actifs, marque les limites de ce régime.

Cette défaillance révèle que le régime monétaire international est impuissant lorsqu'il s'agit d'établir des mécanismes de compensation des dettes et des

¹¹⁰ Il apparaît que la demande excédentaire de titres diminue le taux d'intérêt américain alors que « ces taux auraient dû le faire afin d'absorber les titres émis pour financer le déficit américain » (M. Aglietta et L. Berrebi, 2007, p. 364).

créances.

Du côté du reste du monde, il apparaît également que le régime monétaire international occasionne des déséquilibres monétaires à travers le lien étroit entre flux de capitaux et volatilité des taux de change. Comme les marchés financiers internes ne sont pas assez profonds pour absorber des ventes massives d'actifs en contrepartie des réserves que la Banque centrale acquiert, la stérilisation est forcément incomplète. En conséquence, les opérations avec l'extérieur influencent la variation de la masse monétaire du reste du monde (Banque de France, 1999 et 2007). Pour expliquer les déséquilibres monétaires, nous avons montré que le régime monétaire international occasionne des déséquilibres monétaires à l'échelle nationale. Deux faits indéniables plaident en ce sens. D'une part, nous avons montré que les paiements des non-résidents en faveur des résidents impliquent des opérations de monétisation des devises au taux du marché. Ces opérations génèrent des déséquilibres monétaires inflationnistes. D'autre part, les paiements des résidents en faveur des non-résidents génèrent une destruction de la monnaie nationale du fait de la convertibilité de la monnaie locale en devise au taux du marché.

1.3. Cause profonde des déséquilibres mondiaux

Pour identifier le lien qui peut exister entre déséquilibres mondiaux, flux de capitaux et volatilité des taux de change, nous avons examiné la nature des devises. Dans ce sens, nous avons mis en exergue que les devises sont des promesses de paiement et non des monnaies en dehors de leur zone d'émission. N'étant pas adossée à des actifs tangibles en dehors de leur zone d'émission, cette quasi-monnaie peut se dupliquer à travers les opérations financières des banques transfrontalières. Comme en témoigne A. Barrère (1985), le « *manque de monnaie centrale internationale a abouti à la création de quasi monnaie, lesquelles à la*

suite de la convertibilité extérieure peuvent se multiplier sans le contrôle des autorités monétaires nationales. [...] (Alain Barrère, 1985, p.510). Jacques Rueff (1971), qui est le premier économiste à traiter de ce problème disait déjà à l'époque que « [...] tout déficit de la balance des paiements d'un pays dont la monnaie est retournée, par les banques d'émission qui la reçoivent, à son point de départ (Etats-Unis et, à l'intérieur de la zone sterling, Angleterre) produit une véritable duplication des bases du crédit dans le monde » (J. Rueff, 1971, p. 28). L'absence de monnaie internationale adossée à des actifs tangibles explique ce processus de duplication. Les implications sont majeures, car la nature des devises expliquent la volatilité des taux de change et des flux de capitaux et également l'ampleur des déséquilibres extérieurs. Comme le montre le chapitre 3 de cette thèse, lorsque les devises-dollars sont dupliquées dans des opérations financières, les déséquilibres extérieurs des pays concernés s'accroissent. De plus, sans constituer pour autant la cause fondamentale, la libéralisation financière a constitué un puissant accélérateur de la volatilité des taux de change et des flux de capitaux.

Les tensions continues entre les systèmes financiers nationaux ont ainsi favorisé les instabilités observées sur les marchés financiers. Dans ce contexte d'instabilités financières, les crises d'endettement des pays de la zone euro et des Etats-Unis rendent incertaines la viabilité du régime actuel. Derrière ces crises, il se trouve que les interconnexions entre les systèmes financiers nationaux peuvent *in fine* bouleverser le régime monétaire international.

2. La création de zones monétaires régionales intégrées dans une union monétaire internationale

La volatilité excessive des flux de capitaux, les fluctuations erratiques des taux de change, l'accumulation et la concentration excessive des réserves de change sont autant de manifestations, qui révèlent les limites de la structure monétaire

internationale. C'est pourquoi, l'architecture monétaire internationale doit s'adapter au monde actuel et à tendre vers un rééquilibrage de l'économie mondiale pour assurer une stabilité globale durable. Dans ce sens, nous soumettons une réforme globale évolutionniste, dont l'une serait établie à l'échelle internationale et l'autre à l'échelle régionale. La constitution d'espaces monétaires régionaux, complétant le dispositif initial ne remettrait pas en cause la transformation du système des paiements internationaux. Au contraire, elle chercherait à améliorer l'efficacité et la pérennité du système des paiements internationaux en transférant la gestion de l'endettement international des pays chroniquement déficitaires aux régions.

2.1. Réforme du système des paiements internationaux

Le plan Keynes, que les autorités américaines avaient refusé il y a plus de soixante ans, prônait une nouvelle architecture des paiements internationaux. Ce plan proposait de généraliser les principes bancaires des systèmes des paiements nationaux à l'échelle internationale en réservant l'exclusivité des opérations monétaires et financières en monnaie internationale aux banques centrales.

Dans le système réformé, le critère d'émission monétaire obéirait à des règles précises en vue de garantir la stabilité durable du système monétaire et financier international. Bien que le plan Keynes n'ait pas établi de règles contraignantes lesquelles inciteraient les pays déficitaires à rembourser leurs dettes, notre thèse a levé cette limite. Pour ajuster les dettes extérieures à la capacité de remboursement des pays, nous proposons, que soit prévue dans les statuts de la Banque supranationale, une disposition qui exigerait que la Banque Supranationale impose au pays emprunteur de déposer dans un compte spécifique (compte extérieur) de sa Banque Centrale, les revenus dépensés par les résidents dans des opérations transfrontalières. Ces dépôts, qui représentent la créance du reste du monde (sur le pays), seraient stérilisés au sens où, ils ne pourraient pas être dépensés sur le

marché national tant que le reste du monde n'aurait pas importé des produits d'un montant équivalent dans le pays. Il en résulterait que les pays ne pourraient pas importer au-delà de leur capacité de remboursement.

S'agissant des instabilités financières et plus particulièrement de la volatilité excessive des taux de change, nous avons établi que l'institution d'une monnaie internationale ne permettrait plus aux monnaies nationales d'être portées dans les paiements internationaux. Consécutivement, elles ne seraient plus subordonnées à une logique de marché. En effet, le mode de convertibilité des devises reposerait sur des mécanismes de compensation. La monnaie internationale serait une monnaie commune comme l'est la monnaie centrale. Elle serait « *à la fois un étalon mondial (...), une référence pour les monnaies nationales (...)* » (Edouard Balladur, 2000, p. 44). En tant qu'étalon monétaire des monnaies nationales, la monnaie internationale serait « une unité numéraire » (S. Rossi, 2007, p. 105) qui permettrait d'établir un système de change absolu entre les monnaies nationales et la monnaie internationale. Le système des paiements internationaux, ne subissant plus la volatilité excessive des taux de change, serait plus stable. En effet, les déséquilibres mondiaux sous-jacents s'annuleraient automatiquement, car les dettes et les créances extérieures seraient libellées dans la même unité de compte.

De même, la réforme que nous proposons présente l'avantage de lever les asymétries d'information et de réduire les risques. Comme en témoigne la partie 1, l'architecture financière internationale souffre de deux faits indéniables. Le premier a trait à la méconnaissance des différents marchés, des risques et des interactions qui les lient. Le deuxième est lié à la pénurie d'actifs internationaux sûrs et liquides. Le plan Keynes offre incontestablement des réponses intéressantes. En instituant une monnaie supranationale et un système de compensation multilatérale, la Banque Supranationale émettrait la monnaie internationale à la demande des banques centrales (pays importateurs). Il en résulterait qu'au moment des paiements internationaux, la totalité des créances des pays exportateurs seraient très

exactement égale au montant total des dettes extérieures des pays importateurs nets. La Banque Supranationale, en qualité d'intermédiaire financier rapprocherait les pays ayant une position nette globale débitrice et ceux, qui ont une position nette globale créditrice. Les banques centrales, qui présenteraient une position nette globale débitrice vendraient des titres extérieurs à celles qui enregistreraient une position nette globale créditrice. Ainsi, il en résulterait des mécanismes reliant naturellement l'offre et la demande de titres extérieurs. Force est de constater que la régulation financière telle qu'elle est proposée dans le plan Keynes renforcerait l'efficacité de l'intégration financière en assurant une meilleure allocation et une répartition efficace de l'épargne mondiale. Centralisant l'ensemble des positions des banques centrales, la Banque Supranationale, accéderait à une connaissance plus approfondie des besoins et des capacités de financement des pays. Ainsi, elle pourrait gérer les risques. Toutefois, cette avancée très significative en matière de régulation financière ne doit pas occulter les progrès qu'il reste à faire pour corriger les déséquilibres excessifs des pays émetteurs et des pays excédentaires.

2.2. Internalisation des paiements internationaux dans les systèmes des paiements nationaux

Le deuxième volet de la réforme concerne l'internalisation des opérations monétaires et financières dans les systèmes des paiements nationaux. Dans ce sens, nous proposons la mise en œuvre de ces réformes dans un cadre harmonisé apte à renforcer l'efficacité de l'ensemble des nouveaux dispositifs. Pour ce faire, les comptes des banques centrales feraient l'objet d'un nouvel aménagement. Les comptes des banques centrales seraient séparés en deux départements : le département national et le département international. Le département national comprendrait les comptes des banques commerciales et un compte extérieur, qui comptabiliserait la totalité des créances et des dettes du reste du monde sur le pays.

Ce compte offrirait un service de compensation des dettes et des créances du reste du monde vis-à-vis du pays. Symétriquement, le département international comptabilisant la somme des créances et des engagements de la Banque Centrale vis-à-vis de la Banque Supranationale, assurerait une compensation des dettes et des créances extérieures du pays sur le reste du monde.

En appliquant ces réformes, ce système serait capable d'internaliser les paiements internationaux dans les systèmes des paiements nationaux sans que cela n'occasionne de déséquilibres monétaires. De même, il offrirait des actifs extérieurs sûrs, car chaque actif extérieur serait indirectement couvert par un actif tangible. Et enfin, ce système garantirait un ajustement automatique de l'offre et la demande de titres extérieurs.

Comme en témoigne le chapitre 5 de cette thèse, l'épargne des pays exportateurs nets est ajustée automatiquement au besoin de financement des pays déficitaires. La création d'une chambre de compensation internationale rend possible le rapprochement des pays à besoin de financement et à capacité de financement. En effet, au niveau mondial, la totalité des créances extérieures des pays excédentaires est égale à la totalité des dettes extérieures des pays déficitaires. Par l'intermédiaire de la Banque supranationale, les pays exportateurs nets qui achetaient les titres émis par les pays déficitaires financeraient la dette extérieure des pays importateurs nets. A l'échelle nationale, ces opérations financières sont prolongées dans les systèmes des paiements nationaux des pays exportateurs nets. Les Banques Centrales des pays exportateurs nets procéderaient à une opération d'*open market* à des fins de stérilisation. Elles vendraient les actifs extérieurs aux résidents ayant une épargne excédentaire. En substituant les actifs extérieurs qu'elles détiendraient par des dépôts prélevés sur les marchés financiers nationaux, les résidents acquéreurs des actifs extérieurs financeraient la dette extérieure des pays importateurs nets et détiendraient automatiquement un

dépôt bancaire stocké dans le compte extérieur de la Banque Centrale d'un pays importateur.

Par ailleurs, ce système des paiements internationaux garantirait une stabilité financière durable en offrant des actifs extérieurs sûrs. Eu égard aux statuts de la Banque Supranationale, la Banque Supranationale, imposerait que les crédits qu'elle aurait autorisés soient couverts par des dépôts équivalents en monnaie nationale, veillerait à ce que le déficit extérieur des pays soit ajusté à leur capacité de paiements. Dans ce sens, les pays importateurs nets déteindraient des dépôts d'un montant égal en monnaie locale. Ces dépôts, qui appartiendraient aux pays exportateurs nets, et plus particulièrement aux détenteurs des actifs extérieurs, ne pourraient pas être dépensés par les résidents. Par voie de conséquence, les pays prêteurs seraient protégés contre le défaut de paiement. Ils ne pourraient pas se retrouver dans l'incapacité de récupérer les fonds qui leur sont dus. Cette réforme réduirait considérablement les risques des investisseurs. Car les pays exportateurs nets, qui financeraient les pays importateurs nets, posséderaient automatiquement une forme monétaire (dépôt stocké dans le compte extérieur du pays importateur net) et une forme physique (le produit associé au dépôt). En d'autres termes, l'effectivité de la propriété d'une fraction du produit national est acquise au moment du paiement du pays importateur.

Enfin, ce système permettrait également que les paiements internationaux des non-résidents en faveur des résidents soient exécutés sans que les liquidités sous-jacentes des systèmes bancaires n'augmentent. Par des opérations de stérilisation établies automatiquement, la Banque Centrale exécuterait l'ordre de paiement des non-résidents importateurs en débitant le compte extérieur, qui serait alimenté soit par l'épargne des résidents ou soit par les revenus dépensés par les résidents importateurs. A travers ces mécanismes, nous corrigerions le problème des déséquilibres monétaires.

2.3 Difficultés relatives à la mise en œuvre des solutions apportées

Le cadre institutionnel doit s'ajuster à la nouvelle réalité du monde. Dans le contexte actuel de crise, il existe un large consensus sur la nécessité de rééquilibrer la demande globale mondiale. Or, la mise en œuvre de cette réforme doit répondre à deux questions majeures et étroitement liées.

La première porte sur le rythme approprié du rééquilibrage des déséquilibres extérieurs et la seconde sur les stratégies les plus efficaces dans la détermination des taux de change. Pour ce qui concerne la question des taux de change absolus entre les monnaies nationales et la monnaie supranationale, les pays émergents assument aujourd'hui, pleinement leur rôle dans de la régulation financière, si bien que les ajustements des taux de change peuvent poser un problème dès lors que ceux-ci entravent leurs stratégies de développement.

La seconde a trait à la crise d'endettement des pays avancés. Ce problème soulève des questions sur les issues possibles pour établir l'équilibre. En effet, l'ampleur des déséquilibres excessifs de certains pays ou de certaines régions nous amène à envisager une étape supplémentaire après la réforme du système des paiements internationaux pour rééquilibrer la demande globale et donc les déséquilibres extérieurs. La création de zones monétaires régionales avec une banque régionale et une monnaie régionale permettrait de compenser les paiements des pays à deux niveaux dont l'un serait établi à l'échelle régionale et l'autre à l'échelle internationale. Les zones monétaires régionales institueraient une banque régionale et une monnaie régionale. Dans les comptes de la banque régionale, nous aurions un département régional et un département international. Le premier département permettrait de compenser les paiements intrarégionaux en monnaie régionale et le second, de compenser les paiements interrégionaux en monnaie internationale. L'élargissement de la base du système de compensation à l'ensemble de pays membres d'une même région permettrait aux régions d'établir

des politiques afin de tendre vers l'équilibre de la balance des paiements interrégionaux. Derrière ces initiatives régionales, il apparaît une volonté d'améliorer l'efficacité et la pérennité du système des paiements internationaux en transférant la gestion de l'endettement international aux régions.

- AGLIETTA M. (2010), « Le dollar, le yuan et le système monétaire international », *Revue L'Economie Politique*, n°45, pp. 6-25.
- AGLIETTA M., KHANNICHE S. et RIGOT S. (2010), *Les hedge funds : entrepreneurs ou requins de la finance ?*, Paris : Perrin.
- AGLIETTA M. et BERREBI L. (2007), *Désordres dans le capitalisme mondial*, Paris : Odile Jacob.
- AGLIETTA M. (2005), « Les déséquilibres financiers des Etats-Unis et la transformation du système monétaire international », conférence internationale d'économie monétaire et financière, *Université de Paris X-FORUM et CEPII*, Strasbourg, 16-17 juin.
- AGLIETTA M. (2004), « Architecture financière internationale : au-delà des institutions de Bretton-Woods », *Économie internationale*, n°100, pp. 61-83.
- AGLIETTA M. et ORLEAN A. (2002a), *La monnaie entre confiance et violence*, Paris : Odile Jacob.
- AGLIETTA M. et ORLEAN A. (2002b), « Réflexion sur la nature de la monnaie », *La Lettre de la Régulation*, juin.
- AGLIETTA M. et SCIALOM L. (2002), « Les défis de la monnaie électronique pour les banques centrales », *Economies et Sociétés*, Série « Monnaie », ME, 4, 2/2002, pp. 241-268.
- AGLIETTA M. et MOATTI S. (2000), *Le FMI de l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Paris : Economica.
- AGLIETTA M. (1995), *Cinquante ans après Bretton-Woods*, Paris : Economica.
- AGLIETTA M. (1988), « L'ambivalence de l'argent », *Revue française d'économie*, vol. 3, n°3, pp. 87-133.

- ALLAIS M. (1999), *La crise mondiale d'aujourd'hui, Pour de profondes réformes des institutions financières et monétaires*, Paris : Clément-Juglar.
- ALLAIS M. (2002), *Nouveaux combats pour l'Europe, (1995-2002 : Nouveaux combats pour l'Europe, 1995-2002: un aveuglement suicidaire, pour une autre Europe*, Paris : Clément-Juglar.
- ALLEGRET J-P. (2007), «Quels régimes de change pour les marchés émergents ? Les solutions de coins en questions», *Panoeconomicus*, n°54-4, pp. 397-427.
- ALLEGRET J-P. et SANDRETTO R. (2000), « La nouvelle architecture du système monétaire, International, Revenir à l'esprit des lois de Bretton-Woods », *Revue d'analyse économique*, vol. 76, n° 3, septembre, pp. 437-456.
- ARTUS P. et RIPERT M.-P. (2009), « Dette extérieure des Etats, Unis 23 000 milliards de dollars en 2015 ? », *Flash Economie*, n° 219, 6 mai.
- ARTUS P. (2011a), «Prévisions financières», note mensuel, *Natixis : recherche économique*, n° 6, juin.
- ARTUS P. (2011b), «Pourquoi les banques et les investisseurs hésiteront à racheter des dettes publiques des pays en difficulté de la zone euro ? » *Flash Economie*, n° 949, 22 décembre.
- ARTUS P., BETBEZE J-P., DE BOISSIEU C. et CAPELLE-BLANCARD G., (2008) « La crise des surprimes », Conseil d'analyse Economique » (CAE), *La documentation française*.
- ARTUS P. (2007), «Dans quelles conditions peut-il y avoir titrisation des crédits bancaires ? », *Document de travail*, n°24.
- BAILLY J-L. et GNOS C. (2003), « Définition et intégration de la monnaie: l'apport de la thèse de l'endogénéité », in P. Piégay and L.-P. Rochon (eds), *Théories monétaires post Keynésiennes*, Paris : Economica.
- BAILLY J-L. (2003), "On the Macroeconomic Foundations of the Wage-Price Relationship", in L.-P. Rochon and S. Rossi (eds), in *Modern Theories of Money: The Nature and Role of Money in Capitalist Economies*, Edward Elgar.

- BAILLY J-L. (1994), « Monnaie, finance et intérêt », *Economie Appliquée*, Tome XLVII, n°1, pp. 151-174.
- BAILLY J-L. (1993), « Circuit et financement de la production », Publications du Centre Universitaire de Luxembourg, *Cahiers d'économie*, fascicule VI, pp. 38-53.
- BAILLY J-L. (1992), « Nouvelles considérations sur le 'motif de finance' de John Maynard Keynes », *Economie Appliquée*, Tome XLV, n°1, pp. 105-127.
- BALLADUR É. (2000), *La mondialisation, l'euro et le système monétaire mondial: Une économie mondialisée peut-elle fonctionner durablement sans monnaie mondiale?*, Paris : Institut français des relations internationales.
- BANQUE DE FRANCE (2011a), « Face aux déséquilibres mondiaux : quelle régulation? », *bulletin de la Banque de France*, mars 2011.
- BANQUE DE FRANCE (2011b), « Position extérieure de la France », *statistiques de la Banque de France*, janvier.
- BANQUE DE FRANCE (2011c), « Balance des paiements de la France », *étude de méthodologie de la Banque de France*, janvier.
- BANQUE DE FRANCE (2007), « L'influence des non, résidents sur la création monétaire dans la zone euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 168, Décembre 2007.
- BANQUE DE FRANCE (2003), « La position extérieure : éléments de mesure et utilité pour la politique monétaire et la stabilité financière », *Bulletin de la Banque de France*, n° 109, janvier.
- BANQUE DE FRANCE (1999), « L'impact des opérations avec l'extérieur sur la création monétaire dans la zone euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 69, septembre.
- BANQUE DE FRANCE (1994), « Compensation des opérations de change : l'expérience de la place de Paris », *Bulletin de la Banque de France*, n° 4, avril.

- BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX (2011), 81e Rapport annuel 1er avril 2010–31 mars 2011, Bâle : BRI, 26 juin.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT (2010), “Foreign exchange and derivatives market activity”, Washington, DC: Fonds monétaire international, Avril.
- BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX (2009), « Sauver, rétablir et réformer : l’étroit chemin à parcourir », 79e Rapport annuel, Bâle : BRI, 29 juin.
- BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX, (2008), «Marchés des changes», 78e Rapport annuel de la BRI, Bâle : BRI, juin.
- BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX et FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL (2003), « Statistiques de la dette extérieure : guide pour les statisticiens et les utilisateurs », Washington : Fonds monétaire international.
- BARRERE A. (1985), *Keynes aujourd'hui: théories et politiques*, Paris : Economica.
- BENASSY-QUERE A., FARHI E., GOURINCHAS P-O, MISTRAL J., PISANI-FERRY J. et REY H. (2011), « Réformer le système monétaire international », *Conseil d'analyse économique (CAE)*, n° 99.
- BENASSY-QUERE A. et COEURE B. (2010), « Le rôle international de l’euro », *Revue d'économie politique*, n° 120, mars-avril.
- BENASSY A. et DEUSY-FOURNIER P. (1994), « La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973 », *Revue Économie Internationale*, n° 59, 3ème trimestre.
- BLOT C. et TIMBEAU X. (2009), « Du chaos financier au K.O. économique » *Revue de l'OFCE*, n°110, juillet.
- BOURGUINAT H. (2007), *Finance internationale*, Paris : Dalloz.
- BOURGUINAT H. et BRIYS É. (2009), *L'arrogance de la finance : comment la théorie financière a produit le krach*, Paris : La Découverte.

- BOYER J. (1985), « Circulation du revenu et circulation du capital : la distinction monnaie/crédit chez Thomas Tooke », *Revue économique*, vol. 36, n° 3, pp. 555-578.
- BOYER R., DEHOVE M. et PLIHON D. (2004), « Les crises financières », Rapport du Conseil d'Analyse Économique, *La Documentation Française*.
- BRENDER A. et PISANI F. (2007a), *Les déséquilibres financiers internationaux*, Paris : La Découverte.
- BRENDER A. and PISANI F. (2007b), “Global imbalance, is the world economy really at risk”, Disponible sur Dexia <http://www.dexia-am.com/globalimbalances/>, (consulté en 2010)
- BOUTILLIER M., NIVAT D. et OUNG V. (2007), « L'influence des non-résidents sur la création monétaire dans la zone euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 168, Décembre.
- BROSSARD O. (2001), *D'un krach à l'autre*, Paris : Grasset et Fasquelle.
- CABALLERO R., FARHI E. and GOURINCHAS P-O. (2006), “An Equilibrium Model of ‘Global Imbalances’ and Low Interest Rates,” *NBER Working Paper* No. 11996, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- CAGAN P. (1956), « The Monetary Dynamics of Hyperinflation » in Friedman Milton (éd.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, University of Chicago Press, pp. 25-117.
- CALVO G., LEIDERMAN L. and REINHART C. (1996), “Inflows of capital to developing countries in the 1990s”, *Journal of Economic Perspectives*, pp. 123–139.
- CALVO G. (1988), “Servicing the public debt: The role of expectations”, *American Economic Review*, n°78, pp. 647-661.
- CARAMAZZA F., RICCI L-A. and SALGADO R. (2004), “International contagion in currency crises”, *Journal of International Money and Finance* n°23, pp. 51–70.

- CARAMAZZA F., RICCI L-A. and SALGADO R., (2000), "Trade and financial contagion in currency crises" *IMF Working Papers*, n° 55, March.
- CARTAPANIS A. (2009a), « La crise financière, ses causes, son déroulement, ses conséquences. Quelles leçons ? », Paris : Journée d'étude de l'OFCE, 12 février.
- CARTAPANIS A. (2009b), « Sous l'égide du G20 » Vers une nouvelle architecture de la finance mondiale ? » *Revue de l'OFCE*, 2009/3 n° 110, pp. 391-408.
- CABALLERO R. and KRISHNAMURTHY A. (2009), « Global Imbalances and Financial Fragility », *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 99, n° 2, pp. 584-588.
- CARVALLO R. (1971), « Les contraintes de l'environnement extérieur: le mécanisme de l'euro-dollar », *Revue Économique*, vol. 22, issue 4, pp. 613-656
- CASSEL G. (1916), "The Present Situation of The Foreign Exchanges", *The economic Journal*, vol. 26, pp. 62-5.
- CENCINI A. (2001), *Monetary theory National and International*, New York : Routledge.
- CENCINI A. (2000), "World Monetary Disorders: Exchange Rate Erratic Fluctuations," *Working Papers, Center for Banking Studies and University of Lugano, Research Laboratory of Monetary Economics*.
- CENCINI A. and SCHMITT B. (1991), *External Debt Servicing. A Vicious Circle*, London and New York: Pinter Publishers.
- CLERC D. (1988), *Les désordres financiers*, Paris : Syros/Alternatives.
- COBBAUT R. (2008), « La crise des *subprimes*», *La Revue Nouvelle*, n°4, Avril.
- COHEN D. et PORTES R. (2003), « Crises de la dette : prévention et résolution », Conseil d'Analyse Économique, Rapport n° 43, *La Documentation Française*.
- COURBIS B., FROMENT E. et SERVET J-M. (1990), « A propos du concept de monnaie», *Cahiers d'économie politique*, n° 18, pp. 5-29.

- DAVIDSON P. (2002), *Financial markets, money and the real world*, Cheltenham (GB); Northampton (Mass.) : E. Elgar.
- DAVIDSON P. (2004), “The future of the International Financial System”, *Journal of Post Keynesian Economics*, summer.
- DAVIDSON P. (2009), « Réformer la monnaie internationale », *L'Économie politique* 2/2009, n° 42, pp. 75-87.
- DEISS J. (1979), *Monnaie et Prix internationaux*, Paris : Droz.
- DIEMER A. et DOZOLME S. (2011), *Les enseignements de la crise des subprimes*, Paris : Clément Juglar.
- DOSTALER G. (1994), *Keynes et Bretton-Woods, de l'ordre des nations à l'ordre des marchés. Bretton-Woods, cinquante ans plus tard*, Québec : Univers.
- DOUBI BI T. (2011), *Banque, Finance & Bourse*, Paris : Harmattan.
- DRUNAT J., DUFRENOT G. et MATHIEU L. (1994), « Les théories explicatives du taux de change : de Cassel au début des années quatre, vingt » In: *Revue française d'économie*, Vol. 9, n° 3, p. 53-111.
- DUHAMEL O. (1971), *Monnaie et balance des paiements* Paris : Armand-Colin.
- DUMAS B. (2009), *La monnaie et les banques dans l'économie*, Paris : Educa Vision Inc.
- EICHENGREEN B. (2008), *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, Princeton University Press (2e édition).
- EICHENGREEN B., ROSE A. and WYPLOSZ C. (1996), “Contagious currency crises”, *NBER Working Papers*, n° 5681.
- FERRAS G. (1971), « Les banques centrales et le marché des eurodollars », in *L'eurodollar*, Paris : Calmann-Levy, pp. 69-87.
- FISHER I. (1911), *The purchasing power of money, its determination and relation to credit, interest and crises*, New-York : Macmillan.

FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL (2012), « Une reprise en cours, mais qui reste en danger », *Perspectives de l'économie mondiales*, Washington : Fonds monétaire international, Avril.

FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL (2011a), « Croissance au ralenti, risques en hausse » *Perspectives économiques de l'OCDE*, Etudes spéciales, Washington : Fonds monétaire international, Septembre.

FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL (2011b), « Les tensions d'une reprise à deux vitesses Chômage, matières premières et flux de capitaux», *Perspectives économiques de l'OCDE*, Etudes spéciales, Washington : Fonds monétaire international, Avril.

FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL (2010a), "Reserve Accumulation and International Monetary Stability", Washington : Fonds monétaire international, April 13.

FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL (2010 b), « Droits de tirage spéciaux (DTS) », Washington : Fonds monétaire international.

FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL (2007), « Effets de contagion et cycles économiques mondiaux », *Perspectives de l'économie mondiale*, Washington, Avril.

FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL (2006), « Rapport annuel du comité des statistiques de la balance des paiements du FMI », Washington : Fonds monétaire international.

FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL (2004), « Révision du manuel de la balance des paiements », Cinquième Édition, Washington : Fonds monétaire international, Avril.

FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL (2001), "Robert Mundell évoque la perspective d'une monnaie unique mondiale", *FMI Bulletin*, Vol. 30, n°5, Washington : Fonds monétaire international, 12 mars.

FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL (1988), « L'écart statistique de la balance mondiale des opérations courantes », *Perspectives économiques de l'OCDE*, Etudes spéciales, Washington : Fonds monétaire international, juin.

- FRANKEL J-A and ROSE A-K. (2002) “An estimate of the effect of currency unions on trade and output”, *Quarterly Journal of Economics* CXVII (2), pp. 437-466.
- FRIEDMAN M. (1956), "The Quantity Theory of Money--A Restatement" in *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago : University of Chicago Press.
- FRIEDMAN M. (1971), « Le marché de l'eurodollar: les principes fondamentaux » in *L'eurodollar*, Paris : Calmann Levy.
- FRIEDMAN M. (1994), *Money Mischief: Episodes in Monetary History*, USA : Milton Friedman.
- FRIEDMAN M. (1995), *Essai d'économie positive*, traduit par Guy Millière, Paris : Litec.
- FRIEDMAN M. and ROSE D. (2002), *Capitalism and freedom*, Chicago : University of Chicago Press.
- FULLARTON J. (1845), *On the regulation of currencies*, London : J. Murray, Albemarle Street.
- GENEREUX J. (2008), *Économie Politique : Tome 1. Concepts de base et comptabilité nationale*, 5e éd., Paris : Hachette coll. Les Fondamentaux.
- GILLES P. et al. (2008), *Vulnérabilité et crises financières*, Paris : L'harmattan.
- GLICK R. and ROSE A. (1999), “Contagion and trade: why are currency crises regional?” *Journal of International Money and Finance* n°18, pp. 603–617.
- GNOS C. (1998), *L'euro, monnaie pour l'an 2000*, Paris : management et société.
- GNOS C. and ROCHON L-P. (2005), “Reforming the International Financial and Monetary System: From Keynes to Davidson and Stiglitz”, *Journal of post Keynesian economics*, winter.
- GOODHART C.A.E. (1989), *Money, Information and Uncertainty*, Macmillan, second edition.
- GOURINCHAS P-O., REY H. and GOVILLOT N. (2010), “Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty”: *Institute For Monetary And Economic Studies Bank Of Japan*

- HAYEK F. VON (1978), *Denationalization of Money. The Argument Refined. An Analysis of the Theory and the Practice of Concurrent Currencies*, 2nd Eds, London : IEA.
- JETIN B. (2008), *Régionale ou mondiale ? : Les enjeux de l'intégration monétaire et financière en Asie*, Bordeaux: GARNET, Annual International Conference 2008: *Mapping Integration and Regionalism in a Global World: The EU and Regional Governance Outside the EU*.
- KAMINSKY G. and REINHART C. (1999), « The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems », *American Economic Review*, vol. 89, n° 3, pp. 473-500.
- KAMINSKY G. and SCHMUKLER S-L. (2002), « Short-run Pain, Long-run Gain: The Effects of Financial Liberalization », *NBER Working Paper*, vol. 9 n° 787.
- KAUFFMAN P. (2008), *Union monétaire européenne*, Bordeaux : PU Bordeaux.
- KEYNES J-M. (1980), *Activities 1940-1944, Shaping the Post-War World: The Clearing Union*, The Collected Writings of J.M.K, Vol XXV, London : Macmillan.
- KEYNES J-M. (1936/ 1969), *Théorie Générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, trad. J. de Largentaye, Paris : Bibliothèque scientifique Payot.
- KEYNES J-M. (1930/1973), *Treatise on Money*, Vol. XII in The Collected Writings of J.M. Keynes, sous la direction de D. Moggridge et A. Robinson, London : Cambridge University Press, pour la Royal Economic.
- KEYNES J-M. (1931/1972), *Essays in Persuasions*, The Collected Writings of J.M.K., Vol IX, London : Macmillan.
- KEYNES J-M. (1929), « The German Transfer Problem », *Economic Journal*, n° 39, pp. 1-7.
- KEYNES J-M. (1920/2002), *Les conséquences économiques de la paix*, Paris : Gallimard traduction par David Todd.
- KNAPP G-F. (1924), *The State Theory of Money*, London : Macmillan.

- KRUGMAN P-R. (2009), *Economie internationale*, Paris : Pearson Education France.
- KRUGMAN P-R. (2003), *Economie internationale*, Paris : Pearson Education France.
- KRUGMAN P-R. (1998), "The Eternal Triangle", Cambridge : Massachusetts Institute of Technology (MIT), unpublished, (<http://web.mit.edu/krugman/www/triangle.html>).
- KRUGMAN P-R. (1992), *Geography and Trade*, 2nd Printing, Cambridge : MIT Press.
- LAEVEN L. and VALENCIA F. (2008), « Systemic Banking Crises: A New Data- Base », *IMF Working Paper*, n° 08/224, novembre.
- LANE P-R. and MILESI-FERRETTI G-M. (2005), "A Global Perspective on External Positions," *IMF Working Paper* 05/161.
- LANE P-R. et MILESI-FERRETTI G-M. (2006a), « Les conséquences des déséquilibres mondiaux. De nouvelles données pour mieux évaluer le patrimoine extérieur des pays », *Finances & Développement*, Washington : FMI.
- LANE P-R. and MILESI-FERRETTI G-M. (2006b), « The external wealth of nations mark II: revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970-2004 », *IMF Working Paper*, WP/06/29, mars.
- LAVOIE M. (1984), *The Endogenous Flow of Credit and the Post, Keynesian Theory of Money*, in Mussella M. and Panico C. ed., *The Money Supply in the Economic Process. A Post-keynesian Perspective*, Edward Elgar, Aldershot, pp. 385-411.
- LEBLAY M. (2010), « La balance des paiements des Etats-Unis et les crises financières un demi-siècle d'histoire », http://www.polemia.com/pdf_v2/balancedespaiements.pdf
- LELART M. (1966), *L'émission de monnaie dans l'économie française*, Paris : Nouvelles Editions Latines.
- LEROY G. (2011), « Qui détient la dette publique ? », *La Fondation pour l'innovation politique*, www.fondapol.org.
- LINDERT P-H. (1986), *Economie internationale*, Paris : Economica.

- MACANDREWS J-J. and ROBERDS W. (1999). Payment Intermediation and the Origins of Banking. Unpublished. Federal Reserve Bank of New York.
- MARSHALL W-C. et ROCHON L-P. (2009), “*Financing economic development in Latin America: the Banco del Sur*”, *Journal of Post Keynesian Economics; Winter, Vol. 32 Issue 2*, pp.185-198.
- MASSON P. (1999), “Contagion: macroeconomics models with multiple equilibria” *Journal of International Money and Finance* n°18, pp. 587–602.
- MASSON P. (1998), “Contagion: Monsoonal effects, spillovers, and jumps between multiple equilibria” *IMF Working Papers*, n° 98-142, September.
- MCCAULEY R. (2005), « Réserves en dollar EU dans le monde et avoirs officiels aux États-Unis », *Rapport trimestriel BRI*, septembre.
- MCKINNON R. (1993), « The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective, » *Journal of Economic Literature*, vol. 31, n° 1, mars, pp. 1-44.
- MINSKY H-P. (1957), "Central banking and money market changes", *Quarterly Journal of Economics*, Mai, pp. 171-187.
- MINSKY H-P. (1982), *Can 'It' Happen Again?* Armonk, New York, M.E. Sharpe.
- MINSKY H-P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven : Yale University press.
- MISHKIN F. (2010), *Monnaie, banque et marchés financiers*, Paris : Pearson Education France.
- MOORE B-J. (1988), *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*, London : Cambridge University Press.
- MUNDELL A-F(2002), *Bertil Ohlin : a centennial celebrations : 1899- 1999*“, Massachusetts: Ronald Findlay,Lars Jonung,Mats Lundahl, pp. 227- 265.
- MUNDELL R. (1961), « A Theory of Optimum Currency Area », *American Economic Review*. Vol. 51,n°4, pp. 657-665, september.

- MYERS S. (1984), «The Capital Structure Puzzle», *The Journal of Finance*, vol. 39, n° 3, pp. 575-592.
- MYERS S. and MAJLUF N. (1984), «Corporate Financing and Investment Decisions: When Firms Have Information That Investors No not Have», *Journal of Financial Economics*, vol. 74 (2), pp. 643-654.
- NATIONS UNIES (1993), « Système de comptabilité nationale (SCN) 1993 », Genève : ONU.
- NEWLY W-T. and BOOTLE R-P. (1978), *Theory of Money*, 3rd: Oxford Clarendon, Press.
- NOYER C. (2011), « Face aux déséquilibres mondiaux : quelle régulation? » BANQUE DE FRANCE, (2011a), *bulletin de la banque de France*, colloque international, pp.1-2.
- ORGANISATION DE COOPERATION ET DE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE, BANQUE MONDIALE, BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX, (2003), *L'endettement international, Définition, couverture statistique et méthodologie*, OCDE.
- ORGANISATION DE COOPERATION ET DE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUE, (2001), « Taux de change: Ni fixe, ni flottant », OECD Publishing.
- OHLIN B. (1933/1967), *Interregional and international trade*, Cambridge : Harvard University Press.
- OHLIN B. (2002), “The theory of Interregional Trade” in *Bertil Ohlin : a centennial celebrations : 1899-1999*“, Massachusetts : Ronald Findlay, Lars Jonung, Mats Lundahl, pp. 139-157.
- OHLIN B. (1929), « The German Transfer Problem », *Economic Journal*, n° 39, pp. 172-182.
- ORGANISATION MONDIALE DU COMMERCE (2008), « Évolution du commerce mondial », (http://www.wto.org/french/res_f/statis_f/its2009_f/its09_world_trade_dev_f.htm), Genève : OMC)

- ORLEAN A. (2008), *La monnaie dévoilée par ses crises. Vol. II : Crises monétaires en Russie et en Allemagne au XXe siècle*, Paris: l'EHESS.
- ORLEAN A. (1999), *Le pouvoir de la finance*, Paris : Odile Jacob.
- PIFFARETTI N. (2000), *Monnaie Electronique et monnaie et intermédiation bancaire*, Thèse pour l'obtention du doctorat, Université de Fribourg, le 6 Juillet.
- PISANI-FERRY J. ET MERLER S. (2012), « Une relation risquée : l'interdépendance entre dette bancaire et dette souveraine et la stabilité financière dans la zone euro », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 16, Avril.
- PONSOT J-F. and ROCHON L-P. (2009). "South america and new financial architecture », *Journal of post Keynesian economics, Journal of Post Keynesian Economics*; Winter, Vol. 32 Issue 2, pp. 155-162.
- PONSOT J-F. (2009), "International political economy and the new regulations of globalization, International conference, Poitiers, France, May 14-15, 2009 "New Financial Architecture and Regional Monetary Integration in Latin America" Disponible sur: <http://webu2.upmf-grenoble.fr/LEPII/spip/IMG/pdf/ponsot.pdf> (Consulté en 2012).
- POULON LAFAYE N. (1988), « La controverse de 1929 entre Keynes, Ohlin et Rueff sur le problème des transferts internationaux est, elle anachronique ? » *Economies et sociétés*, n° 9, Septembre.
- PRISSERT P. PIQUEMAL A. (1993), *Stratégie et économie des échanges internationaux*, Paris : Revue Banque.
- RABAUD I. (1998), « Le désajustement de la balance courante mondiale », *la lettre du CEPII* n° 170, juillet.
- ROCHON L.P and ROSSI S. (2011), "The 2007-2009 Economic and Financial Crisis: An Analysis in terms of monetary circuits", in *Economic Journal of Economic and Social Systems*.
- ROGOFF K. et REINHART C. (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.

- ROSE A. K. et STANLEY T. D. (2005), "A Meta, Analysis of the Effect of Common Currencies on International Trade." *Journal of Economic Surveys*, 19(3): pp. 347-365.
- ROSSI S. (2009), "International payment finality requires a supranational central-bank money", *International Economic Policy Institute Working Papers*, n° 12, October.
- ROSSI S. (2007), *Money and Payments in Theory and Practice*, Londres et New York: Routledge International Studies in Money and Banking.
- ROSE Andrew K. (2000), "One money, one market: Estimating the effect of common currencies on trade", *Economic Policy*, n° 30, pp. 9-45.
- RUEFF J. (1949), « L'état actuel du Système des paiements internationaux » –*La revue d'économie politique*, n° 2 pp. 6-34.
- RUEFF J. (1971), *Le péché monétaire de l'occident*, Paris : Plon.
- SADIGH E. (2001), *Du libéralisme ou de la loi du plus fort à l'économie politique*, Paris : L'Harmattan.
- SADIGH E (2010), *La financiarisation, capital contre travail : les traders au service des bandits des temps modernes*, Paris : l'Harmattan.
- SAINT ETIENNE C. (2003), *La puissance ou la mort: l'Europe face à l'empire américain*, Paris : Seuil.
- SAMUELSON A. (1991), *Economie internationale contemporaine. Aspects réels et monétaires*. Grenoble : Presses Universitaires de Grenoble.
- SAPIR J. (2009), « Une initiative à l'échelle des pays du Sud pour trouver une solution à la crise déclenchée dans les pays du Nord », 9 novembre 2009, disponible sur <http://horizons.typepad.fr/files/sapir-091109-crise-monetaire-et-traite-sucre-1.pdf> (consulté en 2010).
- SCALLON C-J. (1971), « Définition et mécanismes des opérations en eurodollars », in *L'eurodollar*, Paris : Calmann-Levy.

- SCHMITT B. (1975), *Théorie unitaire de la monnaie nationale et internationale*, Paris: Castella.
- SCHMITT B. (1985), *Un nouvel ordre monétaire international: le plan Keynes*, in F. Poulon et treize économistes, *Les écrits de Keynes*, Dunod.
- SCHMITT B. (1984), *La France souveraine de sa monnaie*, Albeuve : Castella.
- SCHMITT B. (1977), *L'or, le dollar et la monnaie supranationale*, Paris : Calmann-lévy
- SCHULMEISTER S. (2000), “ Globalisation without global money: the double role of dollar as national currency and international currency, *Journal of post Keynesian Economics*, 22, 3, spring, pp. 365- 395.
- SCIALOM L. (1995), « Les modèles de paiements concurrentiels : éléments d'analyse critique », *Revue économique*, vol. 46, n°1, pp. 35-55.
- SEVRAL J-F et TRANIE J-P. (2010), *La monnaie virtuelle qui fait vivre*, Paris : Eyrolles.
- SMITH A. (1776/1881), *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*, Édition traduite en 1881 par Germain Garnier à partir de l'édition revue par Aloïse Blanqui en 1843 (disponible sur : http://classiques.uqac.ca/classiques/Smith_adam/richeesse_des_nations/livre_4/richeesse_nations_L4.html)
- SOCIETE GENERALE (2011), « Le dollar : la monnaie des américains : leur problème ? », le 05/10/11 (<http://www.societegenerale.com/node/11824>)
- STIGLITZ J-E. (2002), *La grande désillusion*, Paris : Fayard.
- STIGLITZ J-E. (2003), “Dealing With Debt: How to Reform the Global Financial System”, *Havard International Review*, Spring.
- STIGLITZ J-E. (2010a), *Pour une vraie réforme du système monétaire et financier international*, Paris : les Liens qui libèrent.

- STIGLITZ J-E. (2010b), *Le triomphe de la cupidité*, Paris: Les Liens qui libèrent.
- SWOBODA A. (1999), « Robert Mundell et les fondements théoriques de l'union européenne », FMI, <http://www.imf.org/external/np/vc/1999/121399f.htm> (consulté en 2010).
- THORNTON H. (1802), *An inquiry into the nature and effects of the paper credit of Great Britain*, Londres, rééd. par Hayek, 1939. Trad, française : *Recherches sur la nature et les effets du crédit de papier dans la Grande, Bretagne* (Genève, 1803).
- TOBIN J. (1963), Financial Intermediaries and Effectiveness of Monetary Controls, in: J. Tobin (eds.) *Selected Essays in Economics*, Vol. I. Amsterdam: North-Holland, pp. 283- 321.
- TRIFFIN R. (1960), *Gold and the crisis*, Yale UP.
- WALRAS L. (1952), », *Eléments d'économie politique pure, ou la théorie de la richesse sociale*, Paris, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence.
- ZHOU Xiaochuan (2009), "Reform the International Monetary System", *BIS Review* 41/2009.

Liste des graphiques

Graphique 1. Ecart statistique de la balance courante mondiale (milliards de dollars)	51
Graphique 2. Le taux de change du dollar sur un demi-siècle en indice par rapport aux principales monnaies	55
Graphique 3. Etats-Unis : Dette extérieure nette et brute (en Mds de \$)	59
Graphique 4. États-Unis : taux de rendement réel sur les avoirs et engagements extérieurs... 62	
Graphique 5 Taux d'expansion ¹ du crédit au secteur non financier entre 2007 et 2011 (Variation sur 1 an, en %)	67
Graphique 6. Liquidité en dollar dans le monde en volume (en milliers de milliards de dollars)	97
Graphique 7. Croissance mondiale actuelle comparée à la moyenne avant la crise (Écart en points de pourcentage des taux de variation annuelle composés entre 2011–12 et 2000–07)108	
Graphique 8. Investissement total des entreprises (Formation brute de capital fixe aux prix et PPA courants).....	109
Graphique 9. Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat	111
Graphique 11. Taux d'intérêt à 10 ans sur les emprunts d'Etat	114
Graphique 12. Rendements des obligations publiques à dix ans (en pourcentage)	114

Liste des tableaux

Tableau 1. Echange selon Fischer	25
Tableau 2. Capacité ou besoin de financement de la France et du reste du monde (millions d'euros en 2006).....	46
Tableau 3. Évolution de la position extérieure nette (En pourcentage du PIB, sauf indication contraire)	62
Tableau 4. Evolution des balances courantes dans les régions économiques du monde en milliards de Dollars EU)	66
Tableau 5. Taux d'endettement des ménages et des SNF	67
Tableau 6. Crédit intérieur fourni par le secteur bancaire en Chine (% du PIB)	68
Tableau 7. Volume des transactions journalières de change.....	102
Tableau 8. Intervenants sur les marchés de changes (transactions au comptant)	103
Tableau 9. Le marché de la titrisation aux Etats-Unis (en milliards de dollars).....	105
Tableau 10. Détention de la dette publique par les résidents et les non-résidents	107
Tableau 11. Dette brute des administrations publiques (En pourcentage du PIB).....	110
Tableau 12. Part des courants d'échanges régionaux dans le commerce mondial de marchandises, en 2008 (en pourcentage)	198
Tableau 13. Commerce intrarégional et interrégional des marchandises, en 2008 (en milliard de dollars et en pourcentage).....	199
Tableau 14. Echanges interrégionaux des pays membres d'une zone monétaire régionale (en monnaie internationale).....	201

Liste des tables

Table 1. Extrait de la balance des paiements	37
Table 2. Extrait de la balance des paiements	37
Table 3. Encours de la dette extérieure : en devises et en monnaies nationales.	56
Table 4. Banque commerciale américaine A - Destruction du dépôt sur l'importateur américain	72
Table 5. Commercial Federal Bank - Correspondant européen aux Etats-Unis- Création du dépôt sur le compte loro de la banque commerciale française (BCF)	72
Table 6 . FED – Virement du dépôt de la banque commerciale américaine à la commercial Federal Bank	72
Table 7. Commercial Federal Bank - Cession des avoirs de la Banque commerciale française (BCF) à la Banque de France	74
Table 8. FED- Cession des avoirs de la BCF à la BF	74
Table 9. Banque Commerciale Française- conversion des devises-dollars en euro.....	74
Table 10. Banque de France- monétisation des devises par voie de création monétaire.	74
Table 11. BCF - Création d'un dépôt dans la monétisation des devises	74
Table 12. Banque de France - Placement des réserves	76
Table 13. FED - Placement des réserves.....	76
Table 14. Banque commerciale américaine –Placement des réserves	76
Table 15. Banque commerciale française - Destruction du dépôt du résident français.	79
Table 16. Banque de France	79
Table 17 . Bilan banque commerciale - Création d'un dépôt au sens de M. Friedman	87
Table 18. Bilan d'une banque - Ouverture d'une ligne de crédit (Hors bilan)	89
Table 19. Bilan de la Banque commerciale – Paiement du salarié	89
Table 20. Système bancaire américain - Formation d'une dette extérieure-.....	90
Table 21. Système bancaire du reste du monde - Formation d'un dépôt en devise-dollar détenus par le reste du monde et localisé aux Etats-Unis	91

Table 22. Banque commerciale américaine- Paiement du résident américain.....	98
Table 23. Correspondant français aux Etats-Unis- virement du dépôt de la banque commerciale américaine en faveur de la banque commerciale française	98
Table 24. FED – Paiement interbancaire de la BCA en faveur de CFB-	98
Table 25. Banque commerciale française - Compte Nostro à la CFB – paiement du résident français -euro-compte.....	99
Table 26. Bilan de la banque commerciale française - Opération d’intermédiation financière internationale.....	99
Table 27. Bilan de la Banque à Londres – duplication des eurodollars	99
Table 28. Opération bancaire liée à une exportation de produit contre des devises	130
Table 29 . Opération de paiement international à découvert.....	148
Table 30. Paiement du pays R en faveur du pays A.....	151
Table 31. Banque supranationale, Paiement définitif international	151
Table 32. Banque commerciale - ouverture d’une ligne de crédit monétaire à un agent sur la base de titres mobiliers actions.....	167
Table 33. Ecritures bancaires nationales relatives aux paiements des importations (Sergio Rossi, 2007).....	171
Table 34. Ecritures bancaires nationales relatives aux paiements des exportations dans le système réformé (avec un solde du compte extérieur ≥ 100).....	171
Table 35. Ecriture bancaire avec $M > X$	175
Table 36. Prolongement du paiement du non-résident en faveur du résident avec $X > M$	176
Table 37. Opérations bancaires liées au paiement du résident américain en faveur d’un français	183
Table 38. Finalisation des paiements internationaux dans le système des paiements nationaux	186
Table 39. Finalisation définitive des paiements internationaux dans le système des paiements des Etats-Unis.....	187

Table 40. Finalisation des paiements internationaux dans le système des paiements internationaux (récapitulatif).....	188
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----