Communauté UNIVERSITÉ Grenoble Alpes

eman ta zabal zazu

Universidad del País Vasco / Euskal Herriko Unibertsitatea

THÈSE

Pour obtenir le grade de

DOCTEUR DE LA COMMUNAUTÉ UNIVERSITÉ GRENOBLE ALPES

préparée dans le cadre d'une **cotutelle** entre la ***Communauté Université Grenoble Alpes*** et la **« Universidad del País Vasco / Euskal Herriko Unibertsitatea »**

Spécialité : **Sciences Économiques**

Arrêté ministériel : le 6 janvier 2005 - 7 août 2006

Présentée par

Juan Maria BARREDO ZURIARRAIN

Thèse dirigée par **Faruk ÜLGEN** et **Joaquín ARRIOLA**

préparée au sein des **Laboratoires « Centre de Recherche en Économie de Grenoble »** et **« Departamento Economía Aplicada I »**

dans **l'École Doctorale de Sciences Économiques de l'Université Grenoble Alpes** et dans **la « Sección de Master y Doctorado »**

Le Système Monétaire International comme facteur d'instabilité :
une ébauche de réforme

Thèse soutenue publiquement le **26 juin 2015** devant le jury composé de :

Monsieur Faruk ÜLGEN
Maître de conférences, HDR, co-directeur de la thèse
Monsieur Ramón TORTAJADA
Professeur émérite, président du jury
Monsieur Javier BILBAO
Profesor titular, Universidad del País Vasco, suffragant
Madame Maria Eugenia CORREA
Catedrática, Universidad Nacional Autónoma de México, Rapporteur
Monsieur Luis Fernando LOBEJÓN
Profesor Titular, Universidad de Valladolid, Rapporteur
Monsieur Francisco FLORES
Catedrático, Universidad del País Vasco, suffragant

eman ta zabal zazu

Universidad del País Vasco
Euskal Herriko Unibertsitatea

TESIS DOCTORAL

Le Système Monétaire International comme facteur d'instabilité : une ébauche de réforme

Autor : Juan María Barredo Zuriarrain

Tesis realizada en cotutela entre la Universidad del País Vasco / Euskal Herriko Unibertsitatea y la Universidad Pierre Mendès France, Grenoble, (Francia).

Bajo la codirección de Joaquín Arriola y Faruk Ülgen.

2015

(cc) 2015 JUAN MARIA BARREDO ZURIARRAIN (cc by-nc 4.0)

L'Université de Grenoble n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans cette thèse. Ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Cette thèse a été réalisée dans le cadre du soutien financier du Gouvernement Basque pour la période 2010-2013, avec un contrat d'Attaché Temporaire d'Enseignement et de Recherche (ATER) à l'Université de Grenoble pour la période 2014-2015 et avec la solidarité financière de la famille du doctorant pour la période restante.

Ma reconnaissance va en premier aux co-directeurs de thèse Joaquín Arriola et Faruk Ülgen. Sans leur disponibilité, leur encadrement, leur sens critique et leur patience, je n'aurais pas pu réaliser ce travail.

Je veux remercier également l'Université de Grenoble et celle du Pays Basque, les deux départements des facultés où j'ai été inscrit en thèse ainsi que les enseignants et le personnel administratif qui m'ont aidé à m'y retrouver dans le dédale bureaucratique de la thèse en co-tutelle.
Merci au Gouvernement Basque pour son aide financière.

Je suis très reconnaissant à Amparo, Julien et Vincent pour leur travail désintéressé de correction de style.

Cette thèse doit beaucoup aux riches discussions avec mes amis et collègues Alberto G., Alberto M., Alejandro, Henrike, Hernando, Jonber, Manuel, Ramón, Ricardo, Xabier... et, en général, aux personnes actives au sein de « Economía Crítica ».
J'ai également bénéficié d'un milieu privilégié pour la discussion parmi mes collègues doctorants et de la patience infinie de mes amis des deux côtés des Pyrénées.
Merci à Elena et à ma famille. Aussi dur que cela puisse être, n'importe quel travail est agréable en leur compagnie et avec leur amour.

Finalement, mon éternelle reconnaissance aux défenseurs des acquis sociaux. Les bibliothèques, les écoles, les Universités... sont des trésors qui résultent de leur lutte. L'esprit critique, la science au service de l'intérêt général, l'art... en sont des fruits qui font de nos sociétés des sociétés plus humaines.

A mi madre y a mi padre.

A José, *magister*.

Con dinero y sin dinero,
yo hago siempre lo que quiero,
y mi palabra es la ley

No tengo trono ni reina,
ni nadie que me comprenda,
pero sigo siendo el rey.

Jose Alfredo Jimenez, « El Rey », chanson classique mexicaine

Amor con amor se paga

H.R.C.F

Le Système Monétaire International comme facteur d'instabilité : une ébauche de réforme

Table des matières

Introduction.....1

Éléments de cadrage contextuel.....1

De l'intérêt de notre recherche au regard de la littérature existante.....4

Sur les risques de notre pluralité théorique et de l'utilisation de catégories économiques hétérogènes.....11

À propos de la méthodologie adoptée et de la structure de la thèse.....12

Chapitre 1 : Instabilités du Système Monétaire International : débats fondamentaux et alternatives théoriques.....16

Section 1 : Origines financières du désordre.....18

a. L'hypothèse des marchés efficients.....20

§1. Le marché financier, exemple d'efficience.....20

§2. Asymétries sur le marché financier.....23

b. Cycles et bulles spéculatives.....26

§1. La finance comportementale.....27

§2. La spéculation, caractéristique d'une économie instable.....28

Section 2 : Analyses conventionnelles sur les instabilités liées au Système Monétaire International.....33

a. Les Global Imbalances, principale source monétaire d'instabilités ?.....34

b. Des alternatives proposées dans la littérature face aux instabilités monétaires. 39

Section 3: Le désordre structurel du SMI et ses conséquences: présentation de l'approche théorique adoptée.....43

a. L'ordre idéal des zones monétaires.....44

b. Opérations financières et émissions de monnaies vides.....49

c. L'organisation monétaire internationale.....51

d. Une critique au débat des Global Imbalances.....56

e. Des éléments pour construire une explication structurelle.....62
f. La nécessité d'une lecture dynamique du SMI.....67
Conclusion du premier chapitre 70

Chapitre 2 :

Le système de monnaies-clés : une instabilité inhérente et historique 73

Section 1 : L'étalon de change-or : de la rigidité théorique de l'étalon-or à l'instabilité des années trente.....74
a. Le mécanisme d'équilibre des balances et les « règles du jeu ».....75
b. La démystification de l'étalon-or.....78
c. L'après-guerre : le retour impossible à l'étalon-or.....83
d. Un nouveau panorama économique international.....88
e. Tensions et crise monétaire avant la guerre.....92
Section 2 : Bretton Woods, à la recherche de l'ordre... et du pouvoir monétaire.....98
a. Keynes et White, mêmes défis, mécanismes différents.....99
b. La confrontation des positions : les intérêts géopolitiques dévoilés.....105
Section 3 : Développement économique et les rigidités de Bretton Woods : le réveil du fantôme de l'instabilité monétaire internationale.....110
a.« L'Âge d'Or » ou le début de la fin de l'étalon or.....110
b. L'essor des mouvements financiers transfrontaliers : l'impossibilité définitive de contrôler la liquidité.....114
c. Une transition progressive vers un SMI plus libéral.....117
Conclusion du deuxième chapitre 123

Chapitre 3 :

Les monnaies nationales face à l'économie globale.....126

Section 1 : De la libéralisation financière à la financiarisation de l'économie capitaliste...127
a. Les pétrodollars et la privatisation de la gestion des déséquilibres.....128
b. La libéralisation financière, aux États-Unis et ailleurs.....133
c. Les grandes transformations dans l'économie et le phénomène de financiarisation.. .139
Section 2 : L'expansion géographique et la transnationalisation des processus d'accumulation.....143
a. Les pays face à la transnationalisation des dynamiques d'accumulation.....144
§1. La doctrine de l'ajustement : l'ouverture dictée par les institutions étrangères...147

§2. L'État planificateur dans le cadre d'une libéralisation à long terme.....149
b. Les phénomènes d'intégration régionale : une autre dimension de l'accumulation mondiale.....150
§1. L'expansion géoéconomique des États-Unis en Amérique.....150
§2. L'intégration de l'est et du Sud-Est asiatique : une complémentarité productive... au sein de la DIT.....152
Section 3 : Les zones monétaires face aux défis de la transnationalisation et de la financiarisation.....155
a. Vers la privatisation et la multiplication des relations entre les zones monétaires.....155
b. Politique monétaire extérieure de facto Vs de jure.....161
c. La dissolution des zones monétaires nationales au profit de l'essor des grandes zones devise.....170
§1.La Zone Euro : l'union monétaire comme étape finale dans l'intégration économique.....172
§2.Le bloc est-asiatique : intégration financière et monétaire.....175
§3.Le Dollar, en tête du système monétaire contemporain.....181
Conclusion du troisième chapitre.....185

Chapitre 4 :
Les déséquilibres commerciaux internationaux et la crise économique contemporaine : une lecture utile, mais limitée.....187

Section 1 : Déséquilibres aux États-Unis et crise de 2007.....187
a. De l'économie politique aux modèles de croissance tirée par les exportations (export-led) et de croissance tirée par la dette (debt-led growth).....188
b. Les facteurs extérieurs qui expliqueraient le déficit extérieur des États-Unis.....196
c. Facteurs propres à la politique économique étasunienne expliquant le déficit et appels à la coordination internationale.....200
Section 2 : Asymétries au sein de l'Eurozone : une lecture majoritaire de la crise.....207
a. La crise de l'euro : au-delà des défaillances structurelles.....208
b. Les déséquilibres nets et les politiques d'ajustement après 2007.....216
c. Les limites de l'approche des asymétries et la nécessité d'analyser les tensions des flux monétaires internationaux.....226
Conclusion du quatrième chapitre.....229

Chapitre 5 :
Relations monétaires internationales et gestion de la liquidité : la nécessité d'une réforme.....231

Section 1 : Incorporation des relations financières à l'étude des dynamiques de l'Eurozone et d'autres Zones Devise.....232
a. L'expansion financière dans l'Eurozone.....237
b. Les flux de capitaux à l'intérieur de l'Eurozone et le système TARGET 2.....243
c. Désendettement interne à l'Eurozone par moyen du TARGET-2 : crise de la balance de paiements des pays périphériques.....253
d. Quel futur pour les zones devise et le SMI ? Le cas des États-Unis et leurs relations financières.....258
Section 2 : Une proposition de réforme pour le système monétaire.....265
a. Quels enjeux pour la régulation financière ?.....267
§1. Dépasser l'approche microprudentielle et assumer le risque systémique.....268
§2. Régulation financière nationale ou création d'entités supra- ou inter-nationales ? 271
§3. De la surveillance macro-prudentielle à une régulation stratégique internationale 273
b. Des remèdes « symptomatiques » sur le plan monétaire.....275
c. Vers un ordre monétaire international.....278
§1.Une monnaie supranationale pour des paiements internationaux.....279
§2. Banque Centrale Supranationale ou simple intermédiaire ?.....281
§3. Que faire avec les flux financiers ?.....284
§4. Pour la stabilité financière internationale, une réforme monétaire nationale.....287
d. Limites de la grande réforme monétaire.....290
Conclusion du cinquième chapitre.....295

Conclusion générale.....300

Bibliographie.....309

Table des graphiques.....368

Table des tableaux.....370

Introduction

Éléments de cadrage contextuel

L'attention portée à la crise économique contemporaine et ses effets pervers en termes de pauvreté, d'inégalités, de chômage, etc. peut provoquer chez l'économiste deux types de réactions. D'un côté, une réaction de culpabilité et de responsabilité partagée : les économistes n'ont pas été capables d'élaborer un modèle d'organisation économique consensuel pouvant être proposé à la société et au moyen duquel il est possible de répondre à des objectifs de bien-être déterminés collectivement et dans un cadre de stabilité. Comme de nombreuses crises ou de difficultés critiques sont observées dans un grand nombre de pays de façon récurrente lors des dernières décennies, les relatives améliorations en termes de création d'emplois, de réduction de la pauvreté ou de protection sociale réalisées depuis les années 1950 ont été remises en question par le renversement des conditions économiques et les politiques d'ajustement structurel à partir des années 1980-1990.

Lorsque les conditions économiques se détériorent, les pays présentés autrefois comme une référence à suivre sont critiqués par ceux qui, en période de forte croissance, avaient loué ces derniers. Dans la finance, comme le rappelait Galbraith (1993), les agents économiques qui faisaient l'admiration des autres pour leur capacité à créer de nouveaux instruments qui dynamisaient le marché sont devenus, avec l'écroulement du système financier, des cibles de la colère sociale (et parfois, même de la justice pénale). Les attitudes égoïstes et la prise de risques élevés, qui étaient perçues comme des moteurs de la croissance, sont, dans le nouveau contexte de crise, vues comme des comportements inappropriés à corriger. Face à cette évolution, les économistes n'ont pas été en mesure de proposer des bases minimales pour réformer et stabiliser l'économie capitaliste et lui donner un sens plus humain.

D'un autre côté, l'économiste essaie de vaincre la résignation et il part à la recherche, du moins d'un point de vue académique, de réformes institutionnelles qui contribuent à améliorer les conditions de vie d'un peuple, d'un pays, du monde. C'est une réaction d'impuissance évidente lorsque celui-ci, dans sa démarche, observe qu'il existe une multiplicité de domaines dans lesquels il conviendrait d'introduire des réformes et qu'il est impossible d'en

approfondir un sans admettre son interrelation avec les autres.

Dans cette perspective vaste mais préoccupante, cette thèse vise à identifier l'un des facteurs de l'instabilité observée et à faire des propositions de réforme. À l'heure des choix à opérer en matière de réformes institutionnelles, les idées que nous avançons sont nécessaires pour orienter l'économie dans une direction économiquement souhaitable et humainement soutenable. Nous sommes conscients qu'il existe toutefois une contrainte forte qui va structurer notre recherche. Cette contrainte dérive de la contradiction entre, d'un côté, la nécessité de focaliser notre réflexion sur une dimension concrète afin de faire avancer la recherche et de tirer des conclusions sur les réformes possibles à mettre en œuvre et, de l'autre, la nécessité d'intégrer l'apport d'autres disciplines si nous voulons développer une analyse qui prend en compte la complexité de la réalité économique contemporaine. Dans cette optique, il faut admettre également qu'une réforme unidimensionnelle n'a qu'une portée assez limitée et qu'il faut toujours la compléter par des changements institutionnels à plusieurs niveaux.

Notre travail de recherche s'intéresse exclusivement à l'organisation monétaire qui régit les relations économiques internationales : **nous défendons l'idée selon laquelle la configuration actuelle du Système Monétaire International (SMI) est un facteur d'instabilité pour l'économie capitaliste**. Nonobstant, nous ne voulons pas dire par là que si nous réalisions les changements adéquats en termes de régulation monétaire internationale, nous parviendrions à éviter tous les phénomènes de crise ; la crise est propre au capitalisme et la monnaie en est un élément central. Par contre, nous affirmons qu'une réforme monétaire pertinente réduirait les tensions existantes dans la gestion de la liquidité qui peuvent déboucher sur des épisodes d'instabilité.

Avant de détailler notre hypothèse, nous définissons notre objet d'étude qu'est le SMI. Selon Dorucci et McKay (2011, p.9), ce dernier peut être pensé comme :

- un ensemble de conventions, règles et instruments de politique économique qui déterminent les conditions et modalités de l'offre de liquidités internationales et de l'ajustement des déséquilibres extérieurs ; les régimes de change et de mouvements de capitaux ; les dispositifs de surveillance bilatéraux et régionaux et les instruments de prévention des crises ainsi que les modalités de leur résolution ;

- un environnement spécifique économique, institutionnel et politique qui concerne la

liberté des relations commerciales, le degré de domination économique des pays du centre, les interconnexions entre économies de différents niveaux de développement, les combinaisons variables de politiques pré-annoncées ou discrétionnaires, les combinaisons variables des dispositifs et modalités d'intervention/action des institutions supranationales et intergouvernementales et de coopération entre acteurs.

Le cadre des relations monétaires, comme celui des relations économiques en général, évolue sans cesse, avec des règles et des environnements économiques propres à chaque époque. Lors des dernières décennies, par exemple, la régulation - en matière d'offre de liquidité ou d'ajustement des déséquilibres extérieurs, de dispositifs de surveillance et de prévention… - a été déléguée au marché. Un cas évident de cette régulation financière libérale est celui du secteur financier. La surveillance imposée lors des dernières décennies sur les marchés financiers nationaux et internationaux est fondée sur une approche micro-prudentielle : les mécanismes du marché étant considérés efficients, les autorités de surveillance tirent des conclusions sur l'état de l'ensemble du marché à partir de l'analyse de l'état individuel des agents qui participent.

Le caractère libéral de cette régulation n'entraîne pas une absence de SMI, mais l'absence de règles contraignantes, voire restrictives, qui seraient déterminées collectivement et pour l'ensemble des pays : ce sont principalement les conditions du marché qui affectent l'évolution des relations monétaires internationales.

Certes, cela n'a pas été toujours le cas : entre les années 1950 et 1970, les institutions internationales déterminaient le type d'opérations qui pouvaient être réalisées sur le plan international, surveillaient les déséquilibres extérieurs, etc. alors qu'avant la Seconde Guerre Mondiale, il existait une régulation financière similaire à celle du SMI contemporain. Ceci dit, malgré toutes les évolutions observées, il existe un élément constant qui constitue, à notre avis, le trait caractéristique du SMI depuis le développement des relations capitalistes au plan international, à savoir, l'utilisation de quelques monnaies nationales pour la réalisation d'opérations internationales.

Comme nous le verrons tout au long de cette recherche, cette caractéristique s'est révélée centrale à chaque époque dans la détermination des conditions d'accès à la liquidité, de rééquilibrage des comptes extérieurs et dans la formation de relations asymétriques – voire de domination – entre les pays. Mais ce qui est plus important, c'est que cette caractéristique est

au cœur de la formation de tensions intrinsèques au SMI. Ces tensions empêchent la gestion publique de la liquidité internationale dans un cadre de stabilité. Comme cette liquidité est assurée par peu de monnaies nationales, l'architecture monétaire actuelle entraîne une menace permanente sur ces monnaies et les systèmes financiers des émetteurs de ces monnaies. Or, la place centrale octroyée à ces monnaies – que nous appellerons « monnaies-clé » –, ainsi que les différentes formes de dépendance (commerciales, financières...) induisent le fait que la gestion des tensions incombe spécialement aux pays non émetteurs de monnaies-clé.

Le choix d'un ensemble de conventions, normes ou règles concrètes peut servir à comprendre la forme des instabilités monétaires relatives à une période de l'histoire ou à un groupe de pays dont les relations monétaires respectent les caractéristiques que nous avons définies. Mais pour développer une interprétation plus complète, nous prenons pour référence le seul facteur commun à toutes les régulations à l'œuvre lors des deux derniers siècles, à savoir l'utilisation, de monnaies nationales, principal facteur de tensions.

De l'intérêt de notre recherche au regard de la littérature existante

Le SMI facteur d'instabilité est un thème qui est abordé depuis longtemps et par des approches très hétérogènes et qui a donné lieu à une abondante littérature économique. Cette vaste littérature ne signifie pas forcément que les économistes ont beaucoup avancé sur cette question ; qui plus est, la plupart des pistes de recherche actuelles n'offrent pas un cadre théorique pertinent pour comprendre les instabilités économiques liées à l'architecture du SMI. Ceci dit, la recension critique des débats sur ce sujet constitue une étape préalable pour tirer les enseignements à partir desquels nous fondons le point de départ de notre recherche.

Depuis plusieurs décennies, nous assistons à une spécialisation des approches s'intéressant au SMI, à sa nature, à son mode de fonctionnement, à son mode de régulation... Dans ce sens, nous pouvons distinguer, à l'heure actuelle, plusieurs axes de recherche.

En premier lieu, il existe un nombre important de travaux divers visant à identifier les raisons des nombreuses crises financières qui ont secoué les économies nationales, régionales, etc. au cours des dernières décennies. Au sein de cette diversité, nous repérons des travaux qui adhérent à l'hypothèse des marchés efficients mais aussi ceux qui partagent une approche *à la Minsky*, intégrant l'instabilité comme une caractéristique propre à la dynamique des marchés

financiers. Vu cette pluralité d'approches, il est normal d'observer un large éventail de travaux ayant des conclusions sensiblement opposées quant aux possibles liaisons entre, d'une part, la dynamique de libéralisation des opérations financières et des mouvements internationaux de capitaux ayant émergé dans les années soixante-dix et, d'autre part, les crises financières ayant surgi à la même période.

Dans la mesure où ces crises prennent des formes diverses dans chaque pays ou région, les catégoriser selon les causes qui les ont provoquées relève d'une tâche complexe. Néanmoins, une série d'auteurs (Krugman 1979 ; Flood et Garber, 1984 ; Obstfeld, 1994 ; Kaminsky et Reinhart, 1996 ; Krugman, 2003) classent ces crises en différentes « générations » – première, seconde, troisième... – selon les époques dans lesquelles celles-ci ont eu lieu et/ou selon le type de causes détectées.

Certes, ces crises financières ont un impact sur le SMI ; elles affectent gravement les conditions de liquidité, les régimes de taux de change mis en place, la position relative des pays par rapport aux autres, etc. Cependant, nous ne cherchons pas à expliquer comment les crises jouent sur le SMI mais à montrer que l'architecture du SMI est un facteur pouvant provoquer des crises.

On trouve, dans certains travaux (Hubbard, 2005 ; Guha, 2009 ; Stockhammer, 2014) une explication possible de la formation d'instabilités dues à l'existence, lors des dernières décennies, de *Global Imbalances.* Ce terme est souvent utilisé pour faire référence aux niveaux record des déséquilibres en compte courant sur le plan international qui ont cours depuis les années quatre-vingt-dix et jusqu'à la crise contemporaine. Un cas évident est celui des asymétries commerciales internes à l'Eurozone, qui se sont intensifiées avec la naissance de la monnaie unique sur des règles particulières très conservatrices. Ces déséquilibres sont la manifestation des symptômes du développement d'une Eurozone à (au moins) deux vitesses : un centre, dont l'Allemagne, très compétitif et ayant des excédents significatifs, et une périphérie – l'Espagne, la Grèce, l'Italie, l'Irlande et le Portugal – caractérisée par une croissance tirée par la dette et une perte progressive de la compétitivité extérieure. La récession, particulièrement intense pour les pays périphériques, a provoqué, dans ce groupe de pays, un renversement des déficits voire des balances excédentaires temporaires. Ce renversement ne s'est pourtant pas produit aux États-Unis, premier pays développé – en termes de PIB – et enregistrant un déficit colossal. Ce pays connaît, presque sans interruption

depuis les années quatre-vingt, des soldes négatifs avec l'extérieur. Certes, depuis 2009, son déficit s'est modéré, mais il est toujours supérieur à 2% de son produit annuel.

Il semble y avoir un consensus dans la littérature économique pour souligner l'importance de la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux expliquant l'existence de si grands déséquilibres des comptes courants si profonds, notamment celui des États-Unis. Cependant, le déficit de ce pays est associé à des facteurs qui suscitent la controverse et le débat. Une première critique, visant le caractère structurel de ce déficit, concerne la justice entre pays : les pays émergents, créanciers nets des États-Unis financent le développement de ce pays avec leurs avoirs croissants en dollars grâce au « privilège » étasunien d'émettre la principale monnaie acceptée pour les opérations internationales. Par ailleurs, il existe un fort désaccord entre les économistes à propos de l'identification des raisons de la formation de forts déficits et excédents : le vieillissement de la population des pays développés, les politiques expansionnistes d'un groupe de pays ou les politiques mercantilistes d'un autre groupe, les différents développements des marchés financiers nationaux, etc .

Mais la discussion qui nous intéresse dans cette recherche et pour laquelle nous avons cité les *Global Imbalances*, est celle focalisée sur les possibles effets de ces déficits sur la stabilité économique mondiale. On peut trouver, d'un côté, des arguments pour justifier le caractère soutenable du déficit et, de l'autre côté, des voix avertissant régulièrement de la chute imminente du dollar à cause des déséquilibres. Fréquemment, les auteurs traitant de cette question renvoient aux discussions des années cinquante et soixante sur l'avenir de la balance de paiements étasunienne. Dans ce sens, il est courant de trouver des travaux partageant les postulats de la théorie de l'hégémonie financière (HST) (Kindleberger, 1973) ou, au contraire, d'autres travaux exposant des pronostics négatifs à la Triffin (1961). Comme nous le verrons dans ce travail, il existe aussi des travaux qui mettent en relation le financement net extérieur massif de l'économie étasunienne et la bulle spéculative sur le marché immobilier.

À côté de ces débats focalisés sur les menaces sur la stabilité économique liées à l'architecture contemporaine, il y a, bien évidemment, des débats sur les mesures à mettre en œuvre afin d'éviter des crises liées à ces déséquilibres. Dans la plupart des cas, il s'agit de débats traversant l'histoire mais qui traitent toujours des mêmes questions de base. L'un des débats classiques concerne le choix du régime de taux de change. D'un côté, on voit que se succèdent les travaux défendant un retour à une coopération active des pays afin de rétablir un

régime de taux de change contrôlés. Davidson (1982, 2003a, 2003b), par exemple, argue que la stabilité des taux de change aurait des effets positifs sur la réduction de l'incertitude et encouragerait les entrepreneurs à s'engager librement dans des activités de production, d'investissement et de commerce international. Cette idée pourrait faire penser à une vision nostalgique du scénario économique international qui a caractérisé les trois décennies après la signature des accords Bretton Woods (voir RBWC, 2009 ; Lipsky, 2014). Entre la fin des années quarante et le début des années soixante-dix, les pays développés ont profité d'un taux de croissance moyen historiquement élevé et leurs populations ont accédé à des niveaux sans précédents de bien-être matériel ; une grande partie de ces performances à l'œuvre pendant les Trente Glorieuses peut être attribuée à la régulation monétaire propre à cette époque, assurant la fixité des taux de change. Certains économistes peuvent donc être tentés d'affirmer que le retour à une telle régulation monétaire permettra de revivre une période de croissance comme celle de « l'époque dorée du capitalisme ».

Face à cette position, il y a ceux qui, comme Milton Friedman (1953, 1968), défendent l'idée de laisser flotter librement les taux de change entre les monnaies nationales. Selon Friedman, ancrer les taux à une référence fixe empêcherait l'ajustement par les mécanismes de marché des déséquilibres extérieurs et finirait par provoquer des épisodes violents de réajustement. Cet argument, que l'on peut trouver dans des travaux, non seulement de Friedman, mais aussi de certains keynésiens (Meade 1955, Johnson, 1969), est repris dans les analyses contemporaines du SMI. Un exemple évident est la série de travaux expliquant que l'ancrage au dollar avait amplifié la dimension de la crise asiatique de la fin des années quatre-vingt-dix. Selon ce groupe de travaux,[1] l'ancrage du taux de change au dollar des pays affectés avait empêché, pendant la décennie quatre-vingt-dix, de corriger les déséquilibres observés dans les comptes extérieurs et dans les systèmes financiers nationaux. Cela s'est traduit, finalement, par la détérioration brusque des conditions de financement imposées par la crise à la fin du siècle : ce que l'on appelle couramment « *the peg did it* ».

Ces deux positions extrêmes – celle favorable à un retour au régime de taux de change fixes et celle prônant un flottement total – se confrontent depuis des décennies et vont donner lieu à des travaux ultérieurs qui, quoique fondés sur de nouveaux arguments et soutenus par les réalités conjoncturelles, aboutiront aux mêmes conclusions que dans le passé. Finalement, il semble qu'aucune des deux versions extrêmes ne sera une solution à long terme pour un pays

1 Voir Calvo et Reinhart (2000) pour une révision et une critique de ces travaux.

et encore moins pour l'ensemble des pays (Frankel, 1999). Actuellement, il est possible pour les pays d'adopter le régime de change qu'ils préfèrent mais, si l'on s'en tient aux statistiques, nous remarquons que les pays sont loin de choisir l'un de ces deux régimes pour une période longue (IMF, 2007, 2012 ; Reinhart et Rogoff, 2002). Ce que nous pouvons observer, c'est plutôt une alternance de régimes d'ancrage plus ou moins forts des monnaies autour de quelques monnaies nationales ainsi que des phénomènes ou des initiatives hétérogènes d'intégration monétaire sur un plan régional.

Parmi ces phénomènes se trouve la création récente de la monnaie unique européenne, l'euro. Bien que l'on ne trouve pas actuellement d'autres cas de création d'une monnaie unique régionale, celui de l'Eurozone est assez important, étant donné son poids dans l'économie mondiale en termes de PIB. Cela explique, peut-être, l'actualité du débat autour du travail de Robert Mundell (1961) sur les Zones Monétaires Optimales (ZMO), avec l'introduction, par une partie de la littérature, de nouvelles variables à prendre en compte pour analyser l'optimalité d'une zone, et la critique, par une autre, de certaines hypothèses de cette théorie.

Un autre type d'intégration monétaire extrême, dont un grand nombre de travaux actuels témoigne (voir, par exemple, Vernengo, 2006), est l'adoption – avec ou sans le soutien institutionnel national – par les agents d'un pays d'une monnaie émise dans le système financier d'un autre pays. Ce phénomène, qui n'affecte généralement que de petits pays très dépendants commercialement ou financièrement d'une grande puissance économique, est connu sous le nom de dollarisation. Mais à l'instar de l'unification monétaire, la dollarisation ne fait pas partie des phénomènes d'intégration monétaire les plus fréquents ; en général, l'intégration monétaire ne suppose pas l'abandon de la monnaie nationale, mais une soumission plus ou moins forte – et théoriquement volontaire – des instruments de la politique monétaire nationale à la politique d'une autre zone monétaire. On peut illustrer ce phénomène à travers des cas très différents : le *currency board* argentin ou encore le flottement limité des monnaies européennes autour du dollar dans les années soixante-dix. Ces types d'intégration très différents, parsemés de crises de change et de retours vers des régimes de flottement, sont étudiés par plusieurs approches, dont l'approche postkeynésienne, soucieuse de comprendre les stratégies contemporaines qu'ont adoptées certains pays pour s'adapter à un SMI asymétrique et particulièrement instable.

Notre objectif n'est pas de revenir sur les débats théoriques relatifs à chacun des

phénomènes liés au SMI. Il est de **démontrer que l'utilisation de monnaies nationales dans les opérations économiques internationales provoque des tensions pouvant déboucher sur des crises**. Si notre hypothèse est vérifiée, nous serons alors capables d'intégrer, au sein de notre analyse, un grand nombre des éléments évoqués ci-dessus afin d'illustrer les formes que ces tensions ont prises à chaque époque. Cette démonstration sera essentielle pour proposer, en fin de compte, une réforme non pas focalisée sur des aspects conjoncturels mais sur des enjeux de type structurel.

D'une façon ou d'une autre, les différentes lignes de recherche, signalées dans les paragraphes précédents vont être utiles à notre recherche. Dans ce sens, nous pouvons diviser la littérature mobilisée dans notre travail en cinq groupes :

Un premier groupe de travaux correspond aux lectures historiques de l'ensemble du Système Monétaire International ou de certains de ses épisodes. Dans ce groupe, nous pouvons intégrer certains travaux de Barry J. Eichengreen, de J.Keith Horsefield, etc., dans lesquels n'est pas abordée une problématique concrète mais où les auteurs développent des rappels historiques de phénomènes en relation directe avec le SMI ;

Un autre groupe est constitué des travaux ou des discussions par lesquels les auteurs ont essayé d'approfondir la question des instabilités liées au SMI mais ne sont pas arrivés, à notre avis, à des conclusions valables. On peut affirmer que c'est le cas d'une partie des travaux focalisés sur les *Global Imbalances* Comme nous venons de le signaler, certains travaux considèrent que ces déséquilibres nets constituent une menace importante pour la stabilité économique mondiale. Dans notre recherche, nous développerons une lecture critique qui mettra en évidence les limites de cette approche ;

Le troisième groupe est le plus vaste ; nous y intégrons toute une série de travaux sur différents phénomènes observés dans l'histoire du SMI à un moment donné ou pour un groupe de pays. Ce sont des études focalisées sur des sujets aussi variés que : le recyclage des pétrodollars dans les années 1970, les phénomènes d'intégration monétaire (dont la dollarisation et la création d'unions monétaires), la libéralisation financière, etc. Bien que la plupart de ces travaux ne vont pas nous servir pour construire notre approche théorique, nous les reprendrons car ils fournissent cependant des éléments d'analyse pour entreprendre, à partir de nos hypothèses de base, une lecture des tensions associées au SMI ;

Le quatrième groupe renvoie à une sélection de travaux qui constituera la base de notre approche théorique. Dans notre recherche, la référence théorique centrale sera l'analyse menée par l'économiste belge Robert Triffin sur le déficit de la balance de paiements qui menaçait, dans les années soixante et soixante-dix, la stabilité du dollar comme monnaie centrale et, donc, l'ensemble de l'économie internationale. Toutefois, nous compléterons notre approche par l'incorporation d'autres perspectives, compatibles avec celle de Triffin, pour qu'elle soit en mesure de dévoiler la forme que les tensions inhérentes au SMI adoptent à différentes périodes ;

Enfin, il y existe d'autres travaux qui n'ont pas traité directement de la question des instabilités liées à l'organisation monétaire contemporaine mais qui sont toutefois indispensables à la construction de notre cadre théorique. C'est le cas, par exemple, du travail de Bernard Schmitt ou de l'approche marxiste. Schmitt a analysé l'organisation des relations monétaires internationales. Or, il s'est focalisé sur les conséquences de l'utilisation de monnaies nationales au niveau international sur le niveau d'inflation des pays européens et sur les privilèges du pays émetteur de ces monnaies. Ceci dit, nous considérons que les outils d'analyse qu'il a développées ainsi que certaines des catégories économiques qu'il mobilise – dont la question de l'*ordre*, la monnaie comme actif-passif, la méthode comptable, etc. – permettent de poser les premiers jalons d'un cadre théorique suffisamment puissant pour répondre à l'objectif que se fixe notre recherche. En fait, c'est en empruntant son interprétation de la nature bancaire de la monnaie que nous arrivons à voir graphiquement la formation des tensions détectées dans le « dilemme de Triffin ».

En ce qui concerne l'approche marxiste, les instabilités créées par le SMI ne figurent pas parmi ses principaux thèmes de recherche, cette approche étant essentiellement focalisée sur les contradictions dans la dynamique du capital. Malgré l'écart entre les objets de recherche de l'approche marxiste et de l'approche que nous construirons dans le premier chapitre, nous reconnaissons que le marxisme développe des éléments d'analyse et des hypothèses fondamentales pour comprendre les grands traits de l'évolution de l'économie (capitaliste) internationale.

Sur les risques de notre pluralité théorique et de l'utilisation de catégories économiques hétérogènes

Construire le cadre théorique à partir d'éléments issus de plusieurs approches nous permet d'élaborer une analyse disposant d'une forte capacité explicative et de mettre en évidence la relation existant entre différents phénomènes qui, a priori, ne semblent pas liés. Cependant, cette pluralité entraîne aussi des risques.

Un premier risque est d'intégrer des approches incompatibles entre elles. C'est un danger dont nous avons conscience. Or, dans le premier chapitre, nous expliquons les raisons pour lesquelles l'intégration, dans notre recherche, de différentes approches ne pose pas de problème et s'avère même d'un grand intérêt.

Un second risque réside dans les éventuels obstacles à la compréhension de notre argumentation que l'utilisation de différentes catégories économiques peut induire. Afin de montrer la rigueur de notre recherche et le sens des catégories mobilisées, nous précisons la signification des principaux termes figurant dès les premières lignes.

La première remarque concerne directement la thèse soutenue. Nous avons annoncé que notre objectif principal est de démontrer que l'utilisation de monnaies-clé dans un SMI asymétrique et très individualisé est un facteur d'instabilité pour l'économie internationale. Même si le SMI a déjà été défini précédemment, il convient toutefois de clarifier la notion d'« instabilité » : il y a instabilité s'il existe une cyclicité ou des interruptions du rythme de ce qui est appelé, en termes marxistes, « l'accumulation de capital ».

Nous n'affirmons pas que les phénomènes d'instabilité liés à l'architecture monétaire internationale sont toujours présents dans l'économie ; l'utilisation des monnaies nationales dans les opérations économiques internationales provoque des tensions dans la gestion de la liquidité, mais ces tensions n'aboutissent pas nécessairement à des phénomènes d'instabilité. Les instabilités sont, par conséquent, dépendantes non seulement des caractéristiques du système mais aussi de la cohérence des mécanismes de supervision et d'intervention. Et donc, sur le plan international, elles font appel à des problèmes de coordination et de coopération l'efficacité des mesures mises en œuvre, ces tensions, toujours latentes, peuvent être contrôlées temporairement.

La compréhension des formes au travers desquelles ces tensions émergent se révèle possible grâce à une révision préalable des principes de fonctionnement de la balance de paiements et leur application à l'étude des relations entre les différentes zones monétaires. En ce qui concerne l'étude de la balance de paiements, pour éviter des confusions observées dans d'autres travaux, nous apportons de manière ponctuelle des précisions sur la signification des termes tels que « entrée » ou « sortie » de capitaux ou encore « déficit de la balance des paiements ».

Par rapport à la signification de « zones monétaires », nous considérons que, en principe, une zone est constituée exclusivement de trois agents ou institutions : d'abord, une banque centrale qui régule, au moyen de la politique monétaire, l'émission, la circulation et la destruction de la monnaie dans la zone ; ensuite, un réseau de banques commerciales qui doivent se soumettre à la loi imposée par la banque centrale pour avoir la possibilité d'émettre de la monnaie ; enfin, l'ensemble des agents économiques résidents qui accèdent à cette unité de compte pour réaliser les opérations économiques. Cependant, étant données les grandes transformations au sein de l'économie internationale lors des dernières décennies, il n'est pas évident d'établir des frontières claires à l'heure actuelle entre les différentes zones monétaires. Du fait de la soumission des politiques monétaires aux politiques dictées par des entités étrangères, de la liberté croissante des agents pour réaliser des opérations libellées en monnaies de tous les pays et de l'émergence d'institutions dont la stratégie dépasse les frontières nationales, il est difficile d'identifier les limites d'une zone monétaire et le début d'une autre.

La plupart des catégories mobilisées par notre approche sont expliquées au fur et à mesure qu'elles apparaissent. Dans la majorité des cas nous pouvons repérer ces catégories dans la littérature économique. Quand ce n'est pas le cas, nous édifions alors de nouvelles catégories quand nous le jugeons opportun et utile. Un cas évident est celui des « Zones Devise », catégorie développée à partir du troisième chapitre et fondamentale pour comprendre les cas de l'Eurozone et des États-Unis exposés dans les quatrième et cinquième chapitres. Ces catégories sont explicitées et leur utilisation dans notre recherche est justifiée en temps voulu.

À propos de la méthodologie adoptée et de la structure de la thèse

Afin d'atteindre l'objectif de ce travail de thèse, nous proposons une structure d'exposition

simple. En premier lieu, nous présentons notre cadre théorique ; puis, nous appliquons ce cadre à l'analyse des formes de relations monétaires internationales et nous faisons observer sous quelles formes les tensions au sein du SMI sont visibles dans l'économie internationale et comment elles sont gérées par les pays émetteurs et les pays non-émetteurs de monnaies-clé. Finalement, nous confirmons notre hypothèse de départ – à savoir que l'utilisation de monnaies-clé est un facteur d'instabilité dans l'économie internationale –, et de fait nous proposons une réforme cohérente avec l'approche théorique mobilisée. La séquence que nous venons de décrire marque la structure de la thèse.

En ce qui concerne l'analyse des formes que les tensions et l'asymétrie ont adoptées dans l'histoire de « l'étalon monnaie-clé », il faut tenir compte d'une contrainte qui sera déterminante pour structurer l'analyse. L'un de nos objectifs est de démontrer que les deux variables – les tensions inhérentes au SMI et l'asymétrie dans la gestion de celles-ci – marquent les relations monétaires pour chaque période et pour différents groupes de pays, y compris dans la crise actuelle. Toutefois, nous ne serons pas capables de comprendre les formes que ces tensions et ces asymétries adoptent dans différents contextes si nous ne sommes pas parvenus à expliquer les grands traits de l'évolution du SMI dans l'histoire. Pour cette raison, l'analyse va suivre un ordre chronologique, de la généralisation de l'étalon monnaie-clé jusqu'à la crise contemporaine. Notre intention n'est pas de faire une revue détaillée de l'évolution du SMI étape par étape ; chaque aspect que nous étudierons aura une relation directe avec notre objectif de mettre en évidence l'existence de tensions inhérentes au SMI et de montrer les efforts publics pour gérer ces tensions. À partir de cette méthode chronologique, la thèse est développée en cinq chapitres et une conclusion (graphique 0.1).

Dans le premier chapitre, nous justifierons d'un point de vue théorique le fait que, malgré le grand nombre de travaux sur le sujet, notre thèse présente une approche capable de montrer le SMI comme un facteur déstabilisateur dans des périodes historiques très différentes, malgré les formes hétérogènes sous lesquelles les tensions inhérentes au SMI se rendent visibles.

Dans un second chapitre, nous essayons de comprendre avant tout pourquoi et comment ce système, si inefficace pour assurer un cadre de stabilité et de symétrie dans les relations monétaires entre pays, s'est généralisé et domine, historiquement, l'économie internationale. Par ailleurs, nous nous demandons si les tensions détectées dans l'approche théorique ont été effectivement repérées dans l'économie internationale depuis la généralisation de l'utilisation

de monnaies-clé. Dans ce chapitre, nous intégrons la période comprise entre la Seconde Guerre Mondiale et les années soixante-dix, période qui est souvent citée comme une référence en termes de stabilité monétaire internationale. Constatant l'existence des tensions et des crises qui leur sont associées, nous interrogeons alors les réactions des autorités publiques des pays concernés pour faire face à ces tensions.

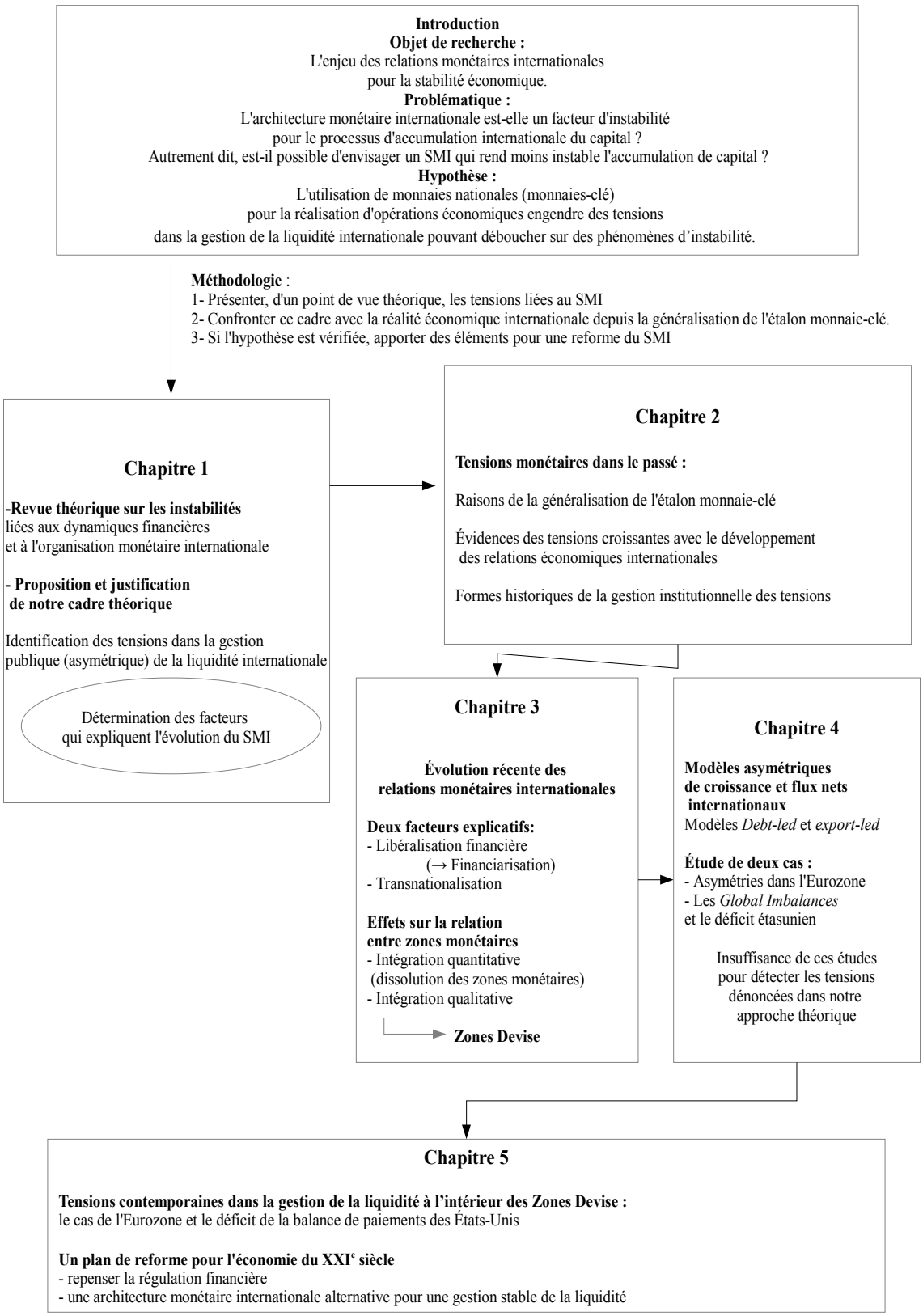
Afin de savoir si le SMI est facteur d'instabilité dans l'économie contemporaine, le chapitre 3 est consacré à l'étude des grandes transformations des relations monétaires lors des quatre dernières décennies. L'attention est alors focalisée sur les effets sur le SMI de deux phénomènes qui ont affecté les dynamiques d'accumulation du capital : la transnationalisation et la financiarisation.

Nous tirons du chapitre 3 des conclusions pour apprécier, dans le chapitre 4, s'il existe une relation entre certains phénomènes d'instabilité actuels et l'architecture monétaire internationale. L'attention est portée particulièrement sur la crise dans l'Eurozone et sur le déficit du compte courant que les États-Unis enregistrent depuis les années soixante-dix. Nous nous aidons de toute une série de travaux contemporains traitant, à partir d'approches différentes, de la question des déficits extérieurs croissants, dont le débat des *Global Imbalances* et les discussions sur l'existence de modèles *debt-led* et *export-led*.

Toutefois, comme il s'agit de vérifier si des tensions associées au SMI persistent et comme les approches citées ci-dessus n'approfondissent pas cette question,, nous réinterrogeons, dans le chapitre 5, les deux cas – de l'Eurozone et des États-Unis – à la lumière des conclusions tirées de notre approche théorique. Nous constatons alors que les tensions inhérentes au SMI sont toujours en vigueur aujourd'hui Les grandes lignes d'une réforme du SMI sont alors proposées en implication de cette analyse. Il en apparaît que avec des réformes institutionnelles simples – d'un point de vue technique – il est possible de gérer publiquement la liquidité internationale de sorte qu'elle ne serve pas à la formation de bulles spéculatives et de récessions mais à la mise en œuvre de politiques économiques internationales basées sur des critères déterminés (collectivement) par l'ensemble de pays et dans un cadre économique plus stable.

Finalement, dans une conclusion générale, nous évaluons les résultats généraux de cette recherche et pointons vers de possibles développements analytiques ultérieurs.

Graphique 0.1 : Organigramme de la thèse



Chapitre 1 :
Instabilités du Système Monétaire International : débats fondamentaux et alternatives théoriques

L'objectif de la thèse est de montrer que le système monétaire international (SMI) joue un rôle déterminant dans l'instabilité des économies capitalistes. Plus précisément, il est argumenté que le SMI actuel nourrit particulièrement les instabilités que l'économie mondiale connaît depuis plusieurs décennies. Toutefois, l'explication des crises économiques/financières ne réside pas exclusivement dans la configuration des relations monétaires entre pays dans la mesure où les dynamiques d'accumulation du capital s'accompagnent naturellement de tensions internes qui engendrent des crises. En ce sens, force est d'admettre qu'aucun plan de réforme monétaire internationale ne pourrait être en mesure d'empêcher la formation de nouvelles crises économiques. Cependant, le présent travail se limitera au SMI et ne traitera pas directement des dynamiques d'accumulation au sens général du terme.

En revanche, si la monnaie n'est pas un facteur exclusif des crises, il est important de remarquer son rôle central dans leur apparition. Cette remarque n'est pas exclusive à une approche théorique particulière. Au contraire, la monnaie est un élément *sine qua non* des divers courants théoriques qui se sont intéressés à l'explication des crises. Au cœur même de l'analyse de Karl Marx (1887[1867]) sur la dynamique d'accumulation du capital, se trouve le schéma Argent – Monnaie – Argent' (A – M – A'). À la différence du schéma représentant l'échange simple de marchandises, dans le schéma symbolisant la dynamique capitaliste l'emploi de l'argent initial (A) est orienté vers l'obtention finale de plus d'argent (A'). Entre A et A', l'entrepreneur achète diverses marchandises afin d'obtenir un produit final qu'il pourra vendre plus cher que la somme de la valeur des marchandises initiales. Mais pour obtenir A' et, *in fine*, pour réaliser la plus-value, il est nécessaire que le capitaliste soit capable de revendre sa production sur le marché.

C'est en ce sens que Suzanne de Brunhoff (1976, p. 34) distingue la pré-validation et la validation sociale du travail. La pré-validation est réalisée par une institution de crédit, qui accepte de fournir la quantité initiale A de monnaie à une entreprise en prévoyant que son emploi créera des revenus supérieurs (A') dans les périodes suivantes. La validation sociale du

travail n'arrivera que lorsque les marchandises créées seront effectivement vendues. Par conséquent, la pré-validation, de la part des créditeurs de l'entreprise, de la production future que l'entrepreneur veut financer, dépend des anticipations sur les revenus futurs ou, autrement dit, de la capacité à capitaliser l'investissement initial. Une analyse similaire est réalisée par Jean Cartelier (1996, pp. 70-76), selon lequel « l'émission d'un certain montant de moyens de paiement par la banque au profit d'un agent a pour base une évaluation conjointe des revenus futurs attendus de l'activité de l'agent ». Le capital, égal à l'évaluation présente des revenus futurs, apparaît donc comme le support de monnayage (ibid, p. 71).

La monnaie, comme mécanisme qui permet la réalisation d'opérations économiques décentralisées ainsi que la dissociation entre le moment de la vente et celui de l'achat, apparaît alors comme un élément fondamental dans l'explication des crises. D'abord, comme l'indique Cartelier (*ibid*), car l'évaluation du capital – qui marque les décisions de pré-validation – possède un caractère conventionnel, puisqu'elle repose sur les anticipations faites sur les périodes futures. Ensuite, car les anticipations peuvent ne pas être validées ultérieurement – c'est à dire, que le capitaliste aura un A' inférieur au montant prévu – et finir par affecter gravement la stabilité du système de paiements, ainsi que l'anticipation des revenus pour les prochaines périodes.

Donc, au-delà des formes de régulation existantes, il existe, dans l'économie capitaliste, un lien étroit entre la monnaie et la formation des crises. Mais notre objectif dans cette recherche n'est pas d'approfondir cette question mais de montrer en quoi le SMI est un facteur d'instabilité. Dans ce premier chapitre cette question sera traitée d'un point de vue théorique. Dans cet objectif, avant tout, la littérature existante est passée en revue en ses principaux apports et limites suivant les approches en concurrence.

La première partie de la revue est consacrée à l'aspect exclusivement financier. Notre plan pour cette partie consiste à faire une revue générale qui commence par la présentation des travaux de type conventionnel, proches de la théorie de l'équilibre général (Walras, 1874 ; Arrow et Debreu, 1954 ; Debreu, 1959 ; Arrow et Hahn, 1971), poursuivre avec les approches qui introduisent la possibilité de périodes d'instabilité financière et terminer la revue par l'exposition des travaux qui soulignent le caractère très instable du marché financier. L'explication de l'ordre choisi pour cette revue correspond à la volonté de nous rapprocher, progressivement et au moyen des critiques faites aux premières approches, des interprétations

théoriques les plus riches et les plus utiles pour notre recherche, qui intègrent la formation de bulles spéculatives, et plus généralement de cycles, en tant que phénomènes normaux du système financier. En ce sens, nous clôturerons cette partie concernant le secteur financier par une présentation de l'hypothèse de l'instabilité financière (HIF) de Hyman P. Minsky (1982).

Par cette revue, nous présenterons des éléments d'une grande utilité pour comprendre les phénomènes de forte instabilité sur les marchés financiers d'aujourd'hui, ainsi que leur connexion avec ce qu'on appelle « l'économie réelle ». En revanche, l'enjeu final est de prouver qu'il existe une relation entre l'intensité et la fréquence de ces « tremblements » financiers sur le plan international et l'organisation des relations monétaires internationales entre pays.

Ce sera l'occasion de présenter le débat sur les *Global Imbalances*, qui fait allusion aux grands déséquilibres des balances courantes entre pays ou régions du monde, et notamment entre les États-Unis et les pays est-asiatiques et certains exportateurs de pétrole. L'existence de ces déséquilibres était, au moins jusqu'au début de la crise actuelle, la principale façon d'expliquer la création de bulles spéculatives dans certains pays. Ce débat est très utile pour comprendre certains comportements dans les politiques économiques extérieures des pays et l'interdépendance entre celles-ci. De plus, ce débat nous servira également à exposer les propositions historiques de résolution des tensions que présente périodiquement le SMI ou quelques pays en difficulté.

Or, l'ensemble de ces interprétations semblent avoir une faible capacité explicative de l'instabilité monétaire internationale et se limitent à identifier et à alléguer des raisons conjoncturelles. Nous conclurons ce chapitre par l'élaboration d'un cadre théorique propre à ce travail de thèse. Nous prendrons des éléments d'un groupe hétérogène de courants afin de présenter une explication structurelle des instabilités, capable de montrer un sens clair dans l'évolution du SMI, depuis la généralisation de l'étalon monnaie-clé.

***Section 1* : Origines financières du désordre**

La finance et sa régulation ont accaparé les principales discussions économiques des dernières années. Les premières manifestations de la crise contemporaine se sont produites sur le marché financier international. Certains porte-paroles du libéralisme eux-mêmes, comme le

président français Nicolas Sarkozy (*Le Monde*, 27 janvier 2010) ou le président américain Barack H. Obama (*New York Times*, 21 juillet 2010), entre autres, prônaient en 2010 une révision de la régulation financière existante. Or, bien que particulièrement violente et répandue dans le monde, la crise actuelle a été précédée par d'autres phénomènes d'instabilité financière dès les années soixante-dix, mais particulièrement dans les années quatre-vingts et quatre-vingt-dix. Ces phénomènes, de dimension nationale, régionale ou globale, étaient très semblables entre eux. Mais malgré leur répétition, la pensée conventionnelle continue d'évoluer à travers une tendance qui étudie chaque crise isolément et qui les interprète comme étant la conséquence de certaines particularités conjoncturelles des mécanismes du marché financier et de sa régulation. Ce comportement obéit, chez John Kenneth Galbraith (1993) à la faible mémoire financière à long terme des agents, tandis que chez Carmen M. Reinhart et Kenneth S. Rogoff (2009), les agents ont toujours la sensation que « cette fois c'est différent ».

Cependant, lors des dernières décennies – peut-être en raison de la plus grande fréquence des crises – il y a également eu un ensemble d'économistes qui a trouvé des similitudes entre ces crises et les a regroupées en différentes catégories. On a alors vu apparaître ce qu'on a appelé des modèles de *première*, de *seconde*, de *troisième,* et de *quatrième* génération (p.ex. Krugman, 1979 ; Flood et Garber, 1984 ; Obstfeld, 1994 ; Kaminsky et Reinhart, 1996 ; Krugman, 2003). On retrouve dans ces quatre modèles le rôle central des fuites massives de capitaux financiers dans la déstabilisation économique des pays, ainsi qu'une incidence directe sur la valeur extérieure de la monnaie nationale des pays touchés. Mais, tandis que dans la première génération (Krugman, 1979) ce sont les déséquilibres macroéconomiques – des déficits commerciaux ou publics – qui provoquent la fuite des capitaux, dans la seconde, la troisième et quatrième génération ce sont davantage des dynamiques au sein de la sphère financière qui débouchent sur une sortie soudaine de capitaux, et par conséquent, sur la spéculation sur la monnaie nationale. Ainsi, en ce qui concerne les crises de seconde génération, comme celle du système monétaire européen en 1992-1993, elles dérivent de l'interrelation entre la crédibilité des autorités monétaires et les agents financiers. Ces derniers, en anticipant l'incapacité des autorités à maintenir le niveau de taux de change promis, peuvent faire démarrer un processus de spéculation auto-référentiel qui met en péril, finalement, les objectifs annoncés par l'autorité monétaire. Pour ce qui est des modèles de troisième génération, la crise (la *twin crisis*) est une crise à la fois bancaire et monétaire, et

elle naît des tensions issues d'un endettement en devise par les banques d'un pays, dans un cadre de taux de change ancré à cette devise. En ce qui concerne les modèles de quatrième génération, il est supposé que les crises revêtent le caractère général de crises financières sous l'influence des variations des prix des actifs divers (et non seulement celles des taux de change) et sont formées à travers les caractéristiques de l'environnement institutionnel qui nourrirait les déséquilibres macroéconomiques et provoquerait des problèmes dans le système bancaire (Krugman, 2003). L'accent est mis tant sur le taux de change que sur le rôle joué par le système bancaire et financier ; la spéculation sur le prix des actifs financiers permet la prise croissante de positions de dette ouvertes et met les économies nationales dans une situation de forte vulnérabilité au moment de la détérioration du prix de ces actifs.

Ce type de travaux, basé sur l'hypothèse de l'existence de générations de crise, permet des avancées dans la reconnaissance, de la part de la littérature conventionnelle, des dynamiques d'instabilité intrinsèques aux marchés financiers et à ses interactions avec les institutions publiques, nationales ou internationales. L'instabilité inhérente des marchés financiers, pourtant, a été déjà dénoncée par plusieurs approches non seulement à la lumière de la crise actuelle, mais aussi du dernier siècle. Nous y reviendrons plus tard (point b de cette section) avant de passer à l'étude purement monétaire. Or, il convient d'étudier, avant tout, les interprétations faites par la littérature dominante sur les phénomènes d'instabilité monétaire. C'est ce que nous ferons dans les pages qui suivent.

a. L'hypothèse des marchés efficients

À partir du début de la dernière grande vague de libéralisation financière dans les années soixante-dix, le discours dominant dans la sphère académique ainsi que dans la sphère politique, était celui qui légitimait les marchés financiers libéraux comme exemples de marchés efficients. Au fur et à mesure que les crises se sont multipliées dans les dernières décennies, ce discours s'est enrichi avec l'apport de nouvelles études essayant d'expliquer les possibles instabilités par la présence d'éléments exogènes qui empêcheraient le bon fonctionnement du marché.

§1. Le marché financier, exemple d'efficience

Bien que l'hypothèse de marchés efficients soit très répandue dans les dernières décennies, il y a des travaux de la fin du XIXe et du début du XXe siècle qui peuvent être considérés

comme des précédents clairs de approches défendant le fonctionnement efficient des marchés financiers liberalisés. Gibson (1889) affirmait, à partir de l'observation du comportement du prix des titres dans les places financières de Londres, Paris et New York, que quand « les actions sont cotées sur un marché ouvert et public, la valeur qu'elles acquièrent peut être vue comme le jugement des meilleurs esprits en la matière ». À la même époque, Louis Bachelier (1900) appliquait à la prédiction du prix des actions le même raisonnement que celui appliqué par le physicien Robert Brown en 1828 dans son étude sur le comportement des grains de pollen dans un fluide. Chez Bachelier, chaque changement de prix des actions suivait une séquence de mouvements complètement aléatoires, similaires à ceux des grains de pollen (le mouvement de Brown) –, mouvement qui a été connu ultérieurement sous le nom de *random walk*. Selon ce raisonnement, l'espérance mathématique de profit d'un spéculateur serait nulle.

On allait devoir attendre les travaux des années soixante et soixante-dix, lorsque le discours keynésien serait de plus en plus remis en question, pour que le travail et les conclusions de Bachelier soient repris. À partir de cette époque-là, et notamment à partir des travaux de Samuelson (1965) et Fama (1965, 1970) – deux auteurs récompensés par le Prix Nobel d'Économie – la vieille référence du mathématicien français allait être réutilisée pour justifier les demandes de libéralisation des marchés.

C'est à partir de cette date, et grâce aux apports de ces deux auteurs, que l'hypothèse des marchés efficients (*efficient-market hypothesis*, désormais *EMH*) se consolida. Samuelson, montrait que dans un marché où les prix sont correctement anticipés, ceux-ci fluctuent aléatoirement. Par ailleurs, Fama affirmait que dans un marché efficient, les prix des actions incorporent toute l'information disponible.

À partir de ces travaux, l'*EMH* s'est basée sur deux hypothèses fondamentales (De la Dehesa, 2009, p. 56-57) pour expliquer le fonctionnement des marchés financiers et demander leur libéralisation. Selon la première hypothèse, les marchés financiers sont efficients puisque les prix des titres reflètent toute l'information disponible, et donc leur valeur fondamentale, laquelle est équivalente à la valeur escomptée du flux des revenus futurs auxquels le titre donne droit. La seconde hypothèse, complémentaire, présente les agents comme complètement rationnels et leurs décisions comme efficientes en fonction de l'information disponible[2].

2 Si l'on retient la définition de Maurice Allais (1953), un homme est réputé rationnel lorsqu'il « poursuit des fins cohérentes avec elles-mêmes » et qu'« il emploie des moyens appropriés aux fins poursuivies ».

Ainsi, si les conditions d'efficience étaient respectées, la différence devrait être nulle entre, d'une part les résultats obtenus d'un investissement basé sur une recherche minutieuse des titres et, d'autre part, ceux obtenus d'un investissement par le biais d'un choix aléatoire et diversifié d'un ensemble de titres. Par contre, s'il y avait des discriminations dans l'accès à l'information, le marché ne serait plus efficient et les agents les mieux informés pourraient en tirer profit (Malkiel, 1992, p. 77). Ce double constat a été la base du paradoxe de l'impossibilité de l'*EMH*, rapporté par Grossman et Stiglitz (1980). En effet, en cas de coût dans l'accès à l'information, si elle est comprise dans les prix, les agents ne sont pas stimulés à acquérir cette information, car chacun trouve bon de profiter du fait que les autres ont payé pour cette information. Par contre, si le marché est inefficient, les agents acceptent de payer pour avoir un avantage par rapport aux autres.

Dans une révision de son essai de 1965, Fama (1970) distingue trois niveaux d'efficience, en fonction de l'information disponible : l'efficience au sens faible, fort et semi-fort. Plus on augmente le niveau d'exigence, plus la validité de l'hypothèse de l'efficience informationnelle devient difficile à confirmer :

L'efficience faible, issue des recherches sur les *brownian motions* de Bachelier, où les prix n'incorporent que l'information concernant l'évolution passée des titres. C'est-à-dire que, selon ce critère, il ne serait pas possible d'obtenir un profit à partir de l'observation des mouvements précédents. Cependant, il y aurait d'autres types d'informations disponibles pour que les agents essayent de profiter des arbitrages.

En ce qui concerne la version semi-forte, c'est toute l'information d'accès public qui est comprise dans le prix des actifs. C'est certes un terme plus exigent que le scénario précédent en terme d'information disponible, mais qui laisse encore la place à l'utilisation d'information non disponible à tout le public (comme l'information privilégiée).

Le scénario d'efficience informationnelle plus stricte est celui dans lequel toute l'information (publique ou privée) est comprise dans le prix final. Contrairement aux deux autres scénarios, où l'on admet la possibilité de discrimination entre des agents financiers, dans ce troisième cas il n'est pas possible pour un agent d'obtenir des positions avantageuses sur le long terme par rapport au reste des agents.

§2. Asymétries sur le marché financier

Les hypothèses sur lesquelles se base l'*EMH* dominent la science économique et ont encouragé des changements institutionnels historiques importants dans les pays et sur la sphère internationale. Or, elles ont été très contestées dans la mesure où elles n'arrivaient pas à expliquer certaines évolutions observées sur le marché financier (voir, par exemple, Shiller 1984, 2000)[3].

L'une des grandes alternatives à cette approche a été l'ensemble des travaux portant sur l'existence d'asymétries sur le marché financier. Il ne s'agit pas du tout d'une remise en question radicale de la pensée de Fama et de Samuelson. Au contraire, il s'agit en général d'octroyer au marché financier efficient un caractère normatif *(ce qui doit être)* et de trouver les conditions d'efficience qui ne sont pas respectées.

L'existence d'asymétries dans l'accès à l'information a été la référence principale de cette approche pour expliquer non seulement la formation des épisodes d'instabilité financière actuels mais également ceux des années quatre-vingt-dix. Ceci dit, les analyses économiques de base faisant allusion à ces asymétries ne sont pas récentes mais contemporaines aux études de l'*EMH*. D'ailleurs, l'article qui amorça ce courant de recherche (Akerlof, 1970) ne faisait guère référence au marché financier.

George Akerlof (1970) avait développé dans son exemple sur le « marché des tacots » – une explication du mauvais fonctionnement potentiel d'un marché en cas d'incertitude de la part de l'un des intervenants dans une opération vente-achat. Chez lui, l'existence d'information cachée dans le marché d'automobiles influence l'acheteur et le vendeur de telle sorte que le résultat final en termes de quantités et de prix n'est pas celui d'un marché efficient. Ce phénomène, appelé sélection adverse ou anti-sélection, , applicable à d'autres marchés – y compris le marché du travail (*ibid.*, p. 494) –, aide à comprendre pourquoi les comportements restent éloignés de celui développé par l'hypothèse des marchés efficients. Afin de réduire cette incertitude sur la qualité, certaines pratiques – soit des régulations publiques soit des initiatives privées – doivent compléter l'action d'un agent sur un marché, comme par exemple la nécessité d'avoir une licence officielle pour pratiquer certaines professions ou, du côté des entreprises, ce que Michael Spence (1973) appelait le *signaling*. Dans ce cas il s'agissait, pour

3 Robert Shiller a été nommé Prix Nobel en 2013, la même année que Fama. Or, leurs approches sont assez opposées. Tandis que le travail de Fama est, peut-être, la référence principale de l'*EMH*, Shiller (1984, p. 2-3) se plaignait déjà en 1984 du manque de débats autour d'autres hypothèses alternatives qui peuvent expliquer la psychologie sociale sur le marché financier.

le vendeur, de renforcer la crédibilité de ses marchandises à partir de l'émission de signaux reconnaissables par l'acheteur. Ces signaux pouvaient être la création de labels ou de chaînes d'entreprises, de garanties, ou même une forte dépense en publicité qui rassure les clients sur la puissance de l'entreprise qui la paie.

Le marché des tacots et celui du travail correspondent à un type d'asymétrie favorable au vendeur. Or, dans d'autres situations, c'est l'acheteur qui dispose d'une information inaccessible pour le vendeur (Rothschild et Stiglitz, 1976 ; Stiglitz et Weiss, 1981). Le cas classique des entreprises d'assurance, expliqué par Rothschild et Stiglitz *(ibid.)*, montre le cas typique où l'assureur, incapable d'identifier les clients à haut risque, finit par pénaliser les clients à bas risque. Ce phénomène de sélection adverse est aussi repérable sur le marché du crédit (Stiglitz et Weiss, *ibid.*). En cas de hausse du taux d'intérêt dans l'accès au crédit d'une banque, celle-ci peut faire monter, sans le vouloir, le risque de son portefeuille de crédits par deux moyens : soit en décourageant les investisseurs plus prudents, soit en incitant les agents à réaliser des investissements plus risqués mais plus rentables.. Les agents ou institutions privés soumis à cette incertitude devraient, dans la mesure du possible, recueillir de l'information sur leurs clients afin de pouvoir les traiter différemment en fonction de leur niveau de risque mais l'asymétrie de l'infirmation les en empêche.[4]

La crise actuelle a été très prolifique en recherches concernant les inégalités dans l'accès à l'information entre les agents. Selon cette approche, l'un des principaux facteurs ayant encouragé et accentué le phénomène de bulle spéculative sur le marché immobilier états-unien était le manque d'information d'une partie des agents du marché. Le problème informationnel, dans le cas états-unien entre autres, résidait dans le processus de titrisation et de commercialisation, forme sous laquelle les institutions financières – et notamment les banques – transformaient des actifs non-négociables comme les crédits, et les vendaient sur le marché.

Ce mécanisme de titrisation est censé avoir des effets positifs sur les institutions qui l'utilisent ainsi que sur l'ensemble du marché financier. En effet, à partir des années 1970-

4 Il existe des solutions partielles, développés dans les modèles d'équilibre révélateurs-séparateurs, qui peuvent aider à réduire l'incertitude informationnelle : la mise en place de signaux, de garanties, de clauses contractuelles... Or, étant donné les formes diverses sur lesquelles l'asymétrie se présente, on trouve normalement que les solutions sont envisagées au niveau sectoriel (secteur automobiliste, assurance santé, alimentation...). Ces solutions, habituellement considérées sous des hypothèses particulières et à travers les outils de la théorie des jeux utilisés en économie expérimentale, restent d'une portée limitée et souvent particulières à des cas particuliers.

1980, notamment sous l'effet des politiques de dérégulation-déréglementation-libéralisation des activités bancaires et financières dans la plupart des économies plus ou moins liées aux principes des mécanismes de marché, les acteurs de marché deviennent plus libres et incités à développer des innovations financières de produit, de processus et commerciales qui exposent les marchés à des modifications continues en faveur d'une plus grande financiarisation des mécanismes de financement. Les banques adoptent un rôle plus actif dans le marché de capitaux[5] et se procurent, par la vente de crédits titrisés hors bilan *(off-balance sheet)*, un moyen de contourner les exigences de solvabilité imposées – comme par exemple le ratio McDonough des accords de Bâle 2 – et obtiennent ainsi de nouvelles sources de liquidité à partir desquelles elles continuent à répandre leur bilan. De plus, la titrisation est un moyen de partager le risque entre l'ensemble des agents du marché. En ce sens, cette transition d'un modèle de *originate-to-hold* à un autre de *originate-to-distribute* peut être interprétée par certains comme un pas significatif vers une plus grande stabilité du système financier.

Cependant, le tremblement financier qui se produisit, non seulement aux États-Unis mais aussi au niveau international, à partir de 2007-2008, a mis en évidence certains dangers inhérents à la généralisation de cette pratique. Ces dangers représentent un double défi pour le critère d'efficience informationnelle. D'abord, sous un modèle *originate-to-hold*, la banque doit prendre en compte les coûts qui dérivent de la sélection adverse décrite précédemment. Or, avec l'introduction de la titrisation, elle est moins encouragée à les calculer, puisqu'elle va pouvoir les externaliser. Selon cette logique, en cas d'augmentation de risque du portefeuille des crédits, la banque trouve un intérêt majeur à titriser le produit et à le faire circuler plutôt qu'à augmenter les fonds exigés par les critères de régulation nationaux ou internationaux.

Le second point concerne le rôle joué par les agences de notation de ces produits. Le modèle *issuer-pay revenue* par lequel les institutions émettrices des produits payent des agences pour les évaluer donne lieu à un conflit d'intérêt[6]. Le fait que ce soit les banques qui les payent encourage les agences, étant juges et parties dans l'affaire, à donner une note excessivement élevée par rapport aux critères de qualité fixés.

L'existence de ce double danger peut être utile pour comprendre partiellement le

5 Un autre pas dans la transition, démarrée officiellement avec la dérégulation des années soixante-dix et quatre-vingt, des « banques de financement » vers leur nouveau rôle comme « banques de transaction ».

6 Par contre, Zelmer (2007) clarifie le fait qu'un modèle *investor-pay* pourrait provoquer des effets contraires mais également négatifs, à savoir : des dégradations progressives de la note du titre, et possiblement un moindre revenu offert par les titres.

comportement cyclique des marchés financiers : l'effet richesse déclenché grâce à une forte demande dans un secteur donné encourage : 1) les institutions financières à octroyer des crédits et à les titriser ; 2) les agences de notation à déclarer la bonne qualité des nouveaux titres ; et 3) les investisseurs, à placer leur argent dans l'achat de ceux-ci. Mais lorsque les perspectives sur l'évolution des actifs sous-jacents se détériorent, la qualité des titres adossés plonge et l'ensemble des investisseurs finissent par être affectés.

Ceci dit, il semble insuffisant d'expliquer les crises financières par la description de quelques pratiques ou innovations concrètes, par le manque d'information ou par le comportement raté de certains acteurs, tout en conservant l'hypothèse de l'existence d'un équilibre général. C'est pour cela qu'au cours des prochaines pages, nous présenterons des approches d'un intérêt plus grand pour notre recherche et pour lesquelles le comportement cyclique est inhérent au marché financier.

b. Cycles et bulles spéculatives

L'éclatement de la bulle immobilière à la fin des années 2000, non seulement aux États-Unis, mais aussi par exemple en Espagne, en Irlande ou au Royaume-Uni, ainsi que la paralysie subséquente du système financier de l'ensemble des pays riches, ont encouragé la relecture des approches qui ne basent pas leurs explications des dynamiques financières – et, plus généralement, économiques – sur l'existence d'une valeur fondamentale, mais sur la compréhension de quelques variables psychologiques et sociales qui rendent instable l'évolution des prix dans un contexte d'incertitude.

Cependant, avant de parvenir à l'identification des avantages analytiques procurés par cette lecture des crises financières, il semble nécessaire d'étudier d'abord d'autres interprétations qui, certes, ne renient pas les principes de l'équilibre général, mais pour lesquelles il existe malgré tout des facteurs justifiant la formation de cycles où les prix de marché s'éloignent temporairement de la valeur fondamentale. L'un de ces grands courants de recherche, à partir des années quatre-vingts, a été celui de la finance comportementale (*behavioural economics* ou *behavioural finance*) développé non seulement par des économistes, mais également par des scientifiques qui n'étaient pas directement liés à cette discipline. Les recherches, entre autres, de Kahneman, de Tversky, de Thaler, de De Bondt, ont donné un certain dynamisme à ce courant dès la fin des années soixante-dix et au cours des années quatre-vingts.

§1. La finance comportementale

L'ouvrage référentiel est celui écrit par Kahneman et Tversky (1979) à partir d'une critique du concept d'« utilité espérée » développé par John Von Neumann et Morgensten (1944). À partir d'une étude empirique, Kahneman et Tversky (1979 ; Sewell, 2007) apportent cinq points essentiels : premièrement, les agents sous-pondèrent les situations qui peuvent être probables par rapport à celles qu'ils considèrent comme certaines ; deuxièmement, les agents tendent à rejeter les composants partagés par tous les événements pris en considération ; en troisième lieu, ce sont les gains et les pertes, plus que les actifs finaux, qui sont valorisés ; quatrièmement, la fonction de valeur prend en compte les déviations par rapport à un point de référence ; et cinquième et dernier point, cette fonction a une forme de S, convexe du côté des gains (aversion au risque), et concave du côté des pertes (quête du risque), avec une pente plus marquée du côté des pertes.

Le travail de Kahneman et Tversky a introduit dans la recherche économique de nouveaux éléments qui permirent de comprendre la volatilité croissante observée durant toutes ces années. Ce courant de recherche allait être suivi par une longue liste de travaux, dont la plupart s'appuient sur des fondements tirés de la psychologie.

Face à cette perte de capacité explicative de l'*EMH* et même de l'approche des asymétries informationnelles, la finance comportementale introduisit la variable psychologique pour expliquer que la cause des déviations observées par rapport à la valeur fondamentale – les prix d'équilibre que l'on trouverait au marché dans une situation d'efficience – résidait dans les comportements des agents intervenants. En ce sens, Arrow (1982) reconnaissait que le travail de Kahneman et Tversky *(ibid.)* catégorisait « très certainement la réaction excessive à l'information actuelle qui semble être caractéristique du marché des titres et des futures ». Une conclusion similaire à celle de De Bondt et Thaler (1985, 1987), qui faisaient allusion à la « sur-réaction » *(overreacting)* des agents face à des phénomènes « non-prévus » et « dramatiques » qui menait le marché des capitaux à une situation de déficience. La rationalité supposée des agents dans les modèles de l'*EMH* était remplacée par un comportement basé sur les effets complexes des perceptions et perspectives sur les décisions des agents.

Le crash du Dow Jones le 19 octobre 1987, suivi du travail réalisé par Shiller (1988) à ce sujet, allait donner une impulsion définitive à cette approche. Quelques jours après la date fatidique, Shiller envoya un questionnaire à plusieurs agents financiers concernant leur

comportement dans les jours ayant précédé le 19 octobre. Les réponses qu'il obtint révélèrent que les agents n'avaient pas agi en fonction de leurs jugements sur les facteurs fondamentaux mais par rapport au comportement des autres agents.[7] Ceci explique le fait que, les jours précédents, l'indice continua à monter malgré l'impression générale d'une surévaluation des prix. Et de façon plus générale, l'existence de ce type de dynamiques endogènes au marché et développées par Shiller, explique le comportement cyclique sur le long terme des marchés boursiers, explication que l'on trouvait déjà dans des travaux comme celui de Summers (1986).

§2. La spéculation, caractéristique d'une économie instable

L'introduction de la variable cognitive a été un pas historique pour la science économique et une avancée dans la connaissance des phénomènes d'instabilité financière. De même que les asymétries informationnelles, la finance comportementale questionne la « pureté » de l'*EMH*. En fait, ces deux approches s'interrogent sur la validité des deux grandes hypothèses établies auparavant : l'existence d'asymétries dans l'information empêcherait d'aboutir à un marché efficient, et les facteurs psychologiques qui affectent le comportement des agents pourraient empêcher la prise de décisions rationnelles[8]. Toutefois, les deux lignes de recherche continuent à admettre, plus ou moins directement, l'existence d'une valeur fondamentale pour chaque titre, à partir de laquelle ont lieu des déviations.

À l'inverse de ces courants, d'autres auteurs considèrent l'instabilité des marchés financiers comme un phénomène qui leur serait inhérent. Selon eux, le marché financier ne garantit pas une stabilité autour d'une valeur facilement repérable mais il y a des facteurs endogènes qui le rendent instable. Généralement, dans ces approches, les institutions publiques doivent assumer la responsabilité d'intervenir afin de trouver une forme de régulation qui garantisse une plus grande stabilité.

En ce sens, la Théorie Générale de Keynes (1936) et plus exactement son interprétation, dans le 12e chapitre, du comportement des investisseurs, a été la base d'une ligne de recherche hétérogène qui reprend le concept de convention sociale (*ibid*, p. 152) pour expliquer la

7 On trouve ici un raisonnement similaire à celui expliqué par Keynes dans son concours de beauté que nous expliquons ci-dessous.

8 Selon Blanchard et Watson (1982), l'existence de facteurs psychologiques n'entraîne pas le fait que les décisions des agents soient irrationnelles. En partant de l'acceptation de l'existence de bulles irrationnelles, ils affirment qu'il est possible malgré tout de trouver des bulles spéculatives nourries par un comportement rationnel de la part des agents, qui continuent à acheter des titres bien qu'ils sachent que les prix se situent au-dessus de leur valeur fondamentale.

formation d'instabilités sur le marché financier.

« [...] *it is the long-term investor, he who most promotes the public interest, who will in practice come in for most criticism, wherever investment funds are managed by committees or boards or banks. For it is in the essence of his behavior that he should be eccentric, unconventional and rash in the eyes of average opinion. If he is successful, that will only confirm the general belief in his rashness; and if in the short run he is unsuccessful, which is very likely, he will not receive much mercy. Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally* (Keynes, 1936, p. 157-158). »

Les agents suivent, par conséquent, un « comportement moutonnier » *(herd behaviour)*[9] basé sur des conventions, indépendamment du jugement que chacun peut se faire par rapport au marché et aux fondamentaux. Tant que l'agent fait confiance à la stabilité et à la continuité de la convention, son investissement demeure liquide. Or, la convention étant arbitraire et précaire, les perspectives favorables peuvent se détériorer très rapidement en cas de bouleversement des informations sur le futur proche.

C'est, par conséquent, la stabilité de la convention qui est utilisée comme référence principale par l'investisseur dans la prise de décisions. Et cette convention ne peut pas être contrecarrée par l'expérience et le bon niveau d'information des investisseurs financiers experts. Au contraire : leur intérêt n'est pas d'anticiper les flux futurs d'un investissement mais d'anticiper l'interprétation conventionnelle pour pouvoir en tirer profit. Finalement, ces investisseurs nourrissent davantage encore la pensée conventionnelle. On peut, comme le fit Keynes, comparer ce fonctionnement à celui des concours de beauté que l'on trouvait dans les journaux de l'époque. Dans ces concours, le prix n'était pas attribué à celui qui choisissait le plus beau visage mais à celui qui s'approchait le plus du choix de la moyenne des participants. Il ne s'agissait donc pas de réagir par rapport à une réalité exogène, ni d'interpréter la réaction des autres par rapport à cette réalité externe (ici les visages des candidates) ; il fallait interpréter ce que l'opinion moyenne pensait que serait l'opinion moyenne. André Orléan

9 La *réputation*, comme variable centrale dans la prise de décision des agents, fut déjà reprise par la *behavioural finance* pour analyser des situations telles que l'octroi de crédits aux pays moins développés (Gwynne, 1986) ou les interactions entre des agents d'investissement intelligents et bêtes (*smart* et *dumb*) (Scharfstein et Stein, 1990). Pour ces derniers, les décisions prises par les agents sont complètement rationnelles malgré l'inefficience qui en résulte.

(1999) admet que dans les trois cas il existe bien une rationalité dans la décision des agents, mais il les distingue en trois niveaux différents : une rationalité fondamentaliste, comme celle exposée par Fama et Samuelson, une rationalité stratégique, et une rationalité autoréférentielle. À certains moments, c'est à cette dernière rationalité qu'obéit le comportement des agents sur le marché financier.

Ces agents, « s'interrogeant sur les motivations de l'autre, agissent à la manière de deux miroirs posés face à face, engendrant une multiplicité d'images au fur et à mesure que chacune intègre à son calcul le fait que l'autre perçoit des croyances de degré supérieur » (Orléan, 1999, p. 71). C'est donc un processus « spéculaire » où les agents s'imitent entre eux, et créent ainsi une dynamique mimétique[10] (Orléan, 1991, 1992) dans laquelle l'agrégation de comportements rationnels individuels peut aboutir à un résultat irrationnel : contrairement à l'hypothèse des marchés efficients, une hausse du prix provoque une hausse de la demande, tant que la convention ne change pas. Mais une éventuelle remise en question de la convention, c'est-à-dire une altération de la représentation collective des perspectives économiques, peut déclencher une détérioration brusque sur le marché financier et provoquer une crise.

Cette représentation des marchés financiers, basée sur les conventions sociales plutôt que sur l'éternelle référence à une valeur fondamentale, met en évidence leur caractère cyclique. Orléan (*ibid.*, p. 96-97) l'explique grâce à trois étapes simples : une première étape de stabilité conventionnelle, une deuxième de questionnement stratégique et une troisième de crise autoréférentielle.

Au début d'une phase d'expansion, l'ensemble des agents applique une rationalité fondamentaliste. Conscients de la possibilité d'obtenir une rentabilité à partir de l'anticipation des mouvements des autres, certains agents adoptent une posture stratégique et s'éloignent des critères fondamentaux. La généralisation de ce comportement mène finalement au développement d'une dynamique autoréférentielle, où les agents sous-estiment le risque et se montrent très sûrs de la stabilité de leurs modèles. Dans cette étape, un retour à un positionnement stratégique de certains agents, faisant une meilleure évaluation du risque, peut marquer le déclenchement d'une crise, déterminée par le questionnement généralisé de la

10 Dans son ouvrage de 1999, Orléan différencie trois types de rationalité autoréférentielle : une première étant la « saillance à la Schelling » (Schelling, 1960), une deuxième où les agents se basent sur l'existence d'un stéréotype et, en troisième, l'imitation, où les agents apprennent et reproduisent les réactions passées de la majorité.

convention existante et une surestimation du risque.

Afin de poursuivre avec notre revue théorique, imaginons que l'on place le long d'une ligne les différentes approches abordant la question de l'instabilité financière : on trouverait d'un côté l'hypothèse des marchés efficients, tandis que l'autre extrémité serait réservée à l'hypothèse d'instabilité financière (*FIH*) de Hyman P. Minsky (1982). À partir d'une analyse du type keynésien partant du caractère monétaire de l'économie, Minsky interprète l'instabilité comme une caractéristique propre à l'économie et dérivée des cycles financiers : « the internal dynamics of capitalist economies leads, over a period dominated by the successful operation of a capitalist economy, to the emergence of financial structures which are conducive to debt deflation, the collapse of asset values and deep depressions » (Minsky 1992b, pp. 6-7).

Pour comprendre cela, il faut d'abord placer la monnaie au centre de l'analyse économique et comprendre le rôle des banques dans cette économie non pas comme des intermédiaires passifs mais comme chercheurs actifs du profit dans un contexte d'incertitude. En fait, Minsky relativise la différence traditionnellement admise entre les banques et d'autres agents financiers. La différence, ajoute-t-il, est plus visible en ce qui concerne le contexte historique et légal de chaque institution que dans la fonction économique de celles-ci, car sur cet aspect elles sont très similaires. De même, pour l'auteur, les différences entre les institutions financières et non financières ne seraient pas des éléments très remarquables (voir Nasica, 2010, p.105-106)[11]. Comme une entreprise quelconque, une banque essaie de trouver de nouvelles opportunités d'obtention de profit étant donné les limites imposées par ses engagements passés.

Le travail de Schumpeter (1934, 1947, 1961) concernant la nature du capitalisme, et notamment ses réflexions par rapport au processus de création et de destruction propre à ce système, est très présent dans l'étude du comportement des *unités économiques* développée par Minsky. L'introduction de nouveaux mécanismes de gestion de leur portefeuille permet leur expansion mais mène pourtant à la prise de risques croissants. En ce sens, il distingue trois types de situations financières des *unités économiques* : la *finance de couverture,* dans laquelle l'entrée de cash attendue permet de payer les sorties, la *finance spéculative,* dans laquelle l'entrée attendue permet de payer les intérêts mais pas le capital de la dette, et la

11 Dans la révision de l'*IFH* (1982, p. 117-161) il proposait même d'analyser toutes les *unités économiques*, comme si elles étaient des banques (*ibid.*, p. 145) : « It is desirable to analyze all economic units as if they were a bank – or at least a financial intermediary ». Son objectif était d'illustrer l'endettement croissant des agents pour répondre aux anciennes positions d'endettement.

finance Ponzi, dans laquelle le flux de cash attendu ne permet même pas de payer les intérêts de la dette.

La relation entre innovations et crise, et notamment l'importance de la titrisation a été reprise par quelques économistes pour expliquer le phénomène d'euphorie financière contemporaine (Kregel, 2010b, p. 31), ainsi que la profonde transformation des économies capitalistes. Comme nous le verrons dans le deuxième chapitre, les innovations financières, dans un cadre de libéralisation constante de ce marché, ont été l'un des éléments encourageant l'émergence d'un nouveau mode d'accumulation dès les années quatre-vingt-dix. Ceci peut expliquer la phase récente de croissance économique malgré les pressions déflationnistes sur le niveau des salaires, même si parallèlement, les bases très instables sur lesquelles s'est construit ce mode d'accumulation ont fini par mener à l'écroulement financier et à la paralysie économique dans les pays développés (Bellofiore, Halevi et Passarella, 2009 ; Ülgen, 2013).

Cette reprise du message de Hyman Minsky constitue, à l'heure actuelle, l'une des attaques frontales de l'*EMH* les plus importantes. L'ensemble des approches théoriques qui considèrent le comportement spéculateur comme l'un des facteurs caractéristiques des marchés financiers contemporains, semble apporter de meilleures réponses aux questionnements posés par les phénomènes d'instabilité que la réalité nous présente.

Les approches du marché efficient ont aussi réagi à ces phénomènes avec l'introduction de nouveaux aspects. En fait, actuellement, les points en commun et les nuances entre les différents travaux empêchent d'en faire un classement clair par type de courants. Cependant, on continue à constater une grande différence entre les deux extrêmes. Tandis que la vision conventionnelle, proche de l'hypothèse des marchés efficients, essaie d'expliquer les crises financières à partir de l'intervention de facteurs externes, des approches comme l'approche *minskyenne* les considèrent comme le résultat de dynamiques endogènes au système. On observe, dans ce second groupe, une tendance à expliquer la création d'instabilités à partir de l'identification de différentes étapes sur le marché (Kindleberger, 1973 ; Minsky, 1982 ; Galbraith, 1993 ; Orléan, 1999). Certes, les étapes perçues par chacun de ces auteurs diffèrent de celles des autres. Mais nous observons que dans l'ensemble des interprétations, la variable principale déterminant le passage d'une étape à une autre est la croissante prise de risque par les agents.

Ce comportement du marché financier était déjà durement critiqué par Keynes, auteur de

référence de la plupart de ces dernières approches. Pour lui (1936, p. 159), le « développement du capital » sous la forme de la finance était devenu « un sous-produit de l'activité d'un casino ». Empêcher que cette dynamique arbitraire mette en danger l'objectif de stabilité à des niveaux de plein emploi nécessiterait, sur le plan national, une intervention structurelle de l'État et la socialisation approfondie de l'investissement (Keynes, *ibid.*, p. 378 ; Dostaler, 2012, p. 87).

Néanmoins, tout en admettant la nécessité de réformes nationales allant dans ce sens, le contexte actuel demande urgemment une réflexion à un niveau international. Existe-t-il une structure monétaire qui encouragerait la formation de ce *casino* mondial ? Et si elle existe, quelles sont ses caractéristiques ? Notre hypothèse est qu'il en existe une. Or, nous ne sommes pas les premiers à y répondre affirmativement. Un grand nombre de travaux ont déjà traité de cette question, afin de dévoiler quelques éléments – notamment les déséquilibres croissants des balances courantes entre pays – qui contribuent à ce climat d'instabilité. Et certains de ces travaux vont nous servir dans la partie suivante afin de développer une interprétation propre. Cependant, la recherche de raisons de type structurel, nous obligera finalement à identifier les grandes limites des approches signalées et à entreprendre une étude plus approfondie partant des bases théoriques de la monnaie moderne.

***Section 2* : Analyses conventionnelles sur les instabilités liées au Système Monétaire International**

Avec l'abolition progressive des barrières nationales aux capitaux étrangers et l'harmonisation de plus en plus évidente des règles nationales, le marché financier a acquis une dimension globale. Notre passage en revue des principales références dans l'étude du désordre financier nous a permis de constater que cette dimension a déjà été intégrée par la théorie financière. En fait, les théoriciens de l'*EMH* préconisent de continuer à libéraliser les mouvements financiers entre pays afin que tous puissent bénéficier d'une allocation optimale des ressources. Et, à l'inverse, ceux qui reconnaissent un caractère spéculatif à ce marché, craignent que la dynamique libéralisatrice ne rende plus vastes et plus profondes les crises observées aujourd'hui.

Toutefois, contrairement à la réduction croissante des barrières aux mouvements financiers, il existe encore dans la sphère monétaire internationale une structure avec des espaces

monétaires nationaux ou régionaux. Et c'est justement à partir de l'étude des relations entretenues entre ces espaces que nous aboutissons aux conclusions principales de notre recherche sur le caractère endogène des instabilités lié au SMI.

Dans cette deuxième section nous allons faire une revue des approches qui ont étudié cette question, toute en mettant l'accent sur les débats contemporains portant sur les possibles causes d'instabilité monétaire mondiale. Cette méthodologie présente un avantage : il existe un parallélisme clair entre les débats des dernières années et les grandes discussions sur la stabilité monétaire du vingtième siècle. Il est donc impossible de se passer des dernières pour comprendre les « débats » contemporains.

En ce sens, l'axe de cette deuxième partie est focalisé sur la discussion concernant les explications de ce que l'on appelle les « Déséquilibres Globaux » (*Global Imbalances,* désormais GI) qui est le terme consacré pour nommer les grands déséquilibres nets du compte courant de quelques pays depuis les années quatre-vingt-dix. L'ampleur prise par ceux-ci a provoqué un essor des discussions entre économistes et politiciens sur les conséquences possibles que ces déflagrations peuvent avoir sur l'économie internationale.

Il faut préciser la nature de ces discussions. Les petites nuances que l'on trouve sur le plan théorique entre les différentes approches ayant abordé le débat sur les GI, sont à l'origine de lectures très différentes des effets potentiels de ces déséquilibres ainsi que des conséquences de type géopolitique qui en résultent. À ce stade de la recherche nous ne prétendons pas analyser plus en profondeur la lecture politique qui peut être faite de ce phénomène. En fait, celle-ci ne sera exposée que dans le quatrième chapitre. Ce qui nous intéresse dans cette revue est d'identifier le raisonnement théorique qui amène à considérer les GI comme le principal enjeu monétaire global contemporain. En ce sens, et toujours sur le plan théorique, nous présentons ci-dessous les différentes options d'organisation monétaire fréquemment citées dans la littérature économique et qui peuvent être considérées comme des solutions face aux problèmes que les GI sont censés provoquer. La présentation des GI et la critique que nous ferons plus tard à cette approche constitueront le pas préalable à la présentation, dans la troisième section de ce chapitre, de notre approche théorique.

a. Les Global Imbalances, principale source monétaire d'instabilités ?

Avant la crise de 2007 et 2008, la taille des GI conférait au phénomène une dimension

mondiale et concernait aussi bien les pays développés que les pays émergents. Ceci dit, et contrairement aux thèses défendues dans certains travaux (Doodley et al., 2003), on ne pouvait pas classer les pays émergents comme grands exportateurs nets et l'ensemble des pays développés comme les principaux importateurs nets. On voyait, par exemple, des pays développés enregistrant de fortes balances excédentaires comme l'Allemagne, et des pays émergents comme l'Inde, dont la balance courante était nettement négative.

Du côté des pays déficitaires, les États-Unis ont monopolisé la position du pays le plus déficitaire dès les années quatre-vingt-dix. Avant la crise, leur balance courante négative (en volume total) était plus de sept fois supérieure à celle de l'Espagne, qui figurait en deuxième place. Du côté des pays excédentaires nets, la Chine a remplacé le Japon lors de la dernière décennie en tant que première puissance et jusqu'à la crise figurait très loin devant d'autres pays excédentaires, tels que le Japon lui-même, l'Allemagne ou l'Arabie Saoudite (Altuzarra, Ferreiro et Serrano, 2010, p. 31). Par ailleurs, bien que théoriquement de tels déséquilibres puissent avoir lieu sans que les pays en tête de chaque groupe – excédentaires et déficitaires – aient de profondes relations commerciales, le phénomène des Global Imbalances des années 2000 montre que, parmi les relations commerciales les plus déséquilibrées pour les États-Unis, figurent les quatre grands exportateurs que nous venons de citer (US Census Bureau, 2012).

<u>Tableau 1.1</u> : Taille des déséquilibres globaux des comptes courants (en milliards de dollars et en pourcentage du PIB)

	1980		1990		1995		2000		2008	
		PIB mondial		PIB mondial		PIB mondial		PIB mondial		PIB mondial
Déficit	173,2	1,48	296,2	1,3	342,4	1,16	681,7	2,12	1641	2,69
Excédent	115	0,98	188,1	0,82	285,5	0,96	504,9	1,57	1832,5	3

Source : Ferreiro et Serrano (2009, p. 183)

Cependant, la crise actuelle semble avoir freiné ou même inversé certains des déficits les plus inquiétants observés dans les comptes courants des économies nationales. Par exemple,

la plupart des économies de la périphérie de l'Eurozone – l'Irlande, l'Espagne, la Grèce, l'Italie et le Portugal – sont revenues, à partir des positions extérieures négatives record observées en 2007 et en 2008, sur des positions équilibrées. Le cas le plus évident est celui de l'évolution de la balance espagnole : tandis qu'en 2007 ce pays avait le second déficit le plus grand du monde – en dollars –, il cumule à partir de 2013 des résultats nets positifs.[12]

Sur le plan global, le renversement des déséquilibres n'a pas été aussi évident que dans le cas de l'Eurozone. Cependant, la forte réduction des déséquilibres observés à partir de 2006 et 2007 semble satisfaire des économistes comme Barry Eichengreen (2014a), qui admet cependant qu'il reste encore de forts déséquilibres – comme le déficit turc représentant 7,4% de son PIB ou le l'excédent allemand de 6%. Or, il les considère comme des problèmes de type régional plus que global. La principale raison de cet « optimisme » est, selon Eichengreen, la réduction de l'excédent du compte courant chinois – de 10% du PIB en 2008 à 2% en 2014 – et, en particulier, la baisse du déficit américain – de 6% du PIB en 2007 à un peu plus de 2% en 2014.

Cependant, il reste encore certains facteurs importants qui nous invitent à être prudents par rapport à l'avis si optimiste de Eichengreen. Malgré leur réduction, les deux soldes extérieurs annuels – le chinois et l'étasunien – sont toujours significatifs. De surcroît, il demeure difficile de distinguer si la réduction des déséquilibres extérieurs est un effet indirect et temporaire de la crise économique globale ou si c'est une dynamique qui se maintiendra sur le long terme et qui permettra, lors des prochaines décennies, un commerce plus équilibré pour ces deux pays. De fait, un fait similaire s'était produit avec la balance extérieure américaine il y a environ vingt-cinq ans : après plusieurs années de déficits extérieurs à l'issue de l'administration Reagan, la crise de la période 1990-1992 donna lieu à un rééquilibrage exceptionnel du compte courant. Cependant, dès que le taux de croissance de l'économie nationale retrouva ses niveaux antérieurs, le compte courant commença à enregistrer une détérioration à laquelle seule la crise démarrée en 2007-2008 a mis fin.

En tous cas, pourquoi les grands déséquilibres du compte courant de certains pays, et notamment celui des États-Unis, inquiète les économistes et les dirigeants politiques ?

12 Comme nous l'expliquerons dans le quatrième chapitre, la brusque réduction des déficits dans ce groupe de pays européens ne devrait pas être prise comme un symptôme de l'amélioration de leur situation économique mais comme le résultat de la détérioration de leurs conditions financières, ainsi que des effets sur la consommation et la dépense publique des politiques d'ajustement qui leur sont imposées par les organismes internationaux.

Traditionnellement, deux raisons principales sont données. D'abord, d'un point de vue éthique, des auteurs comme Morrisey et Baker (2003) ou Joseph E. Stiglitz (2007) allèguent le fait que les entrées nettes de capitaux des économies émergentes (comme la plupart des pays de l'est asiatique) dans l'économie étasunienne, au moyen de grands excédents commerciaux cumulés, permet de financer les hauts niveaux de consommation de l'économie étasunienne mais laisse moins de ressources aux pays émergents pour financer leur développement. Cette structure injuste était, déjà dans les années soixante et soixante-dix, critiquée par certains économistes (Rueff, 1971 ; Schmitt, 1975) et responsables politiques d'autres pays, qui dénonçaient le « privilège exorbitant » des États-Unis de se financer avec leur propre dette. Il faudrait donc inverser ces déséquilibres de façon à permettre l'arrivée nette de ressources des pays développés vers les pays en développement.

Mais si le débat sur les GI a eu un tel impact, ce n'est pas pour des considérations de type éthique, mais pour les conséquences possibles de ces GI sur la stabilité monétaire globale. Sur cet aspect, il y a autant d'avis que de travaux écrits. Néanmoins, nous pouvons distinguer deux grands groupes d'interprétations. Selon le premier, les énormes déficits étasuniens sont des menaces potentielles pour la stabilité monétaire globale. Un second groupe d'interprétations ne voit aucun danger dans les déficits américains. Au contraire, pour la plupart des travaux de ce dernier groupe, ces déficits sont plutôt une conséquence de la forte capacité de l'économie étasunienne à attirer des capitaux étrangers.[13]

Il est pratiquement inévitable – comme le font déjà Gourinchas et Rey (2005) – de considérer cette approche comme une version évoluée de l'Hypothèse de l'Intermédiation Financière Internationale (*IFIH*) (Kindleberger, 1965; Desprès, Kindleberger and Salant, 1966) ou même de l'ultérieure Théorie de la Stabilité Hégémonique (*HST*) (Kindleberger, 1973). Selon l'IFIH, l'endettement croissant des États-Unis dans les années soixante et soixante-dix ne devait pas être une raison de s'inquiéter : ce pays, en tant que « banquier du monde », devait comme toute autre banque, emprunter de l'argent à court terme pour le prêter à long et à moyen terme. Par conséquent, de ce point de vue, il n'y avait aucune nécessité de procéder à un ajustement du déficit étasunien, au contraire : empêcher l'intermédiation étasunienne aurait eu de graves conséquences sur l'économie internationale.

Actuellement, en plus du rôle d'intermédiation de type bancaire endossé par les États-Unis,

13 Ce point sera également développé dans le quatrième chapitre. Or, nous pouvons proposer la lecture de l'analyse de Bernanke (2005), comme un travail représentatif et référentiel de l'approche.

quelques travaux (voir, par exemple, Mendoza et al., 2007) ajoutent un autre facteur : le haut degré de développement du marché financier américain en raison de la capacité des États-Unis à attirer les capitaux étrangers. Cela permet de présenter les déficits du pays non pas comme un excès consumériste de sa part mais comme le résultat du degré différent de libéralisation des marchés financiers entre les pays.

Comme cela a été indiqué plus haut, face à cette interprétation optimiste, d'autres travaux préviennent sur le danger intrinsèque de l'accumulation des déficits extérieurs étasuniens sur la stabilité globale. Par exemple, au cours des premières années de la crise contemporaine, certains auteurs indiquaient que l'arrivée massive de capitaux aux États-Unis jusqu'en 2007 avait empêché une absorption correcte et, au final, avait alimenté des dynamiques d'instabilités sur le marché récepteur (Guha, 2010 ; Ferreiro et Serrano, 2009). Cet argument fut utilisé par des personnalités liées aux autorités économiques américaines (voir, par exemple, United States Government, 2009; Greenspan, 2010) pour défendre le bilan de leur gestion durant l'époque d'expansion et justifier ainsi leur incapacité à freiner l'effet pervers de l'entrée importante de capitaux étrangers.

Mais la crainte la plus significative – et celle qui nous intéresse le plus pour notre recherche – est celle qui met en relation la hausse du déficit des États-Unis et la possibilité croissante d'un risque de crise systémique sur le SMI. Selon ce groupe de travaux, les déficits du compte courant étasunien, qui permettent d'exporter les dollars demandés dans l'économie internationale, provoquent une érosion de la confiance à long terme des agents internationaux sur la valeur de cette monnaie. Or cette confiance est indispensable à la stabilité du SMI. En effet, le dollar étant la principale monnaie nationale d'utilisation internationale, une crise de confiance sur cette monnaie affecterait gravement l'ensemble de l'économie internationale. Cependant, toujours selon cette approche, si les États-Unis refusaient d'exporter des dollars, la rareté de liquidité qui en résulterait freinerait le développement des relations économiques internationales. C'est pour cela que plusieurs auteurs avertissent du fait qu'aujourd'hui, nous assistons à une version contemporaine du *dilemme de Triffin* (1961), avec toujours le dollar comme monnaie protagoniste (voir, par exemple, Kregel, 2009; Ly, 2013; Mateos y Lago, Duttagupta, & Goyal, 2009; Rossi, 2013).

b. Des alternatives proposées dans la littérature face aux instabilités monétaires.

Dans la dernière section du chapitre, nous allons exposer les principales limites du débat sur les GI et présenter notre cadre théorique. Et à la fin du cinquième et dernier chapitre nous allons aborder la question sur les réformes monétaires à mettre en place et justifier, en fonction de notre cadre théorique, la pertinence d'une série de réformes que nous proposerons. Cependant, étant donné que nous venons de faire une revue des principales approches actuelles et passées traitant des causes probables de l'instabilité du SMI, nous ne voulons pas commencer l'explication de notre approche sans présenter les grandes orientations des plans qui sont censés faire face à ce type d'instabilité.

Parmi tous les plans d'action, le plus courant est sans doute l'appel constant à la coordination entre pays. La plupart de ces efforts de coordination sont orientés vers la mise en place de politiques économiques nationales qui se complètent et qui empêchent une circulation massive de capitaux entre pays. Parmi ces accords on trouve[14] :

L'accord de maintenir les réserves stockées en dollars : dès la signature des accords de Bretton Woods, les États-Unis comptent sur une périphérie (Dooley *et al.,* 2003) qui a gardé de grandes quantités de dollars dans les réserves des Banques Centrales et des Gouvernements. Le fait que les États-Unis ne soient pas les seuls à être vulnérables face à une potentielle chute de la valeur du dollar leur permet de partager la responsabilité de la stabilité. Si l'un des grands créanciers publics décide de vendre ses avoirs en dollars, il pourra déclencher une vague de ventes massives qui provoquera une dépréciation de ses réserves avant de les avoir toutes vendues[15]. Par conséquent, les grands créanciers (la Chine et le Japon, notamment), les premiers intéressés à conserver la valeur du dollar, sont motivés à chercher des accords avec les États-Unis pour la stabilité de toute la liquidité en dollars.

Parallèlement à la gestion des stocks passés, il est souvent rappelé que l'une des tâches les plus importantes des États-Unis et de leurs créanciers concerne le rééquilibrage de leurs balances courantes afin de mettre fin aux énormes transferts nets des premiers vers les seconds. En cas d'équilibre sur ce plan, l'ensemble des fonds en dollars, obtenus par exemple par la Chine dans son commerce bilatéral avec les États-Unis, est utilisé pour

14 Les limites de ces propositions deviendront évidentes à partir du développement de notre approche théorique.

15 Ce type de dépendance est très bien résumé par la citation « If you owe the bank $100 that's your problem. If you owe the bank $100 million, that's the bank's problem ». L'origine de celle-ci n'est pas claire. John Maynard Keynes (1979[1945], vol XXIV, p. 258) indique qu'il s'agit d'un vieil adage « The old saying holds. Owe your banker £1000 and you are at his mercy; owe him £1 million and the position is reversed ».

acheter une partie équivalente de produits étrangers. Les économistes revendiquent souvent l'effet positif de ce rééquilibrage, non seulement sur la stabilité, mais aussi sur la demande agrégée mondiale et en termes de justice : si la Chine dépense ses avoirs en dollars au fur et à mesure qu'elle les obtient, elle pourra accéder à une partie de la production des États Unis et provoquer en même temps un effet expansionniste dans ce pays. Ceci dit, étant donné le degré de décentralisation propre d'une économie monétaire – y compris en ce qui concerne les relations internationales –, le rééquilibrage des balances doit être promu de façon indirecte. Cela peut se faire par le biais, par exemple, de politiques monétaires et fiscales expansionnistes dans le cas du créancier, et récessives pour le débiteur. Le Fonds Monétaire International apparaît ici comme la principale institution internationale censée faciliter le processus de coordination des politiques entre pays. Il faut rappeler que c'était là le rôle principal du FMI à sa naissance : les négociateurs de Bretton Woods étaient conscients des risques déflationnistes propres au système choisi et se mirent d'accord pour que le Fond surveille la compatibilité des politiques nationales et soit la garantie de la convertibilité des monnaies à taux fixe. À l'heure actuelle, le système s'est flexibilisé et les engagements formels se sont dilués ; pourtant, le FMI, qui est devenu un administrateur international des crises (Aglietta, 2000), aurait une grande utilité pour la stabilité mondiale s'il reprenait son rôle actif, bien que renouvelé, de coordinateur des politiques nationales.

Diversifier les sources de liquidité internationale : les chiffres consultés précédemment montraient que le dollar continue à être la monnaie de référence la plus utilisée. La dépendance envers une seule monnaie nationale rend l'ensemble du système monétaire spécialement vulnérable. Une solution qui pourrait atténuer temporairement le problème, serait l'émergence d'autres monnaies nationales. Le partage de la responsabilité de fournir de la liquidité à l'économie internationale permettrait aux États-Unis de réduire son déficit sans pour autant mettre en péril l'expansion économique mondiale.

Ces mécanismes de coordination sont complétés par la mise en place de swaps bilatéraux de monnaies nationales entre Banques Centrales, une mesure fréquente parmi les autorités monétaires des principaux pays depuis l'éclatement de la crise (voir ECB 2012, 2013). Grâce aux swaps, les pays se font mutuellement des dépôts en monnaie nationale, lesquels peuvent servir à l'achat de production nationale par des non-résidents sans devoir faire appel pour autant au marché des changes.

En plus de ces mécanismes de coordination, nous trouvons des alternatives visant des changements profonds dans la gestion des taux de change. À ce niveau de notre recherche, nous croyons intéressant de revoir la défense du régime des taux de change flexibles. Par un coup d'œil rapide nous pourrions être tentés de conclure que, si les instabilités inhérentes au SMI ne sont pas disparues alors que nous nous trouvons dans un régime de taux de changes flexibles depuis les années soixante-dix, la proposition de laisser flotter le prix des monnaies ne semble pas être la panacée. En effet, plusieurs auteurs démontrent qu'actuellement (Calvo et Reinhart, 2000, 2002 ; Haussman, Panizza et Stein, 2000), et nous le constaterons nous-même dans le troisième chapitre, le régime de changes *de facto* choisi par les autorités monétaires d'une part considérable de pays, c'est l'ancrage du prix de leurs monnaies à celui d'une grande monnaie internationale.

L'avantage théorique d'un régime de taux – vraiment – flottants est qu'il permettrait d'avoir, à chaque instant, des prix relatifs entre monnaies qui seraient les « prix d'équilibre » ; tout déséquilibre dans les balances extérieures des pays serait corrigé immédiatement grâce au changement de la relation des prix entre les deux pays au moyen des taux de change. Certes, ce n'est pas à partir des *Global Imbalances* que l'on a commencé à entendre des arguments pour le flottement des taux de change ; la capacité du marché à résorber les déséquilibres potentiels qui surviennent dans les balances extérieures des pays était déjà revendiquée pendant la période d'entre-deux guerres par les défenseurs du régime d'étalon-or. Or, la référence la plus citée actuellement est celle de Friedman (1953), ainsi que d'autre travaux parus dans les années cinquante et soixante, lorsque les rigidités accordées à Bretton Woods commencèrent être ressentis comme un problème.

Friedman (1953) argumentait que, face à la rigidité des prix internes à un pays, le taux de change, beaucoup plus flexible en l'absence d'intervention des gouvernements, pouvait assurer l'équilibre de la balance extérieure de façon efficace (1953, p. 171) : "*Changes in it occur rapidly, automatically, and continuously and so tend to produce corrective movements before tensions can accumulate and a crisis develop.*" Les phénomènes de spéculation sur les monnaies s'expliquaient, selon Friedman, par le fait que les gouvernements mettaient en place des politiques monétaires et budgétaires qui éloignaient le taux fixé par eux de celui d'équilibre. Par conséquent, la spéculation contre les taux fixés n'était pas un problème mais la

conséquence finale d'une gestion publique insoutenable. La solution : laisser le marché fonctionner pour qu'il fixe le prix des monnaies entre elles.

Comme rappelé par Kenen (1985, p.657) un consensus croissant d'économistes – y compris des keynésiens – plaidaient pour un tel système. Conscients des tensions monétaires observées à l'époque, ils postulaient que le régime flexible serait le mécanisme d'ajustement qui éviterait les déséquilibres des comptes extérieurs des pays, tout en garantissant le système de transactions libres que l'on avait essayé d'ériger, au niveau international, avec les accords de BW.

À partir de l'analyse macroéconomique keynésienne des rigidités du prix et du salaire réel, James Meade considérait que dans un régime de taux fixes, des changements dans la demande internationale dans un contexte de rigidités des prix internes pouvaient empêcher le retour à l'équilibre de la balance extérieure des pays. Dans ce cas, un mécanisme d'ajustement des taux pouvait être envisageable pour compenser la rigidité des prix et rétablir les conditions d'équilibre entre pays (Meade, 1951). Or, seulement quatre ans plus tard (Meade, 1955), le même auteur allait plus loin et publiait sa défense des taux flexibles, en rejoignant le postulat monétariste de flexibilité.

Meade n'était pas le seul keynésien à défendre ce système. En hommage à Milton Friedman, Harry G. Johnson, qui avait des influences nettement keynésiennes (1969) allait écrire quelques années plus tard son singulier *The Case of Flexible Exchange Rates.* Pour les agents économiques, les bénéfices théoriques d'un système de taux fixes comme celui de Bretton Woods sont, chez Johnson, évidents : une meilleure anticipation de l'évolution des prix d'importation et d'exportation, qui encouragerait la création de réseaux commerciaux. Or, l'expérience montrait que loin d'encourager une ouverture des frontières douanières des pays, la rigidité les poussait à mettre en place un contrôle des transactions afin d'aboutir à l'équilibre externe. Les gouvernements des pays participants, aux priorités de politique économique assez différentes, devaient intervenir dans les relations des agents nationaux pour faire valoir leurs priorités. Ces contrôles étaient contraires à l'esprit du libéralisme économique désiré. Donc, afin de permettre le libre échange en matière de commerce et de paiements internationaux, il fallait laisser les taux de change flotter.

C'est un raisonnement semblable à celui exposé par Mundell, dont les travaux (1961, 1963), avec ceux de Fleming (1958, 1962) allaient devenir la référence principale (avec ceux de

Friedman) pour passer définitivement au régime de flexibilité des taux de change. En fait, l'explication macroéconomique synthétisée à partir de leurs travaux allait prendre le nom de « modèle de Mundell-Fleming », bien que le seul article qu'ils aient écrit ensemble (Fleming et Mundell, 1964) traita d'un autre sujet[16]. Ce modèle est une application en économie ouverte du modèle IS/LM conçu par Hicks (1937). Mundell étudiait les effets d'une parfaite mobilité internationale des capitaux sur le revenu national et sur l'efficacité des politiques budgétaires et monétaires. Les conclusions tirées par Mundell (1968) servirent à développer plus tard le « triangle des incompatibilités ». À savoir ; pour un ensemble de pays partageant une rigidité des taux de change, il est impossible de concilier simultanément ce régime avec une liberté de mouvement des capitaux et l'autonomie de la politique monétaire.

Si l'on regarde les politiques monétaires suivies par la plupart des pays, les régimes choisis ne sacrifient aucun des sommets du triangle : ils essaient d'assurer un certain flottement ou ajustement des taux de change en même temps qu'ils coordonnent leurs politiques avec celles des pays partenaires pour éviter des épisodes de forte volatilité. Ceci dit, nous voulons souligner l'importance du triangle des incompatibilités ainsi que le rôle central de la littérature monétariste dans les débats économiques des dernières décennies. Cependant, nous considérons que ce ne sont pas des mécanismes qui règlent la tension inhérente qui accompagne le développement du système monétaire contemporain.

Cette incapacité pour régler les tensions inhérentes par les mécanismes classiques – aussi les politiques de coopération multilatérale que les politiques de libéralisation des taux de change – sera expliquée à partir de la section suivante. Les diagnostics réalisés souvent sur l'instabilité provoquée par le SMI restant superficiels, les alternatives proposées se révèlent insuffisantes pour proposer des reformes efficaces. Pour réaliser une interprétation avec une plus forte capacité explicative des instabilités structurelles, il faut néanmoins partir d'une approche théorique différente. Celui-ci sera l'objectif de la prochaine section.

Section 3 : Le désordre structurel du SMI et ses conséquences: présentation de l'approche théorique adoptée

Afin de développer une approche capable de fournir une explication structurelle, et pour toutes les périodes, de l'instabilité provoquée par le SMI actuel, nous allons devoir mobiliser des catégories non vues dans la section précédente. Or, nous reviendrons également sur certains débats des années soixante et soixante-dix sur la stabilité monétaire pour réinterpréter

16 Ce rappel fait partie de l'argumentation de Mundell pour défendre le nom du modèle “Mundell-Fleming” et non l'inverse; “Fleming-Mundell”.

des catégories très utilisées dans la littérature conventionnelle actuelle (comme le concept de déficit de la balance de paiements, la sortie ou entrée de capitaux et le dilemme de Triffin).

Toutefois, avant d'aborder le fond de la question, il convient d'élaborer un schéma représentant de façon claire les relations monétaires entre pays dans un SMI à étalon monnaie-clé. Pour cela, nous allons mobiliser certaines études circuitistes, et notamment leur méthode comptable basée sur la nature actif-passif de la monnaie bancaire. Il existe toutefois dans cette approche des limites considérables et en particulier dans l'explication qu'elle donne du développement des périodes d'instabilités au sein du SMI. Ceci dit, nous pensons que leur démarche reste très pertinente dans l'identification de ce que l'on appellera le *désordre* monétaire international, ainsi que dans la mise au jour de ses conséquences en terme d'instabilité inhérente. Enfin, nous énoncerons les hypothèses posées dans notre recherche, lesquelles lui octroieront une certaine puissance explicative concernant l'évolution qui a marqué l'histoire du SMI depuis la généralisation de l'étalon monnaie-clé.

a. L'ordre idéal des zones monétaires

La triade « monnaie-banques-paiements » est essentielle au fonctionnement de l'actuel système économique(Rossi, 2013). La monnaie est émise et circule à l'intérieur du système bancaire. Toute opération économique entraîne une opération monétaire associée si bien que les banques apparaissent comme des institutions essentielles aux dynamiques d'accumulation du capital. En dépit de leur rôle central, lors des opérations économiques, les banques n'interviennent que comme intermédiaires, où troisième pôle, entre les agents économiques (Hicks, 1967, p.11). C'est cette particularité qui assure le fait que le paiement soit bien *monétaire*. Car un paiement monétaire est assuré par l'échange d'un instrument non fourni par aucune des parties réalisant l'opération. Dans l'économie à monnaie bancaire, c'est la banque qui agit entre deux agents ; elle établit une relation bilatérale avec chacune, mais ce sont deux relations inverses – une position créancière pour l'un, et débitrice pour l'autre – par le même montant d'unités monétaires. En ce sens, la monnaie est définie par Schmitt comme étant un *actif-passif* : à chaque opération de paiement, elle intègre une créance et une dette simultanée (mesurées en unités de compte). Les agents réalisent des opérations économiques entre eux mais leurs positions changent par rapport à la banque, émettrice de cette monnaie de premier degré.

Autrement dit, un paiement monétaire peut être considéré simultanément comme une

opération d'achat-vente et de vente-achat par chacun des agents. D'un côté, un agent finance l'achat qu'il fait d'un produit, d'un actif financier ou de la main d'œuvre, par la vente d'un dépôt bancaire de même valeur. De l'autre côté, l'acquisition de ce dépôt par l'agent vendant le produit, l'actif financier ou son travail, peut être pris comme un achat. Et cela arrive aussi bien avec le virement entre dépôts que dans l'échange de pièces et billets. Dans le premier cas, l'opération concerne la banque commerciale, tandis que dans le second c'est la monnaie de la Banque Centrale qui circule de main en main sous forme de billets.

Cette double nature de la monnaie révèle l'incapacité des banques à créer des dépôts monétaires avec un nouveau pouvoir d'achat. Toute intermédiation de la banque entre des agents est liée de façon inhérente à une opération économique entre ces agents. En ce sens, Schmitt (1975) remarque deux grands types d'opérations gérées par les banques : les opérations *monétaires* et les opérations *financières*.

En ce qui concerne la catégorie d'opérations de type monétaire, elle réunit aussi bien la création que la destruction de revenus. Contrairement aux modèles de type néoclassique, où les dotations des agents apparaissent dès le début du modèle et les agents doivent les échanger en fonction des prix donnés, une économie monétaire de production est marquée, du point de vue des entreprises, par la dynamique constante d'investissement d'un capital initial pour le financement d'une production future et fondée sur l'anticipation d'une vente ultérieure de cette production. Dans cette dynamique, l'existence de la relation salariale occupe une place centrale. Mais reconnaître la place des salaires dans cet approche entraîne, avant tout, la reconnaissance de l'existence de différentes groupes socio-économiques – entreprises, banques, ménages, Banque Centrale etc. – avec des rôles et des interrelations particulières. Le paiement des salaires concerne les entreprises, les travailleurs et les banques. Du point de vue des ménages, ils obtiennent un revenu à partir de la rémunération du travail qu'ils pourront dépenser dans l'achat de produits offerts par les entreprises. D'un point de vue strictement comptable, nous pourrions exprimer l'opération comme dans le tableau 1.2 et 1.3. La banque A fait d'abord une opération double avec une entreprise : elle lui octroie un dépôt mais elle note parallèlement une créance équivalente. Ce dépôt est utilisé par l'entreprise pour le financement des salaires. Si l'on prend comme hypothèse que chaque salarié possède un compte auprès de la Banque A, le paiement des salaires par l'entreprise donnerait lieu à une opération comptable comme celle du tableau 1.3. Ainsi, les salaires payés sont la forme monétaire de la production de l'entreprise, ce qui homogénéise la production en lui donnant

une forme numérique. Le tableau 1.4 montre par ailleurs l'opération bancaire que l'on observerait si les travailleurs utilisaient leur salaire pour acheter les produits offerts par l'entreprise.

<u>Tableau 1.2</u> : Financement bancaire de la production future de l'entreprise

Banque A

Actifs		Passifs	
+ *x u.m*	Créance sur l'entreprise	Nouveau dépôt de l'entreprise	+ x *u.m*

<u>Tableau 1.3</u> : Paiement du salaire des travailleurs

Banque A

Actifs		Passifs	
		Dépense du dépôt de l'entreprise	- x *u.m*
		Paiement des salaires	+ x *u.m*

<u>Tableau 1.4</u> : Dépense des salaires dans la production nationale

Banque A

Actifs		Passifs	
-y *u.m*	Remboursement partiel de la créance	Dépense des salaires	-y *u.m*

Source : Tableau adapté à partir de Rossi (2001)

Ce que nous pouvons observer dans le cas des relations existantes entre une banque, une entreprise endettée et les travailleurs titulaires des dépôts, peut s'étendre à l'ensemble d'une économie composée de plusieurs banques, de diverses entreprises ainsi que leurs travailleurs respectifs. L'homogénéité et la convertibilité des monnaies bancaires permettent le développement d'un réseau complexe de transactions permettant à tout travailleur et à ceux qui en dépendent, d'acheter tout type de produit répondant à leurs besoins, indépendamment

des biens produits par eux-mêmes. De la même façon que le paiement des salaires entraîne une *création-destruction* monétaire, l'utilisation des salaires pour l'achat d'une production mène à une *destruction-création :* les salaires, chargés de pouvoir d'achat, sont détruits pour une production de valeur égale, ce qui permet le remboursement de la créance avancée aux entreprises.

La monnaie bancaire, au cœur de la dynamique de l'économie monétaire de production, n'est donc pas un stock qui change de mains, mais une relation de dette reflétée dans la comptabilité bancaire. Cette monnaie est *créée* et *détruite* dans chaque paiement et à chaque unité de revenu créée correspond une partie de la production totale. C'est pour cela que dans aucune analyse macroéconomique, nous ne pouvons séparer le versant réel de l'économie de son versant monétaire.

Outre les opérations de paiement, les revenus peuvent aussi être prêtés temporairement entre les agents au moyen d'une opération financière. Généralement, cela n'entraîne aucun mouvement physique d'un stock monétaire. Au contraire, cela est possible grâce à l'émission de titres sur le marché financier et leur échange contre des dépôts. Comme dans le cas d'une opération de paiement, l'opération financière peut être vue comme une opération d'achat-vente par chaque agent intervenant sur le marché. L'émetteur vend son titre de dette et achète le dépôt. Sa contrepartie, par ailleurs, achète le titre et vend son dépôt ; autrement dit, il a cédé son pouvoir d'achat et ne le récupérera que lorsque l'emprunteur aura remboursé sa dette.

Certes, ce titre peut être accepté en échange d'une marchandise, mais dans ce cas, il n'y a pas de paiement monétaire. Nul ne paie avec sa propre dette (Schmitt, 1977, p.24). Il s'agit d'une promesse de paiement, d'une reconnaissance de dette. Il en va de même lorsque l'acheteur du titre le transmet à un autre agent en échange d'une marchandise. Il n'est pas libéré de sa dette tant qu'il n'y a pas paiement de la part de l'agent émetteur. Le paiement monétaire reste en suspens. Schmitt explique, en ce sens, que « *la monnaie a une force libératoire* » (1977, p. 23). Ce qui veut dire que seul le paiement monétaire, par l'intermédiaire des mécanismes bancaires, permet de libérer l'agent acquérant un bien, un service ou un titre.

L'existence de nombreuses banques commerciales dans une même zone monétaire complexifie l'analyse sans pour autant affecter le fonctionnement pyramidal que nous venons de décrire par rapport aux paiements entre agents. Les banques peuvent faire des opérations

financières entre elles, comme par exemple l'émission ou l'achat de titres sur le marché financier, ou simplement par l'intermédiation dans les opérations monétaires entre les agents économiques. Concernant cette deuxième possibilité, lorsqu'un agent demande à une banque 'A' de transférer un dépôt à un autre agent d'une banque 'B', la banque A peut garantir à B le paiement futur de cette opération interbancaire. Or, en l'absence d'une institution supérieure – ou d'une opération similaire de sens opposé qui puisse la compenser – la banque endettée ne peut se *libérer* de sa promesse de paiements. La structure symétrique que nous avons observée entre les agents et la banque est assurée, dans le cas des banques commerciales au sein de la sphère nationale, par la Banque Centrale et l'émission d'une monnaie de *second degré ou centrale* (Schmitt, 1975).

Chaque structure pyramidale, définie par l'utilisation d'une unité de compte précise et par une Banque Centrale à sa tête, constitue une *zone monétaire*. Dans chacune des zones monétaires – historiquement associées à une autorité nationale et limitées par les frontières physiques des pays – l'ensemble de banques participantes ont accès à la monnaie centrale selon les conditions fixées par la Banque Centrale et mettent à disposition des agents économiques les instruments de paiement déjà décrits.

La monnaie, émise exclusivement dans ce circuit d'institutions financières, ne peut pas sortir de celui-ci. Même si le paiement est destiné à un agent étranger, la monnaie ne se déplace pas de main en main, comme peuvent le faire les instruments concrets de paiement où un bien physique quelconque. La nature « actif-passif bancaire » de la monnaie limite la réalisation de tout paiement à un exercice comptable dans le système financier du pays, en assurant, ainsi, la symétrie totale dans la réalisation des paiements.

Cela sera un élément-clé pour expliquer, ultérieurement, l'existence d'un désordre structurel au sein du système monétaire international. L'absence d'une organisation pyramidale qui dépasse les banques centrales empêche de respecter dans les opérations internationales – c'est à dire, celles qui engagent des agents de, au moins, deux zones monétaires – la même symétrie observée entre agents d'une même zone monétaire. Nous verrons que cela mène finalement au développement d'un système instable et des relations de dépendance entre pays qui affectent même l'organisation des institutions bancaires – centrale et commerciales – à l'intérieure des zones monétaires.

En revanche, nous allons nous concentrer pour l'heure sur la dimension nationale puisque

c'est là que nous allons trouver la première source de désordre, laquelle a des conséquences évidentes sur le plan international. Ce désordre est issu, comme nous allons l'expliquer maintenant, d'une organisation bancaire qui mène au mélange, dans les bilans bancaires, des opérations dites monétaires et des opérations d'intermédiation financière.

b. Opérations financières et émissions de monnaies vides

Dans la configuration actuelle du système bancaire, il n'y a aucun mécanisme propre aux banques qui sépare les opérations d'émission monétaire en fonction de leur type : celles qui créent de nouveaux revenus ou celles qui prêtent une quantité d'argent déjà créé. D'après Schmitt (1984a, p. 196) « étant confondues dans la même comptabilité, les opérations de création et d'intermédiation cohabitent, si bien que la banque ne connaît jamais le montant des dépôts dont elle dispose pour nourrir ses prêts sur le marché financier ». Dans l'état actuel des choses, une banque quelconque crée des dépôts « en prêtant » (*ibid.*) dans la mesure où elle considère qu'ils sont économiquement justifiés, en espérant que les autres banques l'accompagnent par des expansions similaires dans leurs bilans, et toujours en respectant les critères de liquidité et de solvabilité.

La confusion à laquelle Schmitt fait référence est représentée dans le tableau 1.5, qui montre les opérations dans le bilan de deux Banques (A et B). Dans les deux cas, il existe une première opération de financement de production : la Banque A finance pour un montant x d'unités monétaires (x u.m) à l'entreprise A (Ea) et paye les travailleurs (Ta) de celle-ci, tandis que la Banque B fait de même (y u.m) avec l'entreprise B (Eb) et ses travailleurs (Tb). Mais, outre ces opérations, les deux banques entreprennent aussi une opération de financement bilatéral par le biais de l'échange de titres de dette du même montant. Comme résultat de ces opérations, nous avons à la fin une quantité de dépôts égale à x+y+z+z', alors que les revenus, et par conséquent le produit national, n'ont augmenté que de l'ordre de x+y. La différence (z+z') consiste en des émissions monétaires *vides* de produit (*ibid.*, p 192).

Cette même opération entre banques se répète aussi dans la relation entre les banques et tout autre agent économique. Ainsi, par exemple, la banque peut financer, au moyen d'une augmentation de son bilan, les activités spéculatives d'un agent sur le marché financier ou un grand achat réalisé par un autre agent. Certes, la banque, à l'heure de financer des opérations économiques non-créatrices de nouvelle production économique via la création d'un nouveau dépôt, continue à respecter son rôle de stricte intermédiaire, car elle se limite à octroyer à un

agent des moyens de paiement pour régler la dette bilatérale existante à la suite d'une opération économique. Cependant, à l'heure d'octroyer des moyens de paiement à un agent, elle ne bloque pas, temporairement, un revenu créé précédemment : elle crée un nouveau dépôt simultanément à l'inscription de la dette que l'emprunteur a acquis auprès d'elle.

<u>Tableau 1.5</u> : Variation du bilan de Banque A et de Banque B sans départementalisation

Banque A (Ba)			
+ x u.m	Crédit Ea	Salaires Ta	+ x u.m
+ z u.m	Titre dette Bb	Dépôt de Bb	+ z u.m
+ z' u.m	Dépôt dans Bb	Titre dette	+ z' u.m
		Total dépôts	x +z u.m
		Variation Bilan	x+z+z' u.m

Banque B (Bb)			
+ y u.m	Crédit Eb	Salaires Tb	+ y u.m
+ z u.m	Dépôt dans Ba	Titre dette	+ z u.m
+ z' u.m	Titre dette Ba	Dépôt de Ba	+ z' u.m
		Total dépôts	y+z' u.m
		Variation Bilan	y+z+z' u.m

Source : Élaboration personnelle à partir de Rossi (2013).

Cet irrespect de la relation stable entre monnaie et production nationale, bien qu'elle s'explique par les régulations monétaires et financières de chaque pays, a des retombées directes sur l'organisation monétaire internationale : dans la mesure où les systèmes monétaires nationaux ne développent pas de mécanismes afin de discriminer entre l'intermédiation bancaire monétaire et financière, la quantité de capitaux internationaux, détachée de la sphère productive, devient plus difficilement contrôlable et donc, son potentiel déstabilisateur augmente.

S'il est certain que cela affecte la stabilité de l'ensemble des zones monétaires, nous verrons dans les prochains paragraphes que l'asymétrie structurelle de l'architecture monétaire internationale fait un partage géographique assez inégal des capitaux internationaux; tandis que les systèmes bancaires des principales zones monétaires – ce que nous appellerons les « centres monétaires internationaux » – concentrent une grande partie des opérations monétaires internationales et donc des capitaux, le reste des zones monétaires développent quant à elles de fortes dépendances envers ceux-ci.

c. L'organisation monétaire internationale

La confrontation du SMI avec l'ordre monétaire idéal exposé auparavant nous conduit immédiatement à formuler certaines réflexions. En premier lieu, si la structure pyramidale s'appliquait à l'ensemble de l'économie internationale, les banques centrales disposeraient d'une monnaie de troisième degré émise par une banque supranationale.

Or, ce n'est pas le cas. Comme nous l'avons vu dans la présentation de notre travail, le trait qui définit le système monétaire contemporain est l'utilisation de monnaies nationales pour la réalisation d'opérations économiques internationales. Nous avons pourtant annoncé également que l'utilisation de monnaies nationales sur le plan international ne se faisait pas de façon symétrique ; au contraire, les multiples types d'opérations économiques internationales se réalisent au moyen de très peu de monnaies nationales. Nous appellerons désormais ces monnaies des *monnaies-clé*.[17]

D'un point de vue microéconomique, ce système ne pose aucun problème à l'heure de réaliser un paiement international. Un agent d'un pays A, peut payer un agent d'un pays B avec un dépôt en monnaie-clé émise au sein du pays A. L'agent de B reçoit le dépôt, soit en monnaie du pays A, soit en monnaie de son pays – ce deuxième cas se produit si sa banque prend le dépôt en monnaie A et le paye en monnaie B –, et peut dire, alors, qu'il a été payé. En ce qui concerne l'agent A, son paiement à l'agent étranger B en monnaie A mène au même résultat qu'un paiement à un agent national : la diminution de son actif en monnaie A. En apparence, cela respecte le principe de paiement monétaire, car chaque agent témoigne d'une variation de son dépôt dans la quantité accordée. Cependant, un problème est détecté sur le plan des relations entre zones monétaires : permettre le règlement entre zones monétaires au moyen de la monnaie(-clé) émise par l'une des zones viole le principe selon lequel il doit exister un *troisième pôle* pour qu'un paiement puisse avoir lieu. La généralisation de l'utilisation d'une (ou peu de) monnaie aboutit au fait que ce n'est pas une institution supérieure qui fournit sa dette pour permettre le règlement des soldes entre deux zones monétaires, mais une (ou peu de) autre zone monétaire qui prend en charge les opérations des autres zones au moyen de l'émission de sa propre monnaie. Sa monnaie émise est acceptée par les agents des autres zones comme si elle était un moyen de paiement qu'ils utiliseront ensuite pour leurs opérations avec des tiers. On assiste dans ce cas à un *non-paiement* entre zones car,

17 Nous reprenons le terme « devise-clé » de Aglietta (1986). Nonobstant, nous préférons utiliser le terme plus générique « monnaie-clé ».

comme nous l'avons vu dans le cas des opérations des agents, la cession, d'une zone à une autre, de l'instrument de dette émis dans son système bancaire n'a pas de force libératrice.

Jacques Rueff *(ibid),* à partir d'une approche très différente de celle de Bernard Schmitt, dénonçait le fait que ce système – ou Non Système, selon le terme utilisé par Williamson (1977, p.73) – altérait également la relation stable entre monnaie et produit dans les pays non émetteurs de monnaie-clé. Si l'on reprend l'exemple précédent, on voit que l'agent du pays B peut conserver directement l'actif en monnaie A ou le restituer dans le système bancaire de son pays[18]. Dans le deuxième cas, la banque prenant l'actif original créera une copie en monnaie du pays B au bénéfice de l'agent B. Cette copie sera vide – ou un *duplicata* ou *néant habillé* (Rueff, 1971 ; Schmitt, 1984b, p.50) – dans la mesure où sa création n'est pas liée à une nouvelle production nationale de la même valeur.

Or, indépendamment du fait que ce soit l'agent ou le système bancaire du pays B qui conserve le dépôt en monnaie A, la nature bancaire de la monnaie fait que toute opération avec une monnaie reste dans le circuit au sein duquel cette monnaie est créée puis détruite au moyen des mécanismes cités précédemment. Dans notre exemple, l'agent du pays A avait payé l'agent B en monnaie A (monnaie-clé internationale) pour une importation depuis le pays B. Bien que l'on utilise l'expression « sortie de capital » pour expliquer le paiement à un agent étranger – ou à sa banque –, le dépôt en monnaie A demeure inévitablement dans le circuit monétaire du pays A. Toute opération économique, donc, reste un mouvement dans le passif et/ou dans l'actif du système financier de la monnaie qui est utilisée.

Dans le système asymétrique décrit, cela entraîne le fait que les flux monétaires liés aux opérations économiques – commerce, investissements, etc. – internationales sont de simples écritures comptables dans le système financier – et notamment dans les banques – des zones monétaires émettrices de monnaie-clé. Ces zones n'enregistrent pas uniquement les opérations des agents résidents entre eux et avec des agents non-résidents, mais aussi les opérations entre deux (ou plus) non-résidents. Donc, comme Desprès, Kindleberger et Salant expliquaient pour le cas spécifique des États Unis dans les années cinquante et soixante, ces zones monétaires émettrices de monnaie-clé agissent en tant que banquiers du monde (Desprès, Kindleberger et Salant, 1966).

18 L'une des variables qui déterminera un choix ou l'autre peut être la régulation financière – et notamment le degré de liberté des capitaux – du pays de l'agent récepteur du dépôt en monnaie-clé. En cas de contrôle strict, la relation monétaire de l'agent avec l'étranger se fait par l'intermédiaire d'une autorité nationale.

Certes, ce rôle central de quelques monnaies porte des conséquences évidentes sur l'ensemble de la balance de paiements et, indirectement, sur la position extérieure accumulée des zones monétaires émettrices. Pour comprendre l'essor de ces répercussions, nous croyons nécessaire de faire un rappel des principes de comptabilité de la balance des paiement des pays, tout en rappelant l'importance de la nature bancaire de la monnaie dans cette comptabilité (Krugman et Obtsfeld, 2003; Cencini, 2005). Pour ce rappel, nous allons établir une division claire des différents types d'opérations économiques internationales en deux groupes : celles que nous appelons les « Opérations Monétaires Internationales » (OMI) et les « Opération Financières Internationales » (OFI). Le premier type regroupe toutes les opérations pour lesquelles le compte courant est directement affecté. Le deuxième type est formé par le reste des opérations, qui concernent exclusivement le « compte financier ».[19]

Les Opérations Monétaires Internationales entraînent un changement net d'une certaine valeur sur le compte courant et un autre changement, de la même valeur mais du signe contraire, sur le compte financier. Cela peut être vu, comme nous l'avons expliqué précédemment dans le cas de deux agents du même pays, comme une opération de vente-achat pour chaque agent intervenant. L'exemple typique est celui d'une exportation-importation d'un bien produit dans un pays : du côté de l'exportateur, il vend son produit et il « achète » un actif financier. Sur la balance des paiements du pays exportateur, on peut observer un mouvement similaire, avec un solde positif sur le compte courant, et une entrée de même valeur mais de signe négatif du côté du compte financier. La somme des notations sur le compte courant amène à la fin de chaque période à obtenir un solde courant final. Cependant, ces notations ne représentent pas – au moins, directement – des transferts de fonds entre les agents économiques. L'enregistrement des transferts liés à chaque opération est celui réalisé, en même temps mais avec le signe opposé, du côté du compte financier. Malgré l'hétérogénéité des OMI – on trouve des dons, des exportations et importations, des transferts internationaux de revenus, etc. –, toutes ont un élément qu'il convient de souligner dans notre analyse : dans tous les cas, pour chaque opération, il y a un seul mouvement sur le compte financier, ce qui explique l'existence de résultats nets égaux mais avec des signes opposés sur le compte courant et sur le compte financier.

En ce qui concerne le groupe des Opérations Financières Internationales, il y a toujours, et

19 Dans notre explication, ce « compte financier » comprend les trois catégories qui accompagnent toujours le compte courant dans la comptabilité nationale : le compte de capital, le compte financier et le compte des réserves officielles.

comme dans le cas des OMI, un mouvement double, symétrique mais de signe inverse, lié à chaque opération. Or, comme cela a été indiqué, ce type d'opérations n'affecte pas le compte courant, donc les deux mouvements restent enregistrés dans le compte financier. Étant donné que l'hétérogénéité parmi les OFI est plus grande encore, il est difficile de citer un cas général. Pour l'instant, prenons trois exemples pour voir clairement comment a lieu ce double mouvement : un premier cas où un agent résident fait un investissement direct étranger (IDE), un deuxième cas où un agent étranger emprunte de l'argent auprès d'un intermédiaire financier national et, dans un troisième cas, la Banque Centrale nationale intervient sur le marché des changes pour stabiliser la valeur de la monnaie.

Dans le premier cas, l'agent réalisant l'IDE acquiert un nombre d'actifs financiers – des actions – qui sera enregistré avec un signe négatif sur le compte financier de la balance de paiements nationale. Le financement de cet achat – soit par l'endettement soit par la dépense d'un actif stocké précédemment – reste également enregistré sur le compte financier mais avec un signe positif. En ce qui concerne le deuxième cas, le prêt créé pour l'emprunteur étranger forme un nouvel actif extérieur pour le pays. Or, ce prêt est accompagné d'un nouveau dépôt, qui s'incorpore comme nouveau passif international. Et au final, dans le cas où l'autorité publique d'un pays achète de la monnaie étrangère en échange de la monnaie nationale – pour éviter, par exemple, une possible appréciation –, le pays enregistre sur son compte financier, avec un signe négatif, une acquisition d'un actif en monnaie étrangère ; or, avec un signe positif le compte financier enregistre la vente exterieure d'un dépôt en monnaie nationale. Dans les trois cas, l'enregistrement de ce double mouvement laisse une trace sur le compte financier, mais pas un changement dans la balance nette car, les deux mouvements étant de la même valeur mais de signe contraire, ils s'annulent.

Maintenant que nous avons noté les différents résultats des OMI et OFI sur la balance des paiements, il va être plus facile d'identifier leurs effets sur la position financière internationale. Pour cela, supposons les agents résidents A, B et C, et l'agent étranger D dans un pays Ω (tableau 1.6 et 1.7). Le premier exporte des biens pour une valeur de 50 unités monétaires en devise (umd). L'agent B, par ailleurs, importe des marchandises pour une valeur de 40 umd. L'agent étranger C, par ailleurs, acquiert un titre financier national dont la valeur est de 100 umd. Finalement, dans une quatrième opération, l'agent D fait un IDE pour 120 umd.

En cas d'existence d'un organisme national qui canalise la totalité des flux avec l'extérieur, celui-ci pourra financer les « sorties » de capitaux (importations et IDE sortants) au moyen des fonds obtenus avec les « entrées » (exportations et IDE entrants). Ainsi, les 50 umd obtenus des exportations seront largement suffisants pour financer les importations. Les 10 umd restants, avec les 100 umd obtenus de l'achat du titre par C, serviront pour financer presque la totalité de l'IDE de l'agent D. En fin de compte, la position financière internationale brute du pays aura enregistré une hausse de l'actif et du passif de 120 et 110 umd respectivement.

Si l'on ne dispose pas d'un tel organisme, les agents nationaux et étrangers sont en relation directe et les opérations de sortie ou entrée de capitaux internationaux se réalisent sans prendre en compte l'état financier de l'ensemble du pays. Cela peut aboutir à un gonflement des positions créditrices et débitrices vis-à-vis du reste du monde. Dans le cas concret du pays Ω le montant maximum cumulé pourrait être de 270 dans l'actif et de 260 du côté du passif.[20]

L'émergence des investissements directs d'abord, puis des mouvements de portefeuille internationaux, a intensifié la dissolution des zones monétaires et donc le gonflement des positions financières internationales des pays. D'abord car, contrairement aux opérations courantes, une opération financière internationale peut être enregistrée deux fois (dans la position créditrice et débitrice) dans la Position d'Investissement International (IIP) d'un pays. Ensuite car la volatilité des prix des titres financiers fait varier à chaque instant la position des pays entre eux.

Qu'un pays dispose ou non d'une institution qui centralise et compense les flux avec l'extérieur, les opérations internationales laissent des traces sur les systèmes financiers nationaux dans la mesure où ses intermédiaires financiers interviennent. Le système monétaire international étant nettement asymétrique, les balances de paiements et donc les positions financières extérieures des zones monétaires émettant des monnaies-clé canalisent une partie importante des flux entre agents internationaux.

Étant donné la nature bancaire de la monnaie, quels sont les enjeux réels de cette asymétrie sur la stabilité monétaire internationale ? À partir d'une critique de l'approche classique des *Global Imbalances*, nous identifierons dans les pages qui suivent ceux qui sont, à notre avis, les éléments réels d'instabilité structurelle.

20 Afin de simplifier cette analyse, nous faisons abstraction pour l'instant des variations de prix des anciens actifs et passifs cumulés à l'étranger dans le passé.

<u>Tableau 1.6</u> : Position financière internationale d'un pays avec organisme centralisateur

Position Financière Internationale

	Actif (u.m.d)	*Passif (u.m.d)*	
Exportation	50	0	
Importation	(-)40	0	
Achat de titre	100	100	
IDE à l'éxterieur	120	0	
	(-)110	10	
	120	**110**	**Variation totale IIP**

<u>Tableau 1.7</u> : Position financière internationale d'un pays sans organisme centralisateur

Position Financière Internationale

	Actif (u.m.d)	*Passif (u.m.d)*	
Exportation	50		
Importation		40	
Achat de titre	100	100	
IDE à l'éxterieur	120	120	
	270	**260**	**Variation totale IIP**

d. Une critique au débat des Global Imbalances

On a pu constater au cours de notre revue théorique que l'effet de l'asymétrie sur les balances des paiements nationales et sur la stabilité mondiale est un sujet qui a déjà été abordé en profondeur. En fait, la plupart des études faisant partie du débat sur les Déséquilibres Globaux – un débat sur lequel nous reviendrons de façon plus approfondie dans le troisième chapitre –, portent sur le potentiel déstabilisateur que pourrait avoir la détérioration de la position internationale de l'émetteur de la principale monnaie-clé internationale, à savoir les États-Unis, sur l'ensemble du système monétaire.

Lorsque nous aurons avancé davantage dans cette recherche, nous aurons l'opportunité de voir comment, dans ce débat, coexistent des conclusions totalement antagoniques dans l'identification des politiques économiques des pays qui ont conduit à cette hausse de l'instabilité. Cependant, il convient de rappeler que l'ensemble des analyses s'accordent dans l'identification de la principale cause expliquant l'existence d'une instabilité monétaire latente. Cette cause serait l'expansion des déséquilibres courants entre pays et, plus concrètement, l'accumulation de déficits croissants par les États-Unis. Si l'on revient aux tableaux 1.6 et 1.7, illustrant la variation de la position d'investissement international pour le pays Ω, un excédent important serait illustré par un actif fort par rapport au passif, alors qu'un déficit courant structurellement excédentaire conduirait à une situation contraire. Étant donné que l'excédent courant d'un pays entraîne nécessairement le déficit de l'autre, l'existence de déséquilibres globaux entraîne une évolution symétrique entre, d'un côté, des pays qui accumulent des passifs nets croissants – dont, principalement, les États-Unis –, et de l'autre côté, des pays avec des actifs nets à la hausse.

La raison trouvée par Bernanke (2005) – et souvent répétée par d'autres auteurs – pour expliquer de tels déséquilibres se trouve dans les écarts entre les niveaux d'investissement et les niveaux d'épargne de chaque pays. Au cœur de ce raisonnement se trouve une simple déduction macroéconomique expliquée par Bernanke (2005) lui-même. Étant le PIB (Y) donné par la somme de la Consommation (C, privée et publique), les Investissements (I), la balance commerciale (X – M) et que le niveau d'épargne (S)[21] est fixé par la partie du PIB non consommé, on conclut que :

$$Y = C + I + (X - M) ;$$

$$Y - C = S$$

$$X - M = S - I$$

Dans son essai, Bernanke justifie le déficit courant américain de deux façons. D'abord, il explique que cela peut être vu comme la différence entre les achats et les ventes du pays – dans ce cas, les États-Unis – vis-à-vis de l'extérieur. Or, quelques lignes plus loin il ajoute une autre perspective pour l'analyser :

21 Dans cette simplification, nous ignorons les sections de la balance courante autres que les opérations commerciales. Cette abstraction n'affecte pas les aspects centraux de notre conclusion.

« *If a country's saving exceeds its investment during a particular year, the difference represents excess saving that can be lent on international capital markets. By the same token, if a country's saving is less than the amount required to finance domestic investment, the country can close the gap by borrowing from abroad. In the United States, national saving is currently quite low and falls considerably short of U.S. capital investment. Of necessity, this shortfall is made up by net foreign borrowing--essentially, by making use of foreigners' saving to finance part of domestic investment. We saw earlier that the current account deficit equals the net amount that the United States borrows abroad in each period, and I have just shown that U.S. net foreign borrowing equals the excess of U.S. capital investment over U.S. national saving. It follows that the country's current account deficit equals the excess of its investment over its saving* ».

De cette lecture des faits présentée par Bernanke, nous remarquons deux faits prépondérants. Premièrement, c'est la quantité d'épargne initiale qui limite la capacité de financement national de l'entreprise ; si les États-Unis investissent davantage que ce que leurs ressources propres le leur permet, ils provoquent automatiquement un déficit dans les comptes du pays. Deuxièmement, il existe une sorte d'explication par étapes : d'abord on investit au-delà de son niveau d'épargne et ensuite on cherche à couvrir la différence par rapport au niveau d'épargne national grâce à la collecte de capitaux étrangers. Un tel raisonnement est appliqué aux pays excédentaires asiatiques : étant donné que le niveau d'épargne des agents dépasse leurs plans d'investissement, ils cherchent à placer cette épargne excédentaire sur le marché financier étasunien (dépôts à vue, titres de dette du trésor, etc.).

L'argumentation de Bernanke et, plus généralement, d'une partie importante des travaux sur les Global Imbalances, se base sur une représentation de l'économie internationale où la monnaie est présentée comme un bien.[22] La monnaie n'étant théoriquement qu'un bien, elle peut donc être importée ou exportée en fonction de son utilisation par chaque pays. Si un pays épuise ses stocks de monnaie il n'a qu'à importer la quantité manquante dont il aura besoin. Si un pays en a assez, il négociera le prix de cette monnaie pour en prêter l'excédent.

Cette interprétation semble facile à comprendre mais se révèle en réalité incapable de

22 Cette représentation, pourtant, est difficile de justifier d'un point de vue théorique, même dans l'approche néoclassique, où les modèles originaux se révèlent incapables d'intégrer la monnaie. (Debreu, 1959 ; Hahn, 1965)

répondre à certaines questions. D'abord, si nous venons de voir que les opérations financières (OFI) entre pays n'entraînent aucune hausse du déficit, comment Bernanke peut-il expliquer qu'un prêt étranger destiné à effectuer un investissement intérieur détériore la balance courante américaine ? À partir de cette même affirmation de Bernanke, on doit supposer que le prêt étranger dont l'agent étasunien se sert pour ses investissements intérieurs est en dollars. Mais comment l'agent étranger a-t-il obtenu un actif en dollars ? C'est à partir de la réponse à cette dernière question que nous obtiendrons une explication plus logique de la formation du déficit.

Si nous partons des principes de base de l'économie monétaire de production, où c'est principalement le niveau d'investissement qui détermine le niveau d'épargne, l'interprétation se révèle très différente et acquiert une plus grande capacité explicative. Les revenus sont créés par le financement, et le déficit commercial dépend de l'utilisation de ceux-ci. Si les revenus sont dépensés dans l'achat de la production intérieure, on assiste à la forme classique de destruction de revenus, précédemment expliquée. Dans ce cas, il n'y a aucune détérioration de la balance courante. Par ailleurs, s'ils sont réutilisés dans un autre investissement (soit intérieur soit extérieur), là non plus il n'y aura pas de changement sur la balance courante, car il s'agit dans les deux cas d'opérations strictement financières[23], et donc, ne donnent lieu à aucun changement du solde du compte courant. Seul l'achat de production étrangère – ou un autre type de transfert monétaire unilatéral – modifiera le résultat de la balance courante, tel que nous l'avons indiqué auparavant. Par conséquent, l'explication fournie par Bernanke ne semble pas être valable pour comprendre le phénomène des déséquilibres internationaux ; on ne peut pas affirmer que c'est le taux élevé d'investissement intérieur des États-Unis qui provoque le déficit du pays. En raison des principes de comptabilité que nous venons d'exposer, il semble clair qu'aucun investissement, ni intérieur ni extérieur, mène à un changement direct dans la balance courante.

Sur ce point-ci, notre critique de l'explication donnée par Bernanke peut, dans une certaine mesure, avoir remis en question la justification officielle étasunienne des causes de son déficit très important. Mais nous n'avons jusqu'à présent pas contesté l'idée selon laquelle le déséquilibre des comptes extérieurs de ce pays peut déclencher des instabilités au sein des

23 Néanmoins, dans le long terme ces flux peuvent quand même affecter la position monétaire extérieure nette des pays, comme en témoignent P.R. Lane et G.M.Milesi- Ferretti (2006, p.40), « *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* ».

relations monétaires internationales.

Cette crainte du potentiel déstabilisateur des soldes nets des pays n'est pas récente, et attribuable exclusivement au débat contemporain des GI. Au contraire, elle a longtemps été partagée par certains économistes et hommes politiques lesquels, tout en partant d'approches différentes, dénonçaient ensemble le fait que le « privilège exorbitant » des États-Unis condamnait le reste des pays à différents phénomènes. Or, nous remarquons que chaque critique parvenait à mettre en relation l'existence de ce « privilège exorbitant », issu d'une architecture asymétrique, avec le phénomène d'instabilité spécifique à son époque.

Ces analyses très influencées par la conjoncture de l'époque sont facilement repérables dans l'analyse de Schmitt que nous avons exposée précédemment. Ainsi, par exemple, dans les années 1970, lorsque l'inflation atteignait des niveaux records, Schmitt (1975, p.102 ; 1977, p.177-p.180) se déclarait convaincu par les arguments de son ami Jacques Rueff, selon lequel c'étaient les « copies vides » en monnaie locale des dollars importés qui poussaient les prix à la hausse au sein des économies partenaires des États-Unis, y compris dans l'économie française.

Au début des années quatre-vingt, l'inflation montrait des signes de ralentissement alors que le déficit de la balance courante française grimpait. Une évolution similaire pouvait être observée aussi dans les comptes extérieurs des États-Unis. Néanmoins, les tensions extérieures exercées sur les monnaies – le dollar et le franc français – n'étaient pas comparables. Tandis que le gouvernement étasunien parvenait à maintenir la valeur extérieure du dollar avec un taux d'intérêt historiquement élevé, des taux d'intérêt similaires en France ne suffisaient pas à empêcher les dévaluations consécutives du franc menées par le gouvernement. Dans ce nouveau contexte des années quatre-vingt, Schmitt (1984b) abandonnait partiellement le problème de l'inflation et dénonçait le fait que la discrimination envers la monnaie française était possible grâce à l'acceptation des actifs en dollars, comme s'ils étaient des biens finaux : les agents des pays partenaires des États-Unis exportaient des biens et ils se contentaient de recevoir des actifs en dollars.

Actuellement, la littérature conventionnelle continue à dénoncer l'existence d'un privilège exorbitant (voir, par exemple, Eichengreen, 2012) et l'avantage dont bénéficie l'émetteur de la monnaie-clé au moment de s'endetter à bon prix. Or, la menace d'une inflation élevée a disparue dans les pays les plus développés et l'on n'entend plus de voix s'élever mettant en

relation les déficits américains avec les phénomènes inflationnistes ailleurs dans le monde. De surcroît, les déséquilibrés record observés avant la crise actuelle entre les États-Unis et leurs créanciers nets se sont révélés être parfaitement compatibles avec des taux d'inflation assez modérés. Sur ce point, il existe des travaux qui affirment que les déséquilibres internationaux ne font plus pression sur le prix des biens et services, mais sur les marchés financiers, notamment par la formation de bulles spéculatives. Cette interprétation plus récente peut être repérée non seulement dans la littérature conventionnelle (voir, par exemple, Obstfled et Rogoff, 2012) mais aussi chez Rossi (2013), ce dernier partant de l'approche héritée de Schmitt. Selon Rossi lui-même (*ibid*, p. 191-192) :

« […] *those deposits resulting from the cross-border payments carried out by the banking system of the debtor country […] are available for domestic spending on any kind of markets. In particular, having to pay interest on all deposits, banks are induced to find suitable borrowers (so much so that competition among banks leads each them to implement a variety of predatory lending practices) and, owing to financial deregulation and liberalization, to "off-load" the more risky of their loans into some sort of structured-investment vehicles.*»

Cependant, mis à part toutes les manifestations conjoncturelles d'instabilité dans les différents pays et attribuables à l'existence de déséquilibres internationaux, la plus grande crainte partagée par la plupart des spécialistes de la matière réside dans la possibilité que le déficit américain provoque une dynamique spéculative contre le dollar qui affecte non seulement l'économie étasunienne, mais aussi l'ensemble de l'économie capitaliste internationale. On trouve dans la littérature économique de multiples références (Ocampo, 2007 ; Mateos y Lago, Duttagupta et Goyal, 2009 ; Kregel, 2009 ; Ruogu Li, 2009 ; Rossi, 2011) qui expliquent que cette crise potentielle, dérivée des balances courantes déficitaires du pays émetteur de la monnaie-clé, est la preuve de la vigueur actuelle du dilemme de Robert Triffin. Selon cette interprétation du dilemme, cette instabilité est inhérente à l'organisation monétaire car le déficit courant est un risque évident mais en même temps fondamental pour assurer une liquidité suffisante aux agents économiques internationaux.

Sans nier l'important potentiel déstabilisateur de ces déséquilibres sur l'ensemble du SMI ni les effets pervers que ceux-ci peuvent avoir sur l'inflation – soit des produits de consommation, soit des titres financiers – notre objectif est de développer une approche sur

les instabilités qui échappe aux visions très influencées par les phénomènes conjoncturels et qui cherche à développer une lecture structurelle de l'évolution du SMI, y compris les épisodes d'instabilité. Nous voulons faire cela précisément à partir d'une réinterprétation du dilemme de Triffin. À partir de cette relecture du dilemme, notre analyse historique sera davantage centrée sur les problèmes de gestion de la liquidité nationale que sur l'existence de déficits ou d'excédents dans la balance des pays.

e. Des éléments pour construire une explication structurelle

La méthode comptable utilisée dans les travaux, par exemple, de Schmitt, Cencini (2010) ou Rossi est d'une utilité certaine. Toutefois, en dépit de son apport dans l'étude de l'économie monétaire, elle ne fournissent pas d'explications sur le caractère déstabilisateur du SMI au-delà de l'émission de « copies vides », issues des déficits courants de l'émetteur de la monnaie-clé. Donc, pour donner une explication structurelle de l'instabilité inhérente, nous allons chercher d'autres approches. Cela n'empêche pas que notre définition du désordre et d'autres éléments du courant circuitiste apparaitront de nombreuses fois au cours de ce travail de thèse – y compris à l'heure de proposer quelques réformes, objet de notre dernier chapitre !

En ce sens, si ce qui nous intéresse dans notre recherche n'est pas de pouvoir expliquer tel ou tel phénomène d'instabilité mais de décrire l'architecture monétaire internationale comme un facteur provocateur d'instabilités, il va falloir revenir à chaque fois sur l'interprétation des relations monétaires internationales qu'ont développée les circuitistes. Nous avions constaté que l'absence d'une monnaie supranationale et la nécessité d'utiliser des monnaies nationales était un élément fondamental dans leur analyse.

Dans cette architecture internationale, les monnaies, que nous avons présentées comme des actifs-passifs à l'intérieur de leur circuit, sont prises, sur le plan international, comme des actifs nets. Et puisque chaque monnaie est considérée comme un actif que l'on peut échanger contre d'autres monnaies, on attribue à chacune un prix relatif. Les réalités économiques des pays étant très différentes les unes par rapport aux autres, les taux de change peuvent être soumis à de fortes tensions haussières ou baissières. Or, la monnaie étant ce qui octroie une valeur nominale aux formes prises par les relations économiques dans chaque pays, les autorités publiques doivent chercher à gérer le prix relatif (le taux de change) de leur monnaie et à assurer une stabilité de sorte que le pays puisse être intégré au sein des réseaux d'accumulation internationale du capital. L'impossibilité, de la part des autorités, de faire face

aux changements brusques du taux de change de leur monnaie peut rendre manifeste des limites concernant la gestion publique des flux de liquidité privée.

À partir de cette perspective, la considération dont fait l'objet l'approche des *Global Imbalances* (entre autres) et analysée ci-dessus, selon laquelle le principal défi structurel du SMI concerne l'accumulation de déficits courants par l'émetteur de monnaie-clé, est compréhensible. L'émetteur serait obligé, toujours selon cette perspective, d'accumuler des déficits croissants en échange d'une nécessaire exportation de sa monnaie à l'extérieur. Donc, étant donné que le déficit cumulé entraîne la mise à disposition des agents étrangers d'une quantité similaire de sa monnaie, la gestion publique de la liquidité privée s'avère particulièrement difficile.

La grande limite de cette approche se caractérise par le fait que le commerce ne représente qu'une petite proportion de l'ensemble des relations économiques internationales. Si le commerce était la voie exclusive des relations entre pays (ou plutôt entre zones monétaires), nous nous trouverions dans la situation décrite où l'importation nette de biens et services réalisée *ex-ante* par l'émetteur serait fondamentale pour assurer au reste du monde la liquidité nécessaire au développement des réseaux commerciaux mondiaux. Cependant, la multiplication des opérations économiques internationales et leur grande hétérogénéité dans un contexte de relations asymétriques entre différentes monnaies nationales entraîne le fait que les dépendances créées ainsi que les différentes formes d'instabilité transcendent, l'une et l'autre, la dimension strictement commerciale.

Dans les deux tableaux comptables concernant les positions financières extérieures d'un pays – avec et sans un organisme centralisateur – on observait que chaque opération laissait une trace sur l'actif et/ou passif extérieur cumulé par le pays, indépendamment des monnaies utilisées lors de chaque opération. Les OMI, y compris les opérations commerciales, entraînent des changements nets, alors que les OFI, sans laisser de trace directe sur la balance nette, affectent les positions brutes. Au fur et à mesure que les relations capitalistes s'intensifient et dépassent les frontières nationales, il est normal d'atteindre des positions cumulées plus élevées, aussi bien du côté de l'actif que du passif. Or, cette expansion est accompagnée inévitablement d'un risque croissant, expliqué par les effets néfastes qu'aurait une « sortie de capitaux » sur le taux de change, sur la stabilité financière et, plus généralement, sur l'ensemble d'une économie.

Parmi les deux scénarios montrant des cas extrêmes de gestion des opérations extérieures, le cas dans lequel un pays quelconque dispose d'un organisme centralisateur s'avère plus efficient pour contrecarrer les problèmes liés à la gestion publique de la liquidité. D'abord car, à la différence du scénario où les relations avec l'extérieur sont décentralisées, l'organisme centralisant peut compenser les capitaux 'sortant' avec les 'entrant' dans le but de minimiser le volume de passifs cumulés dans le bilan extérieur. Ensuite, car en tant qu'intermédiaire, cet organisme pourrait cumuler un volume croissant d'actifs en monnaie étrangère et l'utiliser pour contrecarrer plus facilement les effets pervers des possibles vagues de ventes d'actifs par l'étranger auprès d'agents nationaux.

Toutefois, le cas d'un pays émetteur de la monnaie-clé internationale révèle des particularités qu'il nous faut souligner. Tout d'abord, dans la mesure où celle-ci parvient à canaliser la majorité des flux liés aux opérations internationales, ses engagements avec l'extérieur se font en monnaie locale, ce qui contribue à réduire l'incertitude des agents nationaux face à de possibles changements soudains du taux de change entre monnaies. Par contre, si les autorités publiques du pays veulent consolider la position de leur monnaie dans le haut de la hiérarchie monétaire, elles doivent assurer un accès décentralisé à la liquidité pour la réalisation d'opérations internationales, aussi bien des OMI que des OFI.

Cette particularité a des retombées directes en ce qui concerne la gestion de la liquidité de la part de l'émetteur de la monnaie-clé. La nécessité d'assurer un degré élevé d'accès décentralisé aux opérations libellées dans cette monnaie conduit à cumuler des passifs bruts qui seront, très probablement, beaucoup plus significatifs que les simples résultats nets issue des opérations courantes. Dans les tableaux 1.6 et 1.7 on constatait que l'excédent net était parvenu à 10 umd, alors que le passif brut cumulé était de 110 umd et de 260 umd pour le premier et le deuxième scénario respectivement. La hausse de ce passif brut n'entraîne pas automatiquement une instabilité. Au contraire, cette augmentation est normale en période d'expansion économique. En revanche, cela entraîne un risque potentiel évident dans le cas où ce passif serait soumis à des pressions spéculatives. De tels problèmes pourraient déboucher sur une crise de liquidité internationale comme celle décrite chez Triffin.

Cela voudrait-il dire que notre analyse introduirait des éléments plus utiles à l'analyse structurelle que celle de Triffin, étant donné que son dilemme ne prenait en compte que les soldes nets, alors que le nôtre intègre les positions brutes ? Cela pourrait être le cas si, tel qu'il

est souvent interprété dans les travaux économiques déjà cités, Triffin mettait l'accent exclusivement sur le résultat de la balance courante. Cependant, une révision de son travail permet de s'apercevoir que l'économiste belge, en mobilisant des catégories économiques légèrement différentes de celles présentées dans notre recherche, en arriva à des conclusions très similaires aux nôtres.

Dans ses travaux, Triffin (1961, 1964a, 1964b, 1966), de même que plusieurs économistes qui lui étaient contemporains[24], faisait allusion à l'existence d'un déficit dans la balance des paiements étasunienne, pas nécessairement lié à un déficit de la balance courante. L'après seconde guerre mondiale avait confirmé la conquête, par les États-Unis, non seulement du centre monétaire, mais aussi celle du centre économique mondial. Ce pays était le moteur chargé de faire relancer la machine économique mondiale – ou du moins l'européenne. Cela se traduisit en une multiplication d'opérations avec les pays partenaires. Du côté des OMI, la balance courante des années cinquante et soixante était largement excédentaire. Or, cela était financé notamment par de larges sommes d'OFI – des investissements, des prêts, etc. – grâce auxquelles les agents publics et privés internationaux pouvaient accéder au dollar. Comme résultat, en dépit des excédents du compte courant étasunien, les relations internationales ont pu se développer à des rythmes de croissance élevés et sans aucun problème de manque de liquidité. Mais sur le long terme, en parallèle de cette expansion économique, les agents étrangers cumulaient une quantité croissante d'actifs en dollars qui rendait de plus en plus difficile le contrôle de la liquidité internationale et, donc, la stabilité des taux de change.

Au cours des années soixante-dix et quatre-vingt, de nombreux auteurs allaient faire des analyses similaires avec la même orientation, mais pas toujours avec les mêmes conclusions que celles de Triffin. Parmi les visions opposées les plus citées, nous devons faire référence à la contribution de Desprès, Kindleberger et Salant (1966)[25] à ce qu'on allait appeler la Théorie de la Stabilité Hégémonique (TSH). Dans leur article, ils défendaient la thèse selon laquelle la détérioration de la balance des paiements étasunienne n'était pas en soi une raison de s'inquiéter, mais le résultat du rôle de « banquier du monde » joué par les États-Unis. Dans ce contexte, il ne fallait pas craindre pour la stabilité monétaire qui était garantie tant que les États-Unis conservaient une position hégémonique dans l'économie internationale.

24 Voir, par exemple, la compilation des points de vue de Robert M. Stern, Charles F.Schwartz, Robert Triffin, Edward M. Bernstein et Walther Lederer (1977)

25 On voit une influence claire de cette théorie dans les travaux des défenseurs de la thèse du Bretton Woods II (Doodley, Folkerts-Landau et Garbe, 2003).

Dès lors, il convient de rappeler que, aussi bien dans la thèse de Triffin que dans celle de Desprès, Kindleberger et Salant, la variable centrale est l'évolution de la balance des paiements et non celle de la balance courante. De nos jours, avec la dérégulation et le développement des activités financières, la part des transactions internationales strictement financières, indépendantes des opérations liées au compte courant, est passée de 5% du PIB mondial en 1998 à plus du 20% en 2007 (Borio, 2011). Certains économistes n'ont pas tort lorsqu'ils revendiquent l'actualité du dilemme de Triffin. Or, le problème central ne se trouve pas dans l'ampleur du déficit commercial, mais dans celle du déficit de la balance de paiements. Nous pouvons affirmer, malgré l'absence d'une définition spécifique (Block, 1977, p.140), que la balance des paiements d'un pays se détériore dans la mesure où ses réserves monétaires couvrent une partie décroissante des passifs extérieurs en monnaie nationale. Cela révèle, en résumé, un problème de gestion stable de la liquidité internationale.

Dans ce contexte où le taux de change est soumis aux pressions de l'offre et de la demande du marché, la fixation d'un taux de change correspond à une décision de type politique qui nécessite des contrôles – directs ou indirects – sur les flux ainsi qu'une collaboration continue entre les pays. Ceci dit, la responsabilité de maintenir un régime de taux stables n'est pas la même pour tous les pays, ce qui renforce le caractère asymétrique du SMI contemporain. Cela est expliqué par De Grauwe (1999) dans son raisonnement sur le problème du « N-1 »[26]. Le problème du N-1 met en évidence le fait que « *dans un système liant N pays*, *il n'y a que N-1 cours de change indépendant les uns des autres* » (1999, p. 55). Il y a donc une nième monnaie de référence autour de laquelle les N-1 pays restants pourront fixer les prix de leurs monnaies. Si l'on veut garder un prix stable entre les monnaies, il faut mettre en place une politique monétaire spécifique pour chaque N-1 monnaie. Le pays émetteur de la monnaie de référence a ainsi une autonomie par rapport aux autres, autonomie qu'il peut utiliser pour la poursuite d'un objectif commun ou pour un objectif individuel. Par contre, le reste des pays devront sacrifier leur politique économique au maintien du taux issu du compromis.

De Grauwe (1999, pp. 66-69) applique cette logique au scénario après la signature des accords de Bretton Woods, lorsque la place centrale octroyée au dollar obligeait ses partenaires à coopérer et à soumettre leurs politiques au maintien du taux de change. C'est une observation similaire à celle de Triffin en 1966 (p.14) selon laquelle les États-Unis pouvaient

26 Pour des analyses similaires, voir aussi le « problème de la redondance » chez Mundell (1968, p.195) ou McKinnon (1979).

continuer à émettre des dollars « *but only if European governments and central banks were willing to abandon to the political, monetary, and banking authorities of the United States their sovereignty over the management and use of reserves [...] It is hard to see how they could be willing to underwrite blindly in this fashion future deficits of the United States irrespective of their amounts and of the multiple and variegated causes of their emergence and continuance* ».

Contrairement aux accords passés durant l'après-guerre, la forme prise par les relations monétaires contemporaines est complètement détachée de l'or ainsi que de l'engagement officiel de maintenir des taux fixes entre les monnaies nationales. Cette évolution pourrait nous inviter à penser que la dernière asymétrie a été dépassée et que l'on est entré dans une étape où la relation entre monnaies nationales est davantage horizontale. Cependant, nonobstant les changements officiels dans l'architecture monétaire internationale, il continue à y avoir peu de monnaies-clé par rapport auxquelles les autorités monétaires des autres pays, en situation de dépendance, essaient – plus ou moins officiellement – d'assurer un cadre de stabilité à leur taux de change. Dans un scénario tel que celui du SMI actuel, cette tâche s'avère encore plus difficile que dans les années cinquante et soixante, où les contrôles de capitaux multilatéraux permettaient aux pays d'assurer un taux fixe à long terme.

f. La nécessité d'une lecture dynamique du SMI

Pour l'instant, notre approche, en partant d'une vision de la monnaie comme un actif-passif appartenant à des circuits financiers, nous a permis de décrire un SMI en désordre, asymétrique et créateur de tensions. Plusieurs approches sont parvenues à des observations similaires, en mettant chacune l'accent sur l'un des trois aspects que nous avons cités (le désordre, l'asymétrie et les tensions). Cependant, notre approche présente un avantage par rapport aux autres : sa capacité à développer une analyse structurelle. La capacité d'explication des approches citées est limitée dans la mesure où leur analyse prend pour point de départ des scénarios historiques ponctuels – régime de taux de change fixe, un accord international tel que celui de Bretton Woods, etc. C'est pour cela que lorsque l'une de ces caractéristiques de départ change ou disparaît, l'analyse perd sa capacité d'explication des faits historiques.

En ce sens, le trait qui identifie le SMI dans notre analyse, c'est l'utilisation de monnaies nationales sur le plan international. Ce système est étroitement lié à l'histoire du capitalisme et

son remplacement ne semble pas très probable. C'est pour cela que les conséquences qui dérivent directement de ce système et que nous avons identifiées peuvent être repérées à différents périodes de l'histoire. Cependant, l'économie internationale a évolué et, avec elle, les formes par lesquelles apparaissent les tensions du SMI. C'est pour cela que l'on trouve, par exemple, des phénomènes monétaires qui marquent certaines époques mais qui disparaissent durant d'autres périodes.

Pour l'instant, notre cadre théorique ne nous permet pas encore d'expliquer la logique des grandes évolutions observées au sein de l'économie internationale et des relations monétaires ainsi que de montrer le rôle déterminant du SMI asymétrique dans cette double transformation. Pour cela, et puisque nous partons du constat que les grandes transformations sont déterminées par la nature capitaliste de l'économie, nous allons intégrer des éléments de l'école marxiste. En ce sens, nous ferons apparaître progressivement des variables telles que la « libéralisation financière » – et la *financiarisation* de l'économie qui lui succéda – ou la « transnationalisation » des circuits d'accumulation. En travaillant avec ces catégories, il deviendra inévitable de citer l'émergence de nouveaux acteurs – tels que les Entreprises Transnationales (ETN) – ou même de parler de l'intégration progressive de nouveaux pays en termes de *centre-périphérie*. Enfin, tout au long de notre recherche nous pourrons identifier deux variables qui agissent en tant que moteurs de changement dans le temps de la réalité économique et monétaire internationale :

- La recherche d'amélioration des conditions d'accumulation du capital par les détenteurs du capital ;
- La réaction des États face aux exigences du capital, étant donnée la nature asymétrique de l'organisation monétaire internationale.

Cela nous permettra d'appréhender les grands phénomènes monétaires non pas comme des éléments isolés, mais comme des résultats logiques et liés dans le temps par une même structure monétaire asymétrique. Qui plus est, nous pensons que la compréhension des changements graduels qui ont eu lieu est essentielle pour comprendre la forme que les tensions inhérentes au SMI ont adoptée et adopteront dans le future. Cette approche, capable d'intégrer des phénomènes hétérogènes au sein d'une seule lecture historique, nous sera d'une grande utilité pour envisager, dans la dernière partie de notre recherche, des réformes internationales profondes. L'objectif est de dépasser l'architecture contemporaine, dont les

mécanismes n'évitent pas le développement de tensions entre pays et parfois même contribuent à les générer, notamment au moyen de la multiplication des flux financiers internationaux donnant lieu à des « *Minsky moments* ». À sa place, nous présenterons des mécanismes d'une relative simplicité technique lesquels, appliqués pour atténuer les tensions au sein du SMI au fur et à mesure de leur apparition, pourraient permettre aux pays de mettre en œuvre des politiques économiques d'intérêt public dans un cadre de stabilité.

Conclusion du premier chapitre

L'organisation monétaire internationale est souvent signalée comme étant la cause fondamentale d'un ensemble de problèmes qui frappent l'économie contemporaine. La vaste littérature développant les multiples réformes possibles du SMI en est la preuve la plus évidente. En partant de définitions différentes sur l'architecture monétaire contemporaine, un grand nombre de travaux liés à des approches différentes – parfois même antagoniques, pourrait-on dire – attribuent au SMI la responsabilité de l'absence d'un rythme de croissance économique internationale élevé, ou d'un partage géographique injuste des capitaux internationaux ou même de la multiplication récente des épisodes de crise financière. Certes, la plupart de ces travaux nous apportent des éléments fondamentaux pour comprendre certains aspects concrets de la réalité monétaire contemporaine ou passée. Il y a même des plans de réforme qui pourraient annuler ou contrecarrer partiellement certains des défis identifiés.

Même si dans notre analyse nous verrons apparaître plusieurs enjeux liés au SMI, celle-ci reste focalisée sur les instabilités liées à l'architecture monétaire contemporaine. Nous partons du constat que la plupart des travaux, malgré leur utilité, ont un caractère conjoncturel. Il est donc apparu comme essentiel de développer une vision structurelle capable d'intégrer les phénomènes d'instabilité actuels au sein d'une lecture historique. Lorsque nous parlons de phénomènes d'instabilité contemporains nous pensons principalement aux complexes et diverses crises de type financier qui ont secoué les pays intégrés dans l'économie internationale – riches ou non – dans les années quatre-vingt-dix et deux mille. Un premier pas vers leur intégration dans une perspective historique serait d'accepter le fait qu'au-delà des réformes possibles à réaliser en termes de surveillance financière et de mécanismes de sauvetage, la finance a un caractère intrinsèquement cyclique. Une fois que nous aurons justifié cela, nous nous demanderons si cette cyclicité est alimentée par les règles qui structurent l'architecture monétaire contemporaine.

Le défi pour notre recherche est, par conséquent, de dépasser les approches limitées et de trouver une explication de type monétaire à ces phénomènes mais qui soit pertinente pour étudier d'autres instabilités à différentes époques. Pour cela, nous avons l'opportunité de profiter de travaux déjà existants. Cependant nous trouvons ici deux grandes difficultés. La première, déjà citée, concerne l'incapacité de certaines approches à analyser les faits observés

dans leur dimension monétaire et avec une vision structurelle. La seconde difficulté réside dans le fait que d'autres approches apportent des éléments très pertinents à notre recherche mais d'une manière transversale. C'est pour cela que nous avons intégré dans notre cadre théorique plusieurs analyses d'origine différente mais qui, à notre avis, se complètent et permettent d'atteindre l'objectif visé dans ce travail de thèse.

Même si notre but final est d'envisager une réforme qui saurait rendre le SMI moins créateur d'instabilités, nous admettons le rôle de la monnaie au cœur de l'économie capitaliste, ce qui a pour conséquence le fait qu'aucune réforme possible, selon nous, ne permettra d'éviter les crises économiques. Cela dit, la compréhension des tensions provoquées par l'architecture monétaire contribuera, à notre avis toujours, à rendre l'économie capitaliste un peu moins instable.

Sur le plan politique, cette tâche requiert un effort important de reformulation théorique du SMI contemporain. Tout d'abord, notre définition du SMI actuel va différer de celles trouvées dans la littérature conventionnelle. Le trait qui permet d'identifier le SMI contemporain est l'utilisation de monnaies nationales sur le plan international. Ensuite, nous prenons comme caractéristique de base des monnaies nationales leur nature bancaire. L'une des grandes erreurs commise dans les analyses contemporaines de référence réside dans l'étude de la monnaie en tant que bien quelconque. Pour construire un cadre théorique qui intègre cette nature bancaire de la monnaie, nous nous sommes servis de travaux d'économistes tels que Schmitt ou Rossi. Cela nous a permis de présenter le SMI en tant que système asymétrique, dans lequel, en l'absence d'une institution bancaire supranationale, les flux monétaires liés aux opérations économiques internationales sont centralisées au sein des systèmes financiers de quelques pays émetteurs de *monnaies-clé*.

Ceci dit, nous ne trouvions pas d'élément suffisamment éloquent pour comprendre l'importance du SMI dans la formation d'instabilités de l'économie contemporaine. C'est seulement en reprenant les débats des années cinquante et soixante, dont notamment les travaux de Triffin, que nous sommes parvenus à identifier la formation de tensions liées à l'expansion de l'économie internationale. Cela rendit visible l'incapacité du SMI à assurer une gestion de la liquidité internationale dans un cadre de stabilité. Ce potentiel déstabilisateur, qui affecte principalement les monnaies-clé, est néanmoins souvent transféré aux pays périphériques – non émetteurs de monnaie-clé – en raison du caractère asymétrique du SMI.

Toutefois, si nous voulons expliquer les différentes manifestations et conséquences de cette instabilité dans un SMI qui demeure le même depuis des siècles, nous devons dépasser les grilles de lecture qui n'envisagent la question que sur une courte période de temps. C'est précisément pour cela que nous introduisons des éléments de type marxiste ; nous pensons que cela permettra d'identifier les variables qui agissent comme moteurs de changement de l'économie internationale et, par conséquent, de comprendre dans un mouvement les éléments qui peuvent paraître isolés.

Chapitre 2 :
Le système de monnaies-clés : une instabilité inhérente et historique

Lors de notre introduction nous faisions référence aux nombreuses fois où, dans des discussions et dans des textes, les économistes citent les accords de Bretton Woods pour comprendre la complexité des relations monétaires de nos jours. Certes, ces accords ont une importance historique spéciale non seulement en termes d'effort multilatéral dans le difficile contexte d'après la Seconde Guerre Mondiale, mais aussi en termes de création d'un cadre institutionnel, dont les piliers internationaux existent encore – sous la forme du Fonds Monétaire International et de la Banque Mondiale – qui donna lieu à une époque – des années quarante aux années soixante-dix – à une forte croissance économique et à une stabilité relative dans les pays développés. Cela dit, les bons résultats en termes de stabilité et de croissance après les accords de Bretton Woods doivent être également attribués à d'autres facteurs particuliers du moment historique : un contrôle international de capitaux, la nécessité de reconstruire l'économie européenne, la forte balance extérieure des États-Unis.... Par ailleurs, Bretton Woods n'a pas été un pas vers un système sans précédents, mais l'une des étapes de référence d'un SMI instable– celui basé sur l'utilisation de monnaies nationales dans la sphère internationale – déjà en vigueur et accepté par les pays (au moins les pays développés et leurs colonies) depuis plus d'un siècle.

Pour comprendre comment ce système monétaire, auquel nous attribuons une tendance inhérente à créer des tensions, est arrivé à déterminer les formes de relations monétaires internationales actuelles, il est nécessaire d'identifier les raisons de son expansion et de sa consolidation. C'est pour cela qu'il ne faut pas remonter aux accords de 1944, mais beaucoup plus dans le temps.

Comme nous le verrons dans ce chapitre, l'histoire du SMI a été caractérisée par l'existence d'une relation très étroite entre, d'un côté, la nécessité de remplacer l'or par des formes de relations monétaires qui pouvaient accompagner l'expansion économique et, de l'autre côté, une instabilité inhérente de plus en plus évide,nte.

Étant donnée la nécessité d'éviter des épisodes de panique avec des flux massifs de capitaux

et d'or d'un pays à l'autre, on observera que face à cette instabilité il y a eu des interventions publiques constantes de la part d'un ou de plusieurs pays. Or, il est pertinent de remarquer à ce stade la nature asymétrique du SMI, par laquelle l'abandon progressive de l'or n'a été possible que grâce à la transformation de quelques puissances économiques – d'abord la Grande Bretagne puis, principalement, les États-Unis – en grands centres monétaires mondiaux. Ce système oblige les autres pays partenaires à accepter une position de dépendance envers les décisions et la stabilité des pays centraux et de leurs monnaies. C'est bien pour cette raison que la coopération nécessaire pour éviter ou alléger de possibles périodes de crise de confiance n'a pas lieu dans un cadre de relations horizontales entre pays, mais en fonction de stratégies géopolitiques nationales ou régionales prenant en compte l'asymétrie du SMI.

Ce chapitre aborde ces aspects pour la période qui s'étend de la généralisation de l'étalon monnaie-clé jusqu'aux années 1970. Pour aborder correctement ces aspects nous allons diviser le chapitre en trois sections analysant deux grandes périodes historiques. Dans la première section, nous focaliserons la réflexion sur les éléments clés qui ont marqué la transition d'un régime international d'étalon-or (E-O) vers celui des monnaies-clé ainsi que sur les problèmes détectés jusqu'à la 2e Guerre Mondiale. Puis, nous tiendrons compte des principaux enjeux géopolitiques et économiques posés après la 2e GM pour bien interpréter, lors de la deuxième section, les discussions tenues lors des accords de Bretton Woods, notamment par les délégations anglaise et étasunienne. La troisième section se clôturera avec une analyse du SMI dans la période qui va de la signature des accords de BW jusqu'aux années 1970 ; on mettra l'accent sur les mécanismes mis en place à partir des années cinquante pour calmer les tensions provoquées par la croissante difficulté de gérer la liquidité internationale dans un cadre de stabilité.

***Section 1* : L'étalon de change-or : de la rigidité théorique de l'étalon-or à l'instabilité des années trente**

Lors des deux décennies précédant la Seconde Guerre Mondiale, on observe un agenda chargé de négociations et d'accords entre les pays les plus développés, ainsi que des actions unilatérales afin d'assurer la convertibilité de quelques monnaies nationales en or. Mais, comme pour le cas des accords de BW, aucune de ces actions ne doit être interprétée comme la référence qui marque le début historique « officiel » du SMI que nous analysons.

L'émergence de ce système a été progressive, remarquée par les économistes seulement *ex-post* et qui est issue non pas d'un accord international concret, mais d'une nécessité croissante de dépasser le système d'étalon-or. Les accords monétaires conclus par les pays entre les deux grandes guerres doivent être pris comme certaines des nombreuses réponses des autorités des pays concernés aux défis présentés par ce système au fur et à mesure que celui-ci se généralisait.

a. Le mécanisme d'équilibre des balances et les « règles du jeu »

Malgré la diversité des régimes monétaires entre les pays, il existe un consensus selon lequel dès le dernier quart du XIXe siècle et jusqu'à la 1re G.M., l'étalon-or dominait dans les pays les plus développés de l'Europe et du Nord de l'Amérique, ainsi que dans certains pays périphériques. Il existait plusieurs formes d'étalon-or, chacune étant légèrement différentes des autres, mais partout la quantité d'or était censée déterminer la masse monétaire du pays et était la référence dans les paiements entre ceux-ci.

La logique de l'E-O était déjà vénérée par les classiques du XVIIIe siècle. En fait, ce sont des auteurs tels que Cantillon (1755), Hume (1985 [1777] ou Ricardo (1811) qui vont construire le soutien théorique – dont le mécanisme du *price-specie flow* – aux justifications historiques de ce système. La mécanique de fluides, qui expérimentait des avancées importantes à l'époque, allait servir à David Hume pour développer son explication sur le fonctionnement des flux d'or entre les pays. Comme l'eau, la libre circulation d'or assurait toujours un niveau d'équilibre entre les pays.

« *All water, wherever it communicates, remains always at a level. Ask naturalists the reason; they tell you, that, were it to be raised in any one place, the superior gravity of that part not being balanced, must depress it, till it meet a counterpoise; and that the same cause, which redresses the inequality when it happens, must for ever prevent it, without some violent external operation.* » (Hume, 1985 [1777], p.312)

Chez l'auteur écossais, la relation entre la quantité de monnaie et la production de l'industrie était toujours stable entre les pays grâce aux relations économiques internationales dans un cadre d'étalon-or. Pour illustrer cette affirmation il présente deux scénarios pour la Grande-

Bretagne : dans le premier, quatre cinquièmes de la quantité de monnaie totale disparaît du jour au lendemain. Le deuxième, au contraire, montre une multiplication par cinq de celle-ci. Dans les deux situations, l'or circule entre les pays jusqu'à un rééquilibrage. La différence de prix dans les pays provoque un flux courant entre pays qui échangent de l'or monétaire pour des biens, jusqu'à faire disparaître les inégalités entre les prix des pays. C'est ainsi qu'en Europe il observait les mêmes différences de prix entre royaumes et entre provinces à l'intérieur de chaque royaume.

Les rares moyens de maintenir deux différents niveaux de monnaie dans deux territoires sont, selon Hume, l'isolement physique partiel ou total de l'un d'eux ou la substitution de l'or monétaire par d'autres éléments équivalents. Le premier, comme dans les cas de la Chine et de l'Europe, a lieu par exemple, par la grande distance géographique ou des tarifs douaniers qui obstruent les communications et échanges économiques. Le deuxième, par contre, est obtenu par le remplacement de notes et d'autres moyens de paiement fiduciaire et qui occupent la place du dollar. Si l'on enlevait le papier en circulation dans une économie, explique l'écossais, on assisterait à un rééquilibrage similaire à celui expliqué ci-dessus, par le biais du flux d'argent réel *(real cash)* en provenance des pays voisins.

Une analyse similaire était développée dans l'« Essai sur la nature du commerce en général » de Cantillon (1755). Par contre, Cantillon ajoutait dans son analyse la production de nouvelles quantités de métal et leur introduction dans l'économie. En cas d'augmentation ininterrompue de la production d'or et d'argent dans les mines d'un pays, prévenait-il, l'enchérissement de la production nationale et la hausse de l'importation de manufactures étrangères pourraient ruiner la production de ce pays. Par ailleurs, le déficit commercial provoquerait une sortie d'or et d'argent, une chute du stock monétaire et la réduction des niveaux de production et des prix, ce qui rééquilibrerait finalement la balance du pays.

David Ricardo, héritier de l'approche du *price-specie flow* confirmait que la baisse du coût de production des métaux entraînait une exportation d'une partie de ceux-ci. Or, cette exportation n'était pas quelque chose de négatif mais plutôt de positif, car en échange de ce métal exporté, dont le pays n'aurait pas besoin, on pourrait importer des marchandises nécessaires, par exemple, à l'augmentation de la production manufacturière du pays.

Dans le contexte d'après les guerres napoléoniennes contre la France (1793-1815) de plus en plus financées par des émissions fiduciaires des autorités anglaises, et de la suspension de

la convertibilité lors de la *Bank Restriction Act* en 1797, Ricardo ne s'opposait pas à l'émission d'instruments de paiement fiduciaires bancaires, voire il admettait certains avantages de ceux-ci par rapport à l'utilisation de métaux. Cependant, il croyait que la garantie de convertibilité était fondamentale pour assurer la stabilité monétaire. Sa proposition, pour concilier ces deux éléments, était de faire circuler de la monnaie fiduciaire à l'intérieur du pays, et de soutenir cette émission avec des lingots d'or *(gold bullion)*. L'importation et l'exportation d'or seraient permises ; or, la convertibilité serait limitée aux demandes de convertibilité de montants élevés.

Les systèmes monétaires nationaux restaient étroitement liés à travers les paiements dans la balance de chacun et leurs effets sur la masse monétaire – et donc sur le prix – des pays. L'équilibre des balances à long terme était garanti et, toute monnaie étant exprimée en fonction de l'or à un taux fixe, elles l'étaient aussi entre elles.

Par ailleurs, le mécanisme automatique du *price-specie flow* n'était pas le seul à assurer un tel équilibre. Les Banques Centrales, par le biais de leur politique monétaire, étaient censées provoquer un ajustement plus rapide en cas de déséquilibres. Ainsi, pour respecter ces « règles du jeu », les pays devaient mettre en place des politiques monétaires opposées s'ils étaient excédentaires ou déficitaires. En situation de déficit, un durcissement de la politique monétaire était prévu, afin de ralentir l'activité économique et de faire pression sur les prix pour que l'économie devienne compétitive vis-à-vis de l'étranger. Par contre, si le pays était excédentaire, il était censé baisser le taux directeur afin de relancer la dépense et faire monter les prix. La confiance des agents dans ce mécanisme était fondamental pour rendre plus facile l'ajustement, dès que des capitaux sortaient d'un pays suite à une balance déficitaire, une entrée de capitaux attirés par la hausse des taux d'intérêt contrecarrait la sortie et rendait l'ajustement moins brusque (McCloskey et Zecher, 1997).

C'est à ce régime d'étalon-or, théoriquement favorable pour la croissance et la stabilité, que l'ensemble des pays participant dans la conférence de Gênes en 1922 voulaient diriger leurs économies après la 1re G.M. Pourtant, malgré cet envie explicite de plusieurs pays à l'époque, nous pouvons identifier, actuellement, deux facteurs qui invitent à penser que l'abandon final – rendu officiel à Gênes – de l'idée d'imposer une version pure de l'étalon-or fut une bonne idée. En premier lieu, un étalon-or stricte était impossible à mettre en œuvre dans le contexte de l'époque. La 1re G.M. avait engagé les principales puissances économiques européennes

dans une confrontation de quatre ans (1914-1918) qui allait laisser leurs économies exsangues et les finances publiques dans un état de forte détérioration. L'effort en matière militaire avait provoqué une expansion monétaire généralisée, qui rendait l'E-O inefficace et impossible à respecter, voire dangereux pour les intérêts nationaux. Dans ce contexte, la convertibilité des monnaies en or et l'exportation du métal allaient être suspendues dans la plupart des pays, même aux États-Unis qui n'avaient participé qu'aux vingt derniers mois du conflit.

En seconde lieu, la réalité économique historique sous le régime de l'étalon-or international se révélait très différent de ce que les théoriciens du mécanisme du *price-specie flow* décrivaient dans leur modèle : forts cycles de déflation et d'inflation à long terme, des ajustements par le niveau de revenu, des déséquilibres des comptes extérieurs entre pays... étaient des caractéristiques normales de l'économie internationale dans le XIXe et le début du XXe.

b. La démystification de l'étalon-or

Pour bien comprendre les enjeux et résultats de la conférence de Gênes, nous devons sortir du schéma simplificateur du modèle exposé et passer en revue les recherches qui ont remis en question le fonctionnement réel d'un mécanisme aussi parfait. Une série de travaux statistiques développés à partir des années trente semble montrer que les mécanismes d'ajustement ne fonctionnaient pas aussi bien que ce qui était présupposé.

Tout d'abord, en ce qui concerne le niveau des prix, et malgré le débat existant encore autour des raisons et de l'ampleur des fluctuations, l'instabilité des prix semble avoir été très présente dès le début du XIXe siècle (Triffin, 1964a ; Klein, 1975 ; Bordo, 1981, 1984, 1999)[27]. Dans ce sens, Gustav Cassel (1936) montre l'existence de cycles de déflation et inflation pour l'ensemble des pays de plus de trente pour cent. Taussig (1966 [1927]), par ailleurs, remarque que dans la mesure où l'industrialisation avançait, l'apparition de rigidités entraînait des rééquilibrages réalisés davantage par la voie de réductions du niveau de revenu. Sur la même idée, Triffin (1964a) indique que même au XIXe siècle, les réductions des salaires nominaux ne prennent guère d'ampleur. De plus, selon les résultats de sa recherche, dès le dernier quart du XIXe siècle, les niveaux de prix des onze plus grandes économies nationales changent parallèlement. Dans la période 1870-1960, les observations réalisées

27 Bordo (1999, p. 31) utilise l'expression « *vagaries of the Gold Standard* » (les caprices de l'étalon-or) pour faire appel aux effets que l'application de l'étalon-or provoque sur la volatilité du niveau de prix.

montrent des fluctuations parallèles dans 89% des cas. Seuls 11% des cas enregistrent des évolutions opposées. Cela n'est pas applicable aux pays périphériques où les fluctuations du niveau de prix et des taux de change étaient plus violentes et fréquentes.

Un phénomène similaire a lieu avec les niveaux des exportations et importations des onze grands pays. Selon la théorie de Hume, nous aurions dû obtenir un panorama international dans lequel les déséquilibres entre les pays ne sont pas absents, mais avec une recherche générale de rééquilibrage. Pourtant, toujours selon la même étude de Triffin, les variations sur le niveau des exportations dans l'un de ces pays étaient accompagnées, dans 91% des cas, par un mouvement similaire dans la part des autres pays.

À cela, il faut ajouter la persistance historique de déséquilibres des balances courantes. Triffin *(ibid.)* rappelle que dans les cas du Canada, de l'Argentine, de l'Australie et des États-Unis, le demi-siècle précédant la guerre mondiale avait donné lieu à des déficits croissants. Ceux-ci étaient majoritairement soutenus par les investissements directs depuis les pays les plus développés de l'Europe, qui, dans le même temps, enregistraient des excédents importants. Celui du Royaume-Uni, par exemple, allait être multiplié par plus de vingt entre la période 1816-1850 et jusqu'après la 1re G.M. (de 35 millions à 870 millions de dollars).

Les mécanismes d'ajustement ne semblent pas s'être activés non plus pour contrecarrer l'endettement auquel les États ont fait appel dès la fin du XIXe siècle. Vers 1900 la dette publique dépassait 10% du PIB dans plusieurs pays, et sa croissance était exponentielle (Garcia Ruiz, 1992, p. 62). Les chiffres mobilisés par Schremmer (1989) révèlent que la dette publique par habitant en France est passée de 388,20 francs par personne en 1871 à 841,10 francs avant la guerre (en 1913), tandis que celle de l'Allemagne a quadruplé dans la même période, de 50,30 marks à 226 marks par tête. En ce qui concerne le Royaume-Uni, par contre, ils allaient se réduire de presque moitié, de 25,30 livres à 15 livres presque dans la même période (de 1870 à 1914).

Ainsi, si dans la réalité les prix n'évoluaient pas clairement dans le sens prévu, si les exportations des pays variaient dans le même sens entre pays, et si ceux-ci pouvaient cumuler des déficits croissants commerciaux et publics, alors la justification théorique du *gold-standard* était profondément remise en question. Mais quelles étaient les causes de cette manifestation d'incohérences face aux postulats du mécanisme *price-specie* ? Les deux principaux mécanismes d'ajustement cités dans notre recherche – variation de la masse

monétaire en fonction des entrées nettes de capitaux étrangers et manipulation des taux d'intérêt – ont été repris par des économistes qui concluent que les pays ne respectaient pas les *règles du jeu*.

Dans un article en réponse à Ragnar Nurkse (1944)[28], Bloomfield (1959) montrait un manque de correspondance générale, dans les pays étudiés, entre les entrées et sorties de capitaux et la variation de la masse monétaire intérieure pour la période 1880-1914. Cette absence de corrélation était possible grâce aux politiques de *neutralisation* de ces flux menées par les Banques Centrales, dont notamment les créditrices qui, malgré la hausse des réserves internationales, intervenaient au moyen d'opérations d'*open market* pour assurer une stabilité de la quantité de monnaie en circulation.

Une autre façon, pour la Banque Centrale, d'intervenir afin de corriger un déséquilibre extérieur était d'agir sur le taux d'escompte, qui lui-même influençait les autres taux du marché. Selon les *règles du jeu*, l'excédent courant devait forcer la Banque Centrale à relâcher la politique monétaire, tandis que le déficit devait être suivi d'une hausse des taux. Cependant, Lindert (1969) montre que les pays semblaient avoir des comportements parallèles avec des hausses et baisses conjointes du taux. Les pays périphériques, et même une grande partie des pays développés, ne comptaient pas réellement sur cet instrument et se bornaient à suivre les taux dictés par les grands centres financiers : l'Angleterre, l'Allemagne et la France.

Étant donné cette profonde remise en question du réalisme du mécanisme *price-specie flow,* comment expliquer alors l'architecture monétaire des années précédant la guerre ? De nombreux chercheurs (p.ex. Keynes, 1971[1930], p. 27, Lindert, 1969, Kindleberger 1973, Cleveland, 1976) ont précisément remarqué l'importance d'une hiérarchie existant entre les pays, à la tête de laquelle se trouvait l'Angleterre, dans la période de stabilité et de croissance qui allait précéder la guerre. L'Angleterre agissait, selon les termes utilisés par Keynes (1971 [1930], p.274), en tant que chef d'orchestre : « In the latter half of the nineteenth century the influence of London on credit conditions throughout the world was so predominant that the Bank of England could almost have claimed to be the conductor of the international

28 Dans le cadre des discussions pour la construction du nouveau cadre monétaire, Nurkse (1944) faisait retomber l'échec de l'organisation monétaire d'entre-guerres sur le manque de respect, de la part des États, des règles du jeu. Bloomfield (1959), par contre, expliquait qu'en appliquant la méthode utilisée par Nurkse pour la période d'entre-deux guerres, on pouvait arriver à une conclusion similaire pour la période précédant la guerre.

orchestra. »

L'Angleterre, la France et l'Allemagne agissaient en tant que centres d'or et financiers mondiaux. Ils thésaurisaient de l'or, émettaient des titres en monnaie nationale et réalisaient les opérations internationales avec leur monnaie nationale. L'or restait alors immobilisé sous promesse de convertibilité virtuelle auprès des détenteurs étrangers. Cela était possible grâce à une utilisation croissante de la monnaie fiduciaire des systèmes financiers centraux dans la mesure où les relations économiques s'intensifiaient. L'un des premiers à avoir repéré ce phénomène fut Ralph Hawtrey (1933). Les Banques Centrales et commerciales[29] gardaient, afin de respecter le change demandé par leurs clients, une quantité d'actifs en monnaie étrangère. Cependant, au fur et à mesure que l'on s'approchait de la 1re G.M., et en fonction de la réalité des pays, la pratique de thésaurisation de ce type d'actifs devenait davantage significative.

Les réserves en monnaie étrangère, à la différence du stockage en or, étaient synonymes d'avantages évidents. D'abord, elles apportaient un intérêt au titulaire. Ensuite, les frais de transport et la sécurité nécessaire pour mobiliser l'or, rendaient ce choix moins attrayant. Par ailleurs, Lindert (1969) ajoute d'autres facteurs intéressants pour notre analyse :

> L'un des éléments clés de la stabilité de l'étalon-or était la garantie d'une réserve d'or stable et assurée. Étant donnée la difficulté croissante pour acquérir de l'or, certains pays ne voyaient pas d'un mauvais œil de disposer d'une quantité de réserves de change pour y faire appel en cas de déficit. Cela pouvait éviter d'avoir à mobiliser les réserves d'or, ce qui ne pouvait se faire sans entraîner une image négative ;
>
> La dépendance – commerciale, financière mais aussi politique – envers les centres financiers anglais, français et allemand, amenait les pays dépendants, parfois par le biais d'exigences explicites de la part de ces centres, à garder une partie de leurs actifs en dépôts dans leurs systèmes financiers. En fait, chaque pays tendait à réaliser ses opérations et à garder ses dépôts auprès d'une même banque. La réputation du dollar, du mark et du franc, permettait aussi d'utiliser les réserves comme une assurance en cas de demande de crédits à court terme auprès d'une autre institution financière ;

29 Durant cette période, la distinction entre Banques Centrales et banques commerciales privées n'était pas évidente. Bloomfield (1963) par exemple, avait dû prendre certaines banques de propriété privée pour son analyse statistique. De plus, dans certains pays, c'était les Trésors Publics et non les Banques Centrales qui étaient chargés de stocker les réserves de change.

Il existait un cercle vertueux entre d'une part la confiance des agents dans la stabilité des trois monnaies et dans leur convertibilité au prix annoncé, et, d'autre part, leur capacité à concentrer les flux mondiaux.

La présence d'actifs en monnaie étrangère dans les réserves des Banques Centrales à l'époque – en 1913 – avait déjà été mesurée quelques années après la 1re G.M. Les estimations de la Ligue de Nations, en 1931, et de la Banque de Paiements Internationaux (BPI) en 1932, avaient chiffré le volume de réserves à 300 millions de dollars selon la première, et 400 à 600 millions de dollars selon les calculs de la seconde[30]. Bloomfield (1963) montait le total à 963 millions de dollars. Selon les calculs de Lindert (1967), cela arrivait aux 1132 millions, 18,94% du total. En termes de pourcentage, les différences entre les monnaies sont tout aussi remarquables.[31] La livre, qui représentait les 40% de ces réserves, dépassait largement le franc et le mark, respectivement en deuxième et troisième place, suivis par des ratios symboliques d'autres monnaies. Le partage des réserves géographiques n'était pas similaire pour les trois monnaies. Tandis que l'Angleterre profitait d'un vaste réseau de pays détenteurs de livres sterling – pour la plupart des colonies ou des territoires de la Commonwealth – la France et l'Allemagne dépendaient de la volonté russe de stocker des réserves en leurs monnaies. En effet, le Trésor de ce pays était titulaire de plus de la moitié des réserves en francs et d'à peu près 80% des réserves en mark[32].

Le fait de ne pas devoir exporter de l'or en échange de chaque dépôt à l'extérieur permettait une expansion soutenue des relations économiques à partir de ces centres, et notamment de la capitale anglaise. Mais cela leur générait aussi des déficits de liquidité difficiles à gérer. C'était notamment le cas de l'Angleterre. Dans la mesure où l'expansion économique était financée par de nouvelles émissions d'instruments fiduciaires, le ratio d'or sur la quantité de monnaie diminuait. Or, en tant que centre financier, l'Angleterre pouvait jouer sur les taux d'intérêt pour attirer des capitaux à court terme et renverser toute menace de sortie d'or vers d'autres pays, ce qui obligeait les autres pays à réagir. Lindert (1969, pp. 51-52) affirme qu'en

30 Les références aux chiffres de la Ligue des nations et de la BPI sont données par Lindert (1969, p. 13).

31 Le ratio de 18,94% en 1913, chez Lindert, excluait l'argent. Si l'on inclut ce métal dans le dénominateur, la proportion de réserves de change sur le total arrive à presque 16%. La différence par rapport au chiffre de 20% fourni par Eichengreen (2008, p.22) est étonnante puisqu'il cite comme référence le travail de Lindert pour remarquer l'importance des réserves de change à l'époque. Pour éviter toute erreur – et sauf si nous indiquons le contraire – nous allons désormais utiliser directement les chiffres donnés par Lindert (1967) pour l'époque.

32 Conclusions établies à partir de notre étude des tableaux réalisés par Lindert (1967).

cas de remontée du taux anglais, même si le différentiel d'intérêt *ex-post* demeurait constant – à cause d'une hausse similaire dans les pays partenaires – l'Angleterre était capable d'attirer des capitaux.

L'importance des réserves de change montre le degré de développement de l'émission fiduciaire dans les centres financiers. Or, ce n'était pas un phénomène exclusif de ceux-ci. La tendance à l'utilisation de ce type d'instruments était générale. L'émission de pièces d'une finesse de métal précieux supérieure à celle des pays voisins donnait lieu à des problèmes pour l'économie nationale et, comme l'histoire l'a montré, pouvait provoquer une sorte de spirale compétitive entre les pays.[33] Finalement, l'or avait progressivement disparu de la circulation et était gardé, par les banques commerciales d'abord, et plus tard par les Banques Centrales.[34] En fait, tandis qu'en 1848 la proportion de l'or monétaire aux mains des Banques Centrales ne dépassait guère les 10% du total, ce ratio atteignait 41% en 1892 et dépassait la moitié du total en 1913. À sa place, la circulation de titres émis par la Banque Centrale et par les banques commerciales augmentait sans cesse et envahissait les relations économiques entre agents.

c. L'après-guerre : le retour impossible à l'étalon-or

Le panorama de l'avant-guerre décrit ci-dessus diffère substantiellement d'une architecture horizontale dans laquelle les relations entre les pays seraient assurées par des mécanismes intrinsèques au système. La réalité telle que nous l'avons présentée est asymétrique et l'intermédiation de l'or a laissé la place à la présence croissante – même dans le paiement entre pays – des instruments fiduciaires garantissant virtuellement un accès à l'or.

Sur le plan national, le conflit armé, pour lequel des efforts économiques exceptionnels étaient nécessaires, allait généraliser l'utilisation de titres bancaires comme moyens de paiement et limiter extrêmement une ressource aussi précieuse que l'or. La fin officielle de la convertibilité ne correspondait pas au dépassement d'un seuil concret d'émission monétaire mais à un choix politique basé sur la nécessité économique prioritaire du financement de la

33 Dans ce sens, Eichengreen (2008, p.15) rappelle que la création de l'Union de Paiements Latine en 1865 (intégrée d'abord par la France, la Suisse, l'Italie, la Belgique, rejoints plus tard par la Grèce) prétendait entre autres, faire face aux problèmes monétaires transfrontaliers observés par la progressive réduction de la finesse des pièces d'or des trois premiers pays. Lorsqu'une pièce nationale était d'une grande finesse, elle était exportée et thésaurisée en échange d'une pièce étrangère de moindre qualité (en termes de poids d'or) qui envahissait le pays.

34 Une tendance similaire était observée pour le cas de l'argent jusqu'à la moitié du XIX siècle (Triffin, note de bas de page numéro 12), lorsqu'un grand nombre de pays l'abandonnent comme étalon monétaire.

guerre. De plus, l'essor du mouvement ouvrier rendait compliqué la mise en place de politiques monétaires restrictives nécessaire pour envisager l'étalon-or pur. (Eichengreen, 2008, p.48).

Sur le plan international, la guerre avait laissé un difficile scénario de dettes entre pays : d'un côté, le Traité de Versailles (1919) établissait des indemnisations très élevées à verser par l'Allemagne aux pays victorieux. En même temps, à l'intérieur de ce groupe, des pays européens tels que la Grande-Bretagne et la France, enregistraient des positions débitrices significatives vis-à-vis des États-Unis, dues au rôle de préteur joué par la puissance américaine dans le conflit du Vieux Continent. Si on y ajoute la naissance de l'Union Soviétique, facteur qui allait accentuer la rareté de l'or pour les économies européennes et nord-américaines, l'étalon-or à l'époque était presque une chimère.

Tableau 2.1 : Effets de la *Currency and Bank Notes Act* sur la quantité de monnaie de cours légal 1914-1918

Monnaie de cours légal 30 Juin 1914		*Monnaie de cours légal 10 juillet 1918*	
Émission Fiduciaire de la Banque d'Angleterre	18,450,000	Émission Fiduciaire de la Banque d'Angleterre	18,450,000
		Billets non couverts par de l'or	230,412,000
		Total émission fiduciaire	248,862,000
Billets de la Banque d'Angleterre émis contre pièces d'or ou lingots	38,476,000	Billets de la Banque d'Angleterre émis contre pièces d'or ou lingots	65,368,000
		Billets couverts par de l'or	28,500,000
Quantité estimée de pièces d'or détenues par les banques (hormis les pièces détenues par le département d'émission de la Banque d'Angleterre) et en mains du public	123,000,000	Quantité estimée de pièces d'or détenues par les banques (hormis les pièces détenues par le département d'émission de la Banque d'Angleterre) et aux mains du public	40,000,000
Grand Total	179,926,000	Grand Total	382,730,000

Source : Cunliffe Committee (1918)

Ce retour à l'étalon-or s'avérait spécialement compliqué pour la puissance historique en terme commerciaux et financiers, à savoir, la Grande-Bretagne. L'année même de la fin de la guerre, le *Cunliffe Committee on Currency and Foreign Exchanges after the War* (1918) publiait un premier rapport destiné au Trésor britannique et au Ministère de la Reconstruction, dans lequel il avertissait de la nouvelle réalité financière d'après-guerre et de l'impossibilité d'un retour immédiat au système monétaire désiré (voir tableau 2.1). La *Currency and Bank*

Notes Act du 6 Août 1914 – deux jours après la déclaration de guerre à l'Allemagne – avait donné au Trésor la capacité d'émettre des notes d'une valeur d'une livre sterling et de dix shillings grâce auxquelles financer les dépenses militaires. À cela il fallait ajouter la hausse des dépôts dans les banques commerciales qui, à la fin de l'année 1913, n'étaient que de 1 070 681 000 de livres mais qui, quatre ans plus tard, arrivaient aux 1 742 902 000 de livres. La seule alternative pour réintroduire l'E-O était de pousser les taux d'intérêt à la hausse, de freiner le crédit (y compris celui du gouvernement) et d'attendre la progressive destruction des instruments fiduciaires détenus par les agents économiques ; une solution incompatible avec l'effort économique de guerre de ce pays, et qui pourrait le plonger dans une grave récession.

Le parcours vers le rétablissement du régime d'E-O dans le pays nécessitait, selon le *Cunliffe Committee*, quatre réformes prioritaires à appliquer progressivement au sein du système financier anglais :

Le rééquilibrage des comptes publics ; les mesures à prendre, pourtant, ne consistaient pas seulement à limiter le recours à la vente de dette sur le marché financier. Le comité prônait aussi de démarrer un processus de désendettement, ce qui obligeait à une restructuration des dépenses fiscales.

La réutilisation du taux d'escompte de la Banque d'Angleterre comme instrument pour équilibrer l'échange de flux vis-à-vis de l'étranger. La perte d'importance de Londres comme centre financier mondial au profit d'autres pôles tels que Paris et un émergent Wall Street obligeait les autorités anglaises à faire davantage d'efforts pour attirer des capitaux, qu'elles auraient pu retenir plus facilement avant la guerre grâce à leur position privilégiée. Par ailleurs, le niveau de prix plus élevé de l'économie anglaise par rapport à d'autres pays, entraînait un effort supplémentaire pour retenir les capitaux.

On déconseillait la poursuite de la politique de taux différentiels pour les capitaux nationaux et étrangers. L'application de plus hauts taux d'intérêt aux capitaux étrangers était censée les retenir et les mettre au service de l'industrie nationale. Or, selon le *Cunliffe Committee* cela pouvait mener à un arbitrage de la part des agents nationaux ainsi qu'à augmenter davantage les niveaux d'importation du pays.

Une large émission de billets bancaires par la Banque d'Angleterre, destinée à relancer l'industrie, pouvait menacer la déjà difficile position concurrentielle anglaise par une hausse du niveau de prix. Il fallait donc limiter cette émission afin d'opérer un retour à l'E-

O le moins traumatique possible.

Cet avis n'était pas celui de tous les experts. Le jeune John Maynard Keynes (1971 [1925]) prévenait à l'époque du danger, pour les intérêts anglais, de retourner à la rigidité imposée par l'or au taux de change précédant la guerre. La réévaluation de 10% de la monnaie anglaise par rapport au dollar, de 1924 à 1925 – date de retour à l'E-O – jusqu'à des niveaux similaires à l'avant-guerre, condamnait la compétitivité du secteur exportateur. Indirectement, le pays était forcé à une dépréciation interne des revenus – et ultérieurement des prix – ce qui, toujours chez Keynes, outre son caractère socialement injuste, obligerait à reculer la possibilité de mise en place de politiques de relance d'après-guerre. En fait, l'une des erreurs que l'économiste attribuait à Churchill (ministre des Finances à l'époque) était de faire confiance à des conseillers qui sous-estimaient la perte de compétitivité d'un tel taux de change et qui, suivant la théorie de l'époque, exagérait la capacité d'ajustement nominal de l'économie anglaise.

Un dilemme similaire s'était présenté trois années plus tôt sur la sphère internationale lors de la conférence de Gênes (*Genoa Financial Commission*, 1922). D'abord, le rapport montrait le consensus existant autour des pays pour retourner à l'étalon-or. L'objectif final et explicite des accords était d'aboutir à une stabilité entre les monnaies[35] par la mise en place d'un étalon qui assurerait une relation stable entre eux *(Résolution 4)*. Par la suite *(Résolution 5)*, on clarifiait que l'or était le seul étalon qui emportait l'aval de tous les pays. Ainsi, le rapport demandait aux États signataires d'annoncer l'établissement d'un étalon-or *(Résolution 6)*.

La marche à suivre dictée à Gênes était très similaire à celle proposée quatre ans auparavant par le *Cunliffe Committee* pour le cas de l'Angleterre : l'ajustement des comptes fiscaux par la diminution des dépenses publiques[36], la libération de toute pression politique sur les banques, qui devaient agir selon les critères de prudence financière, l'établissement d'un prix fixe par rapport à l'or et, pour les cas où ce serait possible, d'un marché libre pour l'or.

Par ailleurs, la Commission Financière réunie lors de la conférence de 1922 avait pris conscience de l'ampleur de l'expansion monétaire durant la guerre, ce qui rendait impraticable le retour à l'étalon-or. La situation délicate du début des années 1920 rendait manifeste l'existence d'un paradoxe au sein des relations monétaires basées sur l'or : pour

35 D'abord limité aux pays européens signataires, le rapport encourageait également l'extension à des Banques Centrales d'autres pays. En fait, une invitation à la coopération était faite de façon explicite aux États-Unis (Résolution 11).

36 Le rapport expliquait que du côté des revenus, des taux d'impôt élevés pourraient nourrir des processus inflationnistes.

rendre soutenable l'expansion économique, il fallait continuer à limiter au maximum les opérations avec l'or. Les principes de convertibilité et de prix fixe sur lesquels l'étalon-or était censé garantir la stabilité monétaire étaient effectifs tant que les agents ne les remettaient pas en question. Et dans un panorama international comme celui de l'après-guerre, cela s'avérait assez compliqué[37] .

Donc, finalement, même si les pays aspiraient à une stabilité monétaire comme celle observée dans l'avant-guerre, les accords de Gênes se limitaient à désigner le retour à l'étalon-or comme objectif final désirable tout en fournissant les instruments pour l'éviter. De cette manière, les accords de Gênes allaient rendre officiel le mécanisme qui avait fonctionné jusqu'à la suspension en chaîne de la convertibilité des monnaies nationales : l'or devait être immobilisé dans certains pays qui pouvaient assurer un marché libre d'or, tandis que les autres pays pourraient utiliser des actifs liquides en monnaie des centres d'or comme instrument de paiement international ainsi que comme réserves monétaires. Cela était explicitement indiqué dans la résolution 11 des accords de Gênes :

Proposition 1 (d): The maintenance of the currency at its gold value must be assured by the provision of an adequate reserve of approved assets, not necessarily gold.

Proposition 2 : When progress permits, certain of the participating countries will establish a free market in gold and thus become gold centers.

Proposition 3 : A participating country, in addition to any gold reserve held at home, may maintain in any other participating country reserves of approved assets in the form of bank balances, bills, short-term securities, or other suitable liquid resources.

Il est important de remarquer que les accords de Gênes n'entraînent pas l'inauguration d'une nouvelle organisation monétaire internationale mais la simple officialisation de pratiques très étendues avant la guerre. Un simple coup d'œil aux statistiques concernant les réserves de

37 Selon les termes de Karl Polanyi (1983, p. 192-193) « Les années vingt (du 20e siècle) ont vu le prestige du libéralisme économique à son apogée. Des centaines de millions d'êtres humains ont souffert le fouet de l'inflation, des classes entières, des nations entières ont été expropriées. La stabilisation des monnaies est devenue le point focal de la pensée politique des peuples et des gouvernements ; la restauration de l'étalon-or est devenue l'objectif suprême de tous les efforts organisés dans le domaine de l'économie. On a reconnu le remboursement des emprunts étrangers et le retour à une monnaie stable comme les pierres de touche de la rationalité en politique, et il a été considéré qu'aucune souffrance personnelle, aucune ingérence dans la souveraineté n'était un sacrifice trop grand pour récupérer l'intégrité monétaire. La privation des chômeurs à qui la déflation avait fait perdre leurs postes de travail, l'indigence totale des fonctionnaires licenciés, sans même une pension de misère ; et même l'abandon des droits de la nation et la perte de la liberté constitutionnelle ont été jugés comme le juste prix à payer pour répondre aux exigences de budgets sains et de monnaies solides, les priorités du libéralisme économique ».

change permet de constater qu'en réalité la relation des monnaies nationales utilisées comme réserve sur les réserves totales était plus élevée avant la guerre (18,94%) qu'en 1924 (16,5%) ou en 1925 (17,6%) (Lindert, 1969, p.14)[38]. Le dépassement du régime d'étalon-or n'est pas, par conséquent, le résultat exclusif des conditions de l'après-guerre mondial. Certes, celles-ci allaient accélérer le mouvement vers un régime plus flexible à cause des efforts de financement menés par les pays. Mais la limitation du rôle de l'or et son remplacement par des instruments plus fiduciaires était un phénomène observable depuis longtemps qui répondait plutôt à une nécessité de formes moins capricieuses et rares que l'or pour le développement des relations économiques à l'intérieur, ainsi que hors des frontières nationales.

En résumé, l'architecture monétaire se dirigeait, avec le consensus des pays au début des années vingt, d'une structure théoriquement rigide basée sur la quantité d'un (ou plusieurs) métal pour assurer la relation stable entre systèmes monétaires nationaux, vers une autre structure, que l'on pourrait considérer plus souple, basée davantage sur l'émission croissante de monnaie sans valeur intrinsèque mais liée à l'expansion économique de l'époque. On peut trouver entre la configuration des années vingt et celle des années quarante de fortes similitudes. En fait, on peut dire que les grandes lignes de Bretton Woods étaient déjà tracées lors de la signature des accords de Gênes en 1922. Or, toute la richesse et les nuances propres au système de l'après 2e G.M. ne pourront être comprises que si l'on révise la complexe réalité d'entre-deux guerres ainsi que l'échec économique, l'écroulement de la stabilité monétaire et les ultérieurs engagements de convertibilité et de prix fixés par les pays, dix ans à peine après la conférence de Gênes en 1922.

d. Un nouveau panorama économique international

Certes, la réalité économique et la politique monétaire suivie par chacun des États importants sont des éléments clés pour expliquer la forme d'un tel écroulement. Or, notre intérêt est de comprendre quel rôle ont joué les règles monétaires établies collectivement et les leçons finales tirées par les économistes et les États. Notre but n'est donc pas d'expliquer les origines de la Grande Dépression de 1929, mais de comprendre la naissance, la crise et la mort du système monétaire durant la période citée. Avant tout, pourtant, un état des lieux s'impose, afin d'identifier les principales différences par rapport à la période d'avant la 1re

38 Il faut rappeler qu'en 1925 la livre – qui était encore la monnaie la plus utilisée – était revenue au prix en or d'avant la guerre. On peut donc difficilement expliquer la chute de ce pourcentage par une dévaluation.

G.M. Les différences étaient visibles non seulement dans le domaine monétaire – nous les avons déjà citées – mais également sur plusieurs aspects économiques et sociaux. La guerre avait frappé une grande partie des pays les plus développés et le rapport de force entre les États était bouleversé.

L'Allemagne, l'un des centres économiques et financiers de l'avant-guerre, qui bénéficiait alors d'une position créditrice solide avec laquelle elle finançait des projets à l'étranger à long terme, était désormais un pays dévasté et démantelé. Son acceptation des accords de Versailles (juin 1919) l'engageait, entre autres, à mettre en place des efforts de remboursement énormes[39]. Les capitaux qu'elle recevait étaient dédiés, pour la plupart, au remboursement des pays auprès desquels elle était endettée (notamment les États-Unis).

La France, malgré sa position victorieuse après la guerre, connaissait des problèmes financiers qui affaiblissaient sa monnaie sur le plan international. Le pays, qui thésaurisait 14% de l'or monétaire mondial en 1913, n'en avait plus que 9,7% en 1918 et, au début des années vingt, ce taux n'arrivait plus qu'à 8,2% (Eichengreen, 2008, p. 63). Jusqu'à l'année 1924, le taux de change du franc était directement influencé par la capacité (ou incapacité) allemande de répondre aux paiements des réparations à la France et par les anticipations des agents à ce sujet. Cela déboucha sur une instabilité monétaire, qui allait cesser avec le retour de Poincaré au gouvernement et la mise en place d'une politique de stabilisation en 1926, après une dépréciation continue durant les trois dernières années (Eichengreen, ibid, p. 49-55).

Les États-Unis avaient des perspectives beaucoup plus positives. N'étant intervenus que lors de la dernière année dans la 1re G.M, ils avaient fourni des biens militaires et civiles aux Alliés. Les paiements avaient été réalisés en or, en titres de dette en dollars, ou en actifs en monnaies étrangères. Cela leur avait permis de garder le ratio record de plus de 45% de réserves d'or du monde en 1924 (Hardy, 1936, p-90-95), et une position créditrice vis-à-vis des grands pays européens. Or, à la différence de l'avant-guerre où l'or était décentralisé, dans les années vingt la plupart de l'or allait être stocké dans la Réserve Fédérale, créée en juin 1913 *(Federal Reserve Act)* à partir de l'accord des grandes banques privées du pays.

Le Royaume-Uni, lui, avait perdu sa position hégémonique dans l'économie mondiale. Au

39 Selon Keynes, le paiement intégral condamnait l'Allemagne à un effort et à une pression déflationniste beaucoup plus coûteux que ce qu'on avait estimé. Voir sur ce sujet son débat (Keynes 1929a, 1929b) avec Ohlin (1929a, 1929b) et Rueff (1929).

lendemain de la guerre, plusieurs indices montraient le bouleversement du positionnement mondial de l'économie anglaise. Nous nous servons de la lecture faite par Aglietta (1986, p. 67-69) pour en signaler trois éléments :

La détérioration de la compétitivité commerciale britannique face aux progrès de nouvelles puissances, et la fin de la complémentarité entre l'Angleterre - centrée sur les exportations de biens de capital - et d'autres pays européens qui exportaient leurs produits pour la consommation en Angleterre.

La livre sterling conservait sa place consolidée comme monnaie de référence principale. Cependant, l'Angleterre n'étant plus la référence en termes de conditions de financement, elle n'avait pas une grande maîtrise pour capter les capitaux à court terme. Elle devait désormais s'adapter aux conditions exigées par les capitaux. Le retour à la valeur de la livre sterling d'avant la guerre était censé permettre au pays de garder un certain pouvoir sur le marché financier. Or, comme nous l'avons dit, le prix à payer en terme de croissance économique et de niveau d'emploi allait être très élevé (Keynes, 1925 ; Moggridge, 1925).

La mise en concurrence avec d'autres pays – notamment les États-Unis et la France – mettait en péril le leadership monétaire sur lequel l'Angleterre avait fondé ses politiques économiques.

La période d'après-guerre de flottement des taux de change avait donné lieu à des phénomènes d'inflation et d'hyperinflation dans plusieurs pays (dont la plupart européens). C'est sans doute pour cette raison que le « retour » à l'étalon-or allait être accueilli à bras ouverts par certains pays, qui allaient y adhérer rapidement. En fait, parmi les premiers à le faire, on retrouve des pays victimes de l'hyperinflation : l'Autriche (1923), l'Allemagne et la Hongrie (1924), et la Pologne (1925). Grâce à des crédits, venant notamment des États-Unis, en forme d'actifs en dollars, ils allaient reconstituer leurs réserves et établir un prix fixe par rapport à l'or. L'Angleterre, allait les accompagner à partir de 1925 mais avec des restrictions sur l'accès à l'or. En général, l'or allait être complètement centralisé, au point d'enlever de la circulation les pièces d'or. Et bien que fixée au taux antérieur à la guerre, la convertibilité n'était garantie qu'aux demandes élevées.

L'arrivée en chaîne des autres pays allait se produire à partir de 1926. En 1928, il y avait déjà plus de quarante pays sous ce régime. La France, les rejoignit officiellement cette année-

là bien qu'ayant déjà stabilisé la valeur de sa monnaie dès 1926-1927. Finalement, à la fin des années vingt, et malgré la forte expansion monétaire des années précédentes, les accords de Gênes avaient réussi à imposer un étalon-or qui était censé de relancer les relations entre les pays dans un cadre de stabilité.

Mais ce système n'allait durer que quelques années. En fait, on peut dire qu'il était condamné à imploser dès sa naissance. À partir de 1931 les pays allaient l'abandonner plus rapidement qu'ils n'y étaient entrés, quelques années auparavant. Dès 1925-1926 déjà, on avait commencé à observer les premières tensions entre pays.

Le retour de Poincaré au gouvernement français en 1926 allait s'accompagner d'une forte hausse des charges fiscales ainsi que d'un rapatriement des capitaux exportés pendant les années qui avaient suivies la 1re G.M. De plus, le bas taux de change du franc suite aux dépréciations passées permettait à l'économie française de cumuler des excédents commerciaux qui gonflaient davantage ses avoirs en actifs étrangers. Cela ne provoquait pas de pressions sur la valeur du franc puisqu'il n'y avait pas, à ce moment, de forte demande de convertibilité en or et que les réserves de change étaient stérilisées. À partir de 1928, par contre, les tensions allaient devenir plus évidentes puisque, à la suite de la loi du 25 juin, la Banque de France allait commencer une politique de conversion en or d'une partie de ses réserves.

La position des États-Unis n'allait pas non plus contribuer à l'harmonie du système. Sa politique de hauts taux d'intérêt et le remboursement des dettes de la part des Alliés et des vaincus de la première guerre lui assurait une source quasi constante de capitaux et d'or (Hernandez Roque, 2009). Néanmoins, ces entrées étaient systématiquement stérilisées (Aglietta, 1986, p. 70), et les hauts taux d'intérêt décourageaient les investissements à l'étranger[40].

À l'opposé des États-Unis on trouve l'Angleterre. Certes, l'étalon de change-or convenait aux intérêts stratégiques financiers de l'Angleterre. Nous avons souligné, quelques paragraphes plus haut, que la livre continuait à être la monnaie la plus utilisée dans les réserves de change ainsi que dans les opérations internationales privées. Cette particularité lui octroyait, même dans une période de difficultés comme celle de l'entre-deux guerres, une

40 Dans leur célèbre ouvrage *A Monetary History of the United States : 1867-1960*, Milton Friedman et Anna J. Schwartz (1963) centrent leurs critiques sur cette politique monétaire restrictive, comme facteur explicatif central de la crise ultérieure.

certaine flexibilité dans l'exécution de ses politiques monétaires[41]. Or, la perte du leadership sur le marché financier liée à sa position débitrice brute cumulée– position dérivée du passif en livres auprès des autres Banques Centrales – était désormais un facteur de dépendance envers les principaux détenteurs. Par conséquent, pour assurer un cadre de stabilité, il s'avérait prioritaire pour l'Angleterre de coordonner sa politique économique avec celles de ses pays voisins. Le système n'était viable que si aucun pays ne le remettait en question

e. Tensions et crise monétaire avant la guerre.

La politique de conversion suivie par la France puis par d'autres pays à partir de 1928, ainsi que la faible coopération des États-Unis, imposaient, dans ce sens-là, une tension croissante sur l'économie anglaise – obligée à suivre un parcours déflationniste – et sur le système monétaire en général. Les avoirs en or de la Banque d'Angleterre ne couvraient guère le total des actifs en livre sterling détenus par son voisin français. Or, cette évidence n'allait pas empêcher la vague de demandes de convertibilité démarrée à l'époque. Si, par exemple, on met côte à côte les données statistiques de Nurkse (1997 [1944], p. 270, et p. 283-286) et Hardy (1936, p. 93), on voit que la chute du montant des réserves de change gardées par les Banques Centrales coïncide avec la chute accélérée de la proportion du stock d'or anglais sur le total mondial. Ce ratio, qui avoisinait les 8% au début des années vingt, n'allait pas arriver à 5% en 1932, un an après l'annulation de sa convertibilité.

On ne peut pas nier cependant l'existence d'un petit degré de coopération entre pays. La période d'entre-deux guerres avait donné lieu à des initiatives internationales pour coordonner les politiques monétaires, comme il avait été prévu à Gênes. Un cas évident fut l'aide américaine à l'Angleterre, avec la hausse en 1924 de son taux d'intérêt pour soulager les pressions sur la livre et permettre à l'Angleterre de retrouver son haut taux de change de l'avant-guerre (Eichengreen, 1996). En 1927, la pression sur la livre ne cessant pas, les États-Unis allaient baisser à nouveau leur taux d'intérêt (Batchelder et Glassner, 1991, p. 20-21 ; Eichengreen, 1996, p. 96).

La coopération ne va pourtant pas se limiter au respect des règles du jeu pendant les années de majeure stabilité. D'abord, à partir de Gênes, les réunions entre les gouvernements des principaux pays vont se multiplier (Clarke, 1967 ; Frieden, 1994). Certains de leurs résultats

41 Ce n'est pas pour rien que les britanniques Hawtrey et Keynes, très actifs dans la conférence de Gênes, étaient partants pour cette alternative ce qui, par ailleurs, et comme il a déjà été indiqué, ne pose pas de problème d'incohérence par rapport à leur positionnement théorique.

sont visibles dans les accords de Dawes (en 1924) où quelques pays d'Europe Centrale, dont l'Allemagne notamment, vont bénéficier d'emprunts de capital états-uniens pour reconstituer leurs niveaux de réserves précédant la guerre. Puis, en 1929-1930, lorsque les pressions furent plus fortes et les désaccords entre les pays mis en évidence, ceux-ci cherchèrent des mécanismes pour échapper à l'instabilité provoquée par les échanges d'or. Keynes (1930 [1971], p. 293-294) donne deux exemples concrets concernant la manipulation des *points d'or.*[42]

Le premier fait allusion à une situation, concernant la Banque de France et celle d'Angleterre, avec laquelle la Réserve Fédérale va collaborer indirectement. Entre les deux pays européens, la marge établie par les points d'or était assez étroite à cause de leur proximité. La distance avec New York rendait plus coûteux le transport et donc la marge entre les points. Les réserves d'or anglaises étant soumises à une forte pression, les deux pays voisins allaient trouver une échappatoire légale pour empêcher la sortie d'or sans endurcir les taux d'intérêt : tandis que la Banque d'Angleterre ne délivrait que de l'or standard, la Banque de France n'acceptait que de l'or fin. Le coût de traitement faisait augmenter artificiellement les points d'or à un niveau similaire à celui entre New York et les pays européens.

La même logique allait être suivie en septembre 1929 par le gouvernement du Canada, d'où les réserves en or partaient vers les États-Unis, pays voisin ayant de hauts taux d'intérêt à l'époque. Le Canada venait d'expérimenter une chute du niveau des exportations de blé et la détérioration de la balance commerciale accéléra la sortie d'or vers son voisin du sud. Une alliance informelle entre le Ministre des Finances et les dix grandes banques du pays allait pousser le *gold-point* d'exportation vers le bas. Le gouvernement gagna par ce biais un peu d'autonomie et, exactement comme l'Angleterre dans le cas précédent, il n'était plus obligé de rendre la politique monétaire plus déflationniste encore dans un contexte de crise.

Comme le faisait remarquer Keynes (1930 [1971], p. 256-257) lui-même, le système rendait de plus en plus manifeste le choix auquel les pays étaient soumis, entre la stabilité nationale et la stabilité internationale. En cas de tensions au sein des relations monétaires, le moyen principal de collaboration entre pays entraînait un sacrifice de la part d'un ou plusieurs d'entre eux. La manipulation des points d'or, par contre, était une façon d'échapper aux

42 Le terme *gold points* est le plus utilisé même dans la littérature non-anglophone. La traduction « points d'or » a été prise de Boyer-Xambeu, Gillard et Deleplace (1994). Ces points d'or étaient déterminés par les conditions d'exportation et d'importation d'or d'un pays à un autre. Leur existence permettaient de légères fluctuations des taux de change entre monnaies sans pour autant provoquer des flux d'or entre pays.

contraintes imposées par l'étalon-or sans pour autant renoncer *juridiquement* au système. En fin de compte, c'est le manque de respect des règles de l'étalon-or qui garantissait sa vigueur. Comme nous l'avons déjà montré à partir de l'exposition de toutes les règles qui complétaient l'étalon-or – la réduction de la couverture, la possibilité de cumuler des réserves en monnaie étrangère, etc. – ou le limitaient – le monopôle du métal aux mains de l'État, l'existence de centres monétaires, les conditions nationales à l'exportation d'or, etc. – les pays admettaient la nécessité de restreindre implicitement l'importance de l'or dans le système. Moins il était utilisé, plus les pays pouvaient revendiquer la stabilité des relations économiques sous l'étalon-or.

Ceci dit, malgré les entraves au comportement logique du flux d'or entre pays, les fortes tensions entre les politiques monétaires des pays augmentaient et mettaient en péril la viabilité de ce système. Ceci allait devenir évident à partir de 1930-1931, où les pays allaient échapper, l'un après l'autre, à l'étalon-or.

Contrairement à la situation préalable à la 1re G.M., les capitaux privés allaient multiplier les dynamiques déstabilisatrices. Dans le panorama théoriquement idyllique de l'étalon-or avant le premier conflit international, les capitaux anticipaient l'action des mécanismes prévus ce qui permettait des ajustements doux. Après la guerre, il apparut clairement que les pays ne se soumettaient pas à la discipline censée ajuster les balances (Keynes, 1925). La perte de crédibilité des Banques Centrales rendait dangereux tout rapprochement des taux de change aux points d'or[43].

L'année 1928 montre déjà des signes de détérioration économique et financière inquiétants dans quelques pays du centre européen (Kindleberger, 1973 ; Villa, 2003). Aux États-Unis, par contre, on est en plein dans une course spéculative sur le marché des titres financiers. La tentative de freiner cette tendance va se révéler infructueuse avec l'écroulement de la bourse de Wall Street à partir du mois d'octobre de l'année suivante. C'est le début d'une crise financière dans le pays, qui va condamner plus de deux mille banques à la banqueroute et affecter gravement l'activité et le niveau d'emploi états-uniens (Thomas, 1994). Les années suivantes, l'écroulement économique et financier se répandra, notamment au centre de l'Europe, où la crise va secouer le secteur bancaire de pays tels que l'Autriche, l'Allemagne, la

43 Derrière cette perte de confiance se trouvait, chez Eichengreen et Temin (2000) l'incapacité politique de mettre en place des politiques très déflationnistes notamment à cause de l'essor syndical, qui s'opposait à l'effort des capitalistes de serrer le coût du travail et la dépense sociale. Triffin (1947), se limite à faire référence à des facteurs internes, aboutissant à des « politiques nationalistes ».

France ou l'Italie (Garcia Ruiz, 1992).

En ce qui concerne l'organisation monétaire, le *biais déflationniste* décrit auparavant s'est intensifié dans les pays du centre à cause des conversions massives des réserves de change (menées surtout par la France) et précipite la disparition du système conçu à Gênes. Ceci dit, les premiers à suspendre, au moins temporairement, leur convertibilité, vont être des pays périphériques, comme l'Argentine, le Brésil et l'Uruguay (Garcia Ruiz, *ibid.*, p. 72), pour lesquels la chute de la valeur des matières premières rend insoutenable la convertibilité de leurs monnaies en or.

Le décrochage précoce (en septembre 1931) de l'étalon-or de la part de la Grande-Bretagne n'est pas si surprenant. Avec tous les avertissements reçus avant même son retour à la convertibilité dans les années vingt, le gouvernement anglais était déjà persuadé à l'époque du haut prix que son économie avait payé pour assurer le prix de l'or constant. À cela, il faut ajouter le stress que la course internationale pour les avoirs en or provoquait sur la livre. Peu de semaines avant cette date historique, la Banque d'Angleterre avait dû payer 200 millions de livres en or, environ la moitié des avoirs des agents étrangers auprès de l'institution monétaire anglaise (Keynes, 1931).

La décision unilatérale britannique d'abandonner la rigidité de l'or fut suivie, les semaines suivantes, d'une chute de la valeur de la livre d'environ 25% – de 4,86 à 3,75 dollars – et d'une sortie et dévaluation similaire de deux douzaines de monnaies nationales dont le taux de change était ancré à la livre ; notamment des monnaies de colonies de son empire, mais aussi des monnaies scandinaves et de pays de l'Europe de l'Est (Eichengreen, 1985, p. 165). Le bloc livre naissait alors, libéré de l'étalon rigide et flottait par rapport aux pays encore existants. Il s'agissait pourtant d'un flottement administré par les autorités britanniques, selon lesquelles il fallait éviter une flexibilité importante des prix relatifs entre les monnaies des grands pays (Macmillan Committee on Finance and Industry, 1930).

La sortie de la Grande-Bretagne lui permit de mettre en place des politiques économiques plus expansives et de transférer la pression déflationniste à ses partenaires. En 1934, moins de dix pays faisaient partie du régime d'étalon-or. L'Allemagne l'avait quitté en juillet 1931, quelques mois avant l'Angleterre. Les États-Unis, touchés économiquement par la chute des demandes venant des pays sortants, et affaiblis financièrement par la conversion des dollars par les autorités françaises et par la crise de son système bancaire, prirent la décision d'en

sortir deux mois après l'arrivée de Roosevelt, avec la mise en place du *New Deal*. Comme dans le cas de la Grande-Bretagne, le dollar allait se déprécier – de 20,67 à 35 dollars par once d'or – et entraîner d'autres pays dépendants[44] en dehors de l'étalon-or.

La désintégration du système de change-or et le choix de régimes monétaires différents allait donner lieu à quatre blocs monétaires : la zone dollar, la zone livre, le système de compensations bilatérales promu par l'Allemagne et le bloc fidèle à l'étalon-or, comprenant des pays du centre de l'Europe. En général, les pays abandonnant l'étalon de change-or en profitait pour aborder des politiques économiques de défense de l'activité économique nationale. Cependant, il n'existait pas de consensus entre les pays pour mettre en place des politiques expansives, ce qui encourageait chacun à prendre des mesures protectionnistes. Ce n'est pas pour rien qu'on trouve à l'époque des hausses des tarifs douaniers ou des contrôles de capitaux. La politique monétaire, et plus concrètement la dévaluation de la parité, était également utilisée comme instrument pour récupérer très rapidement des niveaux de compétitivité – en prix –, dans des politiques appelées *beggar thy neighbour* (Robinson, 1937).

Conscients des traits de guerre économique que commençait à prendre le début de la décennie, les pays vont mettre en place des initiatives institutionnelles pour approuver des politiques économiques pour l'intérêt commun. Les deux rencontres les plus marquantes de l'époque furent la Conférence de Londres en 1933 et l'Accord Tripartite entre la France, l'Angleterre et les États-Unis, en 1936 : la première ayant eu lieu juste après la dévaluation du dollar, et la seconde dans le cadre de la dévaluation du franc. C'est le musée londonien de géologie qui accueillit la Conférence de Londres, une réunion entre 66 pays, en juin et juillet 1933, en pleine Grande Dépression. Les objectifs prioritaires des pays participants étaient au nombre de trois (Aglietta, 1986, p. 75-76) : la stabilité des taux de change, la réduction multilatérale des obstacles au commerce, et la création d'un fond d'aide mutuelle entre Banques Centrales à taux d'intérêt favorables pour financer les déséquilibres temporaires des balances de paiements. Cependant, les intérêts nationaux incompatibles entre États (la mise en place d'un New Deal inflationniste aux États-Unis, la remise de la dette des pays européens, l'exigence française de retour à l'étalon-or, etc.) étaient autant de facteurs empêchant d'aboutir à un accord satisfaisant pour tous. En juillet 1933, l'échec devint évident et les pays

44 Mis à part les Philippines, la zone d'influence monétaire des États-Unis se trouvait dans le continent américain, notamment au sud et au centre, et, dans un moindre degré, au Canada.

abandonnèrent le sommet sans être parvenus au consensus rêvé.

En 1936, le cadre politique et économique était différent. La tension militaire avec l'Allemagne augmentait, les barrières économiques entre pays et les blocs monétaires persistaient, mis à part celui de l'étalon-or qui commençait s'écrouler. La Tchécoslovaquie en 1934 et la Belgique un an plus tard, cédèrent aux pressions dérivées d'un taux de change surévalué par rapport aux autres blocs, qui eux, avaient réduit la valeur de leurs monnaies dès 1931. La France résista jusqu'en 1936 : mais sa dévaluation laissait craindre le déclenchement d'une autre vague de dévaluations compétitives.

Face à cette menace, les trois grandes puissances interocéaniques – la France, l'Angleterre et les États-Unis – voulurent mettre un terme aux frictions économiques entre elles et établir des accords de base à partir desquels reconstruire les relations économiques multilatérales. Le résultat fut la signature de l'Accord Tripartite *(Tripartite Agreement)*, dans lequel les pays ne s'engageaient pas à assurer une rigidité totale du prix de leur monnaie par rapport à l'or, mais à stabiliser quand même leurs taux de change grâce à des ajustements quotidiens et des règlements réguliers en or des soldes internationaux cumulés en monnaie nationale.

C'était un retour à l'étalon-or, mais moins accusé que dans les années vingt. Tout d'abord car les encaisses légales d'or nécessaires à l'émission monétaire continuaient à chuter. De plus, la valeur de l'or disponible s'était accrue fortement lors des cinq dernières années. Trois faits historiques expliquent cette évolution positive (Piatier, 1938, p. 283-284) : l'augmentation de la production mondiale d'or, la vente massive du métal par quelques pays qui avaient quitté l'étalon-or les années précédentes et, dernier point, la dévaluation généralisée des monnaies nationales, ce qui permettait à l'or de couvrir un ratio majeur de l'émission inhérente aux relations économiques et, par conséquent, aux déséquilibres entre pays. Résultat : le stock mondial d'or était passé de 11,512 milliards de dollars en 1932 à 22,697 milliards en 1937.

La Grande Guerre, démarrée en septembre 1939 avec l'invasion par l'Allemagne de son voisin polonais, allait avoir lieu sous ce délicat accord de coopération monétaire entre les Alliés. De même que lors de la 1re G.M., les États-Unis en sortiraient renforcés, comme principale puissance économique, avec une quantité croissante de stocks d'or monétaire et une position créditrice envers ses alliés européens, dont la capacité industrielle serait très fortement endommagée.

En ce qui concerne les relations monétaires à strictement parler, et étant donné ce contexte

particulier, le *Tripartite Agreement* ne fut pas un système durable : dès la fin de l'année 1941, le Secrétaire du Trésor des États-Unis, Henry Jr. Morgenthau, avait déjà commencé des démarches pour la planification d'un nouveau système. Celui-ci avait pour objectif d'assurer l'aide financière aux alliés, de servir de base pour les futurs accords après le conflit et, finalement, de prévoir une monnaie internationale (Horsefield, 1969a, p. 12).

Section 2 : Bretton Woods, à la recherche de l'ordre... et du pouvoir monétaire

Quarante-quatre pays allaient signer les accords historiques du New Hampshire en 1944 à partir desquels se constitueraient le Fonds Monétaire International (FMI) et la Banque Internationale pour la Reconstruction et le Développement (BIRD). Certes, les débats entre les pays dans les semaines précédant la signature allaient être intenses. Toutefois, les grandes discussions avaient déjà eu lieu entre 1942 et juin 1944 ; d'ailleurs, en avril 1944, de nombreux pays avaient soutenu et signé la déclaration conjointe *(Joint Statement)* qui indiquait les grandes lignes sur lesquelles les pays étaient en accord ou en désaccord. Lors de la conférence, en juillet 1944, les discussions sur les points basiques étaient déjà avancées et la structure du nouveau système était largement définie.

Bien que les propositions fussent nombreuses à l'époque, nous n'aborderons dans ce point que la confrontation des deux principaux positionnements : celui de la Grande-Bretagne, sous la direction de John Maynard Keynes et celui des États-Unis, dont la délégation était dirigée par Harry Dexter White. Nous justifions cette démarche par quatre raisons principales. D'abord car la discussion était, dès le début et de manière consciente (Horsefield, 1969a, p. 54), presque monopolisée par ces deux pays. Ensuite, car nous voulons mettre en avant la cohérence qui existe entre l'évolution des schémas proposés par ces deux représentants et leurs interprétations et expériences dans les affaires monétaires internationales. L'objectif de cette partie sera également de montrer que, mis à part leur cohérence théorique, chacun des plans obéissait aux intérêts stratégiques nationaux spécifiques des nations qui les soutenaient. Et en dernier ressort, la comparaison entre les deux approches nous servira, plus tard dans notre recherche, pour mieux analyser les formes de relations monétaires actuelles et les alternatives présentées.

L'enjeu de cette partie, pourtant, n'est pas de présenter chaque point des très longues et très nombreuses discussions – privées et publiques – entre américains et britanniques. Nous ne

toucherons guère ni aux aspects concernant l'aide à la reconstruction – discutés notamment dans la commission de la BIRD – ni aux nombreux détails sur la nature du FMI. Notre objectif est d'aborder la question de la forme monétaire que chacun des deux pays – la Grande Bretagne et les États-Unis – envisageait pour la dynamique d'accumulation de capital international. Autrement dit, quel mécanisme était prévu pour fixer le prix relatif entre monnaies ? Comment les agents accéderaient à la liquidité internationale ? Ou quel instrument fixer pour garantir le règlement des déséquilibres entre pays ? À partir de notre analyse finale sur la nature des accords de Bretton Woods, nous pourrons comprendre la raison d'un système dont les conséquences continuent de marquer l'actualité monétaire d'aujourd'hui.

a. Keynes et White, mêmes défis, mécanismes différents

La pensée économique de Keynes est l'une des plus riches et complexes parmi les économistes les plus réputés. Pour certains, dans cette complexité, on peut trouver des arguments avancés par Keynes qui se contredisent entre eux.[45] Toutefois, en ce qui concerne la question monétaire internationale, ces possibles contradictions répondent à une évolution claire et cohérente dans sa pensée. Sa proposition de 1944 n'était pas construite à partir de rien. Elle peut être définie comme l'aboutissement d'un développement de sa théorie et de son discours à partir des phénomènes observés dans la première moitié du XXe siècle. Bien sûr, à l'heure d'analyser son raisonnement théorique, on ne peut pas faire abstraction de son devoir et positionnement politique comme défenseur des intérêts britanniques. En fait, sa posture – et l'argumentaire qui l'accompagnait – dans les débats sur l'organisation monétaire, était, à chaque époque, en lien avec les intérêts qu'il considérait comme prioritaires pour son pays. Mais, cette posture changeait aussi en fonction des défis posés par l'étalon-or international à la stabilité de l'économie internationale. Ainsi, on passe d'un Keynes des années vingt, très centré sur la recherche de la meilleure adaptation des pays – et notamment de la Grande-Bretagne – à l'étalon-or, à un Keynes des années trente, et plus encore des années quarante, qui envisage ouvertement la transition vers un système où l'or joue un rôle symbolique ou disparaît, comme c'est le cas de sa proposition finale à Bretton Woods au début des années quarante, au profit de l'émission d'une monnaie exclusivement bancaire.

Keynes d'après la 1re G.M. s'inquiétait des effets récessifs qu'une politique de déflation

45 Ceci est très bien illustré par la phrase attribuée à Winston Churchill : « If you put two economists in a room, you get two opinions, unless one of them is Lord Keynes, in which case you get three opinions » (Wapshott, 2011).

pouvait avoir sur l'activité et l'ordre social dans son pays. Comme nous venons de le voir, la décision politique, en 1925, de revenir au taux de change préalable à la guerre sous un étalon de change-or était jugée par cet économiste (1925) comme une erreur qui sacrifiait la stabilité de prix interne, et donc, les niveaux d'activité, pour aboutir à une stabilité de taux entre pays. Dans sa proposition de « *Alternative Aims in Monetary Policy* » (Keynes, 1972 [1923], pp. 173-179), deux ans plus tôt, il avait déjà manifesté ses critiques envers le retour à l'étalon international basé sur l'or, une *relique barbare*, que cela soit celui d'avant la guerre ou bien celui proposé par Hawtrey (1922) et admis finalement aux accords de Gênes. Sa proposition, pour les cas de la Grande-Bretagne et des États-Unis, était la mise en place d'une politique de contrôle du pouvoir d'achat de la livre pour l'un et du dollar pour l'autre. Selon lui, la coopération entre Banques Centrales était possible mais non obligatoire. Si la Banque d'Angleterre et la Réserve Fédérale suivaient parallèlement ce type de politique alors, une certaine stabilité pourrait être assurée indirectement.

Malgré tout, Keynes n'ignorait pas la capacité conférée à l'or pour régler les soldes finaux entre pays. Pour autant, à l'inverse du système de l'époque, il proposait que les taux des monnaies par rapport à ce métal ne soient pas fixes, mais stables et régulés, avec la possibilité de faire des réajustements hebdomadaires. De plus, conscient des problèmes qu'un grand flux international d'or pourrait provoquer sur l'ensemble du système, il envisageait deux mesures : l'établissement de points d'or plus séparés et la centralisation volontaire de l'or du reste des pays dans les deux banques citées, en échange d'un compte en livres ou en dollars.

La spirale déflationniste, latente dès la fin des années vingt mais qui démarre en 1930, allait radicaliser les critiques et propositions de Keynes concernant la réforme du SMI. L'or ruinant les efforts des pays pour assurer une stabilité des prix du crédit et du niveau d'emploi, il fallait, pour l'illustre anglais, limiter au maximum la circulation de l'or. Dans ce sens, Keynes (1971 [1930], vol. II, p. 258-270] saluait la monopolisation croissante du métal par les Banques Centrales et sa circulation de plus en plus faible entre celles-ci, au profit des actifs en monnaie étrangère.

Son aspiration finale était de remplacer les points d'or par des points auxquels les pays mettraient en relation leur monnaie contre des réserves en or dans une autorité supranationale (*ibid.*, p. 303). Malgré son opposition – plus ou moins claire à l'époque – à l'or, il affirmait que sa proposition était pleinement compatible avec l'étalon-or. Dans ce cas, la Banque

Internationale centraliserait tout l'or monétaire mondial qu'elle échangerait directement et exclusivement avec les Banques Centrales nationales[46]. Nous devons tenir compte du fait qu'en 1930 les pays (y compris la Grande-Bretagne) étaient très majoritairement ancrés sur l'or, ce qui obligeait Keynes, à un certain degré, à adapter sa proposition au contexte politique.

Dans ses textes suivants, par contre, on n'allait plus jamais trouver l'or comme moyen de règlement des soldes entre pays. En septembre 1931, quelques jours après la sortie de la Grande-Bretagne de la rigidité et convertibilité imposées à Gênes, le célèbre économiste de Cambridge s'exposait dans les journaux et à la télévision[47], soulignant les avantages de la décision du gouvernement britannique et les inconvénients pour ceux qui allaient y rester. À partir de ce moment-là, Keynes (1931) recommanda, pour les pays sortant, de viser la stabilisation de leurs monnaies et une possible mise en place d'un étalon basé sur les marchandises produites.

Son plan, *Proposal for an International Currency (or Clearing) Union*, lancé officiellement en février 1942, est un pas de plus dans l'évolution de sa pensée par rapport au problème monétaire international. Ce plan rompait avec la structure existante. Sa proposition était, en fin de compte, d'appliquer la logique bancaire observée dans la sphère nationale, sur le plan international. Les pays n'auraient plus de relations économiques par le biais de quelques monnaies nationales ou de l'or, mais à travers une simple écriture comptable dans les cahiers d'une entité supranationale (l'*International Clearing Union*, ou *ICU*). Toute monnaie aurait un taux de change fixe par rapport à une unité de compte, le *bancor*, ancrée en même temps à une quantité d'or. Cependant, cette référence serait utilisée uniquement lorsque les pays vendraient de l'or au Fond (et jamais l'inverse !), en échange d'un solde équivalent en unités de compte. Toute opération entre agents de différents pays serait enregistrée en *bancor* dans les cahiers de l'*ICU*. L'objectif de la centralisation du registre des opérations était de permettre la compensation multilatérale et de maintenir ainsi des balances équilibrées. De surcroît, pour éviter tout ajustement récessif, l'Union pénaliserait l'accumulation de soldes non seulement débiteurs, mais aussi créditeurs, au-delà d'une limite fixée préalablement en fonction de l'historique de commerce international de chaque pays.

Avec un système comme l'*ICU*, Keynes croyait répondre mieux que la délégation

46 Un système assez similaire à celui proposé par Triffin (1961) lorsqu'il pronostiquait la crise du Dollar.

47 Sur *Youtube* (https://www.youtube.com/watch?v=U1S9F3agsUA) circule une intervention de Keynes à la télévision anglaise dans laquelle il se réjouit, en 1931, des bénéfices économiques que l'abandon de l'étalon-or est censé avoir sur la Grande-Bretagne.

américaine, aux huit grandes exigences qui devaient être faites au nouveau système (Horsefield, 1969a, p. 27) :

une monnaie internationale qui rende inutiles les balances bloquées et les compensations bilatérales ;

une méthode consensuelle pour déterminer les taux de change ;

une quantité de monnaie internationale indépendante de l'or et modifiable par l'ICU ;

un mécanisme stabilisateur qui incite à la prise de mesures dans les pays en déséquilibre de paiements ;

un plan pour garantir un niveau adéquat de réserves pour chacun des pays après la guerre ;

utiliser les hauts excédents au profit de l'intérêt international et pour l'assistance technique des économies en difficulté);

une institution centrale pour aider et supporter d'autres institutions financières ;

la garantie de stabilité, même en cas de problèmes externes, pour chaque pays ayant des politiques économiques prudentes.

Opposée à la proposition de Keynes, la délégation des États-Unis répondit avec le plan White. Son ingénieur était Harry Dexter White, assistant du Secrétaire du Trésor américain Henry Morghentau Jr., et chargé des négociations pour ce pays. De même que dans le cas de Keynes, le plan défendu par White n'est compréhensible qu'à la lumière de son parcours dans les débats monétaires et financiers de l'époque et de sa responsabilité en tant que défenseur des intérêts stratégiques américains. Évidemment, on ne dispose pas, dans le cas de White, d'un travail littéraire aussi vaste que celui de Keynes. Mais son parcours professionnel dans l'administration américaine est assez riche pour nous permettre de faire un bilan de son approche des questions monétaires internationales.

Son intérêt pour les affaires monétaires internationales était évident dès le début des années trente, lorsque l'Université de Harvard publia sa thèse sur les comptes internationaux de la France (White, 1933). En 1935, un an après son intégration dans l'équipe du *Treasury,* son *Recovery program : The International Monetary Aspect* envisageait un scénario de stabilité des taux de change entre les principales monnaies. C'est à partir de cette recherche qu'il

participe aux négociations avec les anglais dans le cadre des accords de Londres un an plus tard (Boughton, 2006). Sa participation à des débats sur les enjeux monétaires internationaux des américains va se multiplier : plan Morgenthau pour l'Allemagne après la guerre, *US Exchange Stabilization Fund*… Or, ce qui marque le plus White dans son ultérieure rédaction du plan international est sa participation à la configuration d'une Banque Inter-Américaine. Celle-ci était censée assurer, entre autres objectifs, une stabilité des taux de change et de paiements, ainsi que les fonctions typiques d'investissement des banques.

Le premier plan élaboré par White pour le plan international date de fin 1941, lorsque le Secrétaire du Trésor lui demande de faire une proposition de stabilisation monétaire, afin de pouvoir la présenter aux pays alliés. Cette première version officielle – *Preliminary Draft Proposal for a United Nations Stabilization Fund and a Bank for Reconstruction and Development of the United and Associated Nations* – allait beaucoup ressembler à la version finale des accords, au moins dans les traits basiques de l'architecture monétaire présentée. En effet, les deux principales institutions proposées conservaient, dans les accords finaux en 1944, presque le même nom et les mêmes objectifs. Le Fond de Stabilisation serait chargé de la stabilité des taux de change et des paiements entre pays dans un cadre de réduction des barrières au commerce et aux capitaux. La Banque, elle, serait dédiée à l'octroi de crédits à long terme aux pays alliés pour l'investissement et la reconstruction après la guerre.

Le plan construit par le représentant américain n'entraînait, pour la structure monétaire héritée de Gênes, aucun changement structurel. Le paiement était réalisé par des monnaies nationales acceptées dans la sphère internationale et la compensation finale pouvait être faite par le biais d'échanges d'or. L'or continuait à être, chez White, le meilleur moyen pour le règlement des soldes internationaux :

« *[Gold] constitutes the best medium in which general purchasing power may be stored or saved […]. With adequate gold holdings, a country can permit its outpayments to be greater than its inpayments for a long period of time without being forced to attempt to raise foreign funds […] Gold holdings constitute one of the effective cushions for insulating the domestic economy from the adverse repercussions of economic changes abroad* » (White Archives, 4 Août 1942, p. 4-5, 12)[48].

48 Référence prise de Steil (*ibid.*, p. 384).

Le Fonds, contrairement au plan Keynes, ne centralisait pas les paiements entre pays mais devait garantir un scénario où les pays disposeraient d'une liquidité constante et stable. Donc il n'existait aucun mécanisme de compensation multilatéral et automatique de soldes. Sans le Fonds de Stabilisation on ne peut pas comprendre la logique historique de la proposition de White. Les alternatives pour construire un cadre de stabilité monétaire et financière après la 2e G.M. étaient censées introduire des modifications pour faire face aux difficultés que les pays n'avaient pas su affronter avec le système d'entre-deux guerres. Dans ce sens-là, du fait de sa ressemblance avec le système de l'entre-deux guerres le système de White aurait pu être refusé par la communauté internationale.

Cependant le pouvoir octroyé par la proposition de White au Fonds pour mener une coordination monétaire à un niveau international était le trait distinctif qui marquait la différence par rapport au système de 1922. Étant donné l'incapacité réelle des pays pour coordonner leurs politiques, le pouvoir octroyé au Fonds devait influencer les comportements et contrecarrer toute tendance vers la déstabilisation générale.

Or, les américains craignaient le retour à un scénario comme celui d'avant la Deuxième Guerre Mondiale, où le manque de coopération avait accéléré la chute de l'étalon-or international et multiplié les pratiques nationalistes dans la sphère commerciale et des capitaux d'investissement.

Pour éviter cela, indiquait White, le Fonds devait surveiller et coordonner les politiques macroéconomiques des pays et garantir des outils de liquidité en cas de besoin de la part des pays. Son régime d'organisation interne de type contributif entre les pays, déterminant leur accès aux instruments de sauvetage et leur poids dans la prise de décision, était radicalement différent de celui de l'Union Internationale de Keynes, plus démocratique et distributrice de liquidité en fonction d'un quota.

Pour retourner au multilatéralisme et fomenter le développement économique, White considérait que les pays devaient assurer leur retour à la convertibilité le plus rapidement possible. Pour cela, il proposait de fixer un délai d'un an pour que tous les pays intégrants abandonnent leurs restrictions sur l'échange de leur monnaie. Mais en même temps, dans sa première présentation envoyée en avril 1942, il montrait sa préoccupation envers les difficultés subies par les pays et admettait la nécessité de mettre en place des mécanismes de

contrôle de capitaux. Il considérait que le Fonds pouvait être un bon outil pour cela, en coordonnant la mise en place d'instruments de contrôle multilatéraux, plus efficaces et moins coûteux que les essais unilatéraux menés par les pays. Cette posture, coïncidant avec celle de Keynes (Williams, 1943), allait être reflétée dans les accords finaux de juillet de 1944.

b. La confrontation des positions : les intérêts géopolitiques dévoilés

À travers ce balayage du contexte historique, et notamment des événements économiques ou militaires passés ou de l'époque, nous avons pu vérifier que chacun des deux projets avait sa propre justification à partir de l'identification de réformes nécessaires à mettre en place. Cependant, la discussion Keynes-White ou Angleterre-États-Unis allait avoir, au-delà des raisons théoriques, une signification géopolitique de dimension historique. Il s'agissait de consolider officiellement et par le biais de l'établissement de nouvelles règles monétaires, un nouvel ordre monétaire mondiale, et par conséquent, de négocier la place des puissances dans l'économie internationale.

La Grande-Bretagne venait de confirmer, avec sa sortie de l'étalon-or en 1931, le déclin définitif de sa position hégémonique mondiale. De plus, les efforts militaires entrepris à l'époque pour faire face à l'Allemagne nazie laissaient penser que l'on n'était pas encore arrivé à la fin de la décadence de l'Empire britannique. Sur le plan monétaire et financier, sa position de domination se limitait à une zone intégrée par des pays ou colonies qui restaient encore sous l'influence de la livre [49] et au fait que la livre était encore la première monnaie utilisée comme réserve internationale (Triffin, 1961, p. 59). Ceci dit, son déclin était déjà visible par la perte significative de réserves d'or dans la Première Guerre Mondiale et la demande de conversion massive de livres sterling avant la Seconde Guerre, de la part de pays créanciers. Après la Seconde Guerre Mondiale, son stock d'or était encore plus faible tandis que ses dettes auprès des agents extérieurs équivalaient à 288% des exportations totales du Royaume-Uni (*ibid*). En même temps, un retour aux contraintes imposées par l'étalon-or aurait entraîné le risque de retomber dans des politiques de type récessives et la reconnaissance institutionnelle du pouvoir américain dans les relations monétaires.

Le pays nord-américain, à l'inverse, était le détenteur des deux tiers du stock au Fort Knox après la guerre et jouait un rôle de créditeur mondial. En fait, dans le contexte de la 2e G.M.,

49 Keynes voulait rendre compatible son plan de compensation multilatérale avec l'existence d'une zone dollar et une zone livre sterling dans lesquelles les pays intégrants pourraient continuer à faire des opérations en monnaie centrale (dollar et livre).

l'administration états-unienne prêtait d'importantes ressources aux Alliés par le biais de la signature du *Lend-Lease Program* (programme Prêt-Bail, en français). Accepter, dans ce moment historique-là, un système comme celui de Keynes aurait pu être vu comme une double attaque aux intérêts stratégiques des États-Unis.

Une première attaque à la souveraineté du pays résidait dans la gestion de son excédent prévue par l'Union de Compensation. Celle-ci l'« invitait », en tant que très possible créditeur dans les années suivantes, à dépenser ses excédents au-delà d'un montant limite, sous menace soit de devoir payer un intérêt pour ceux-ci, soit de devoir modifier son taux de change ou encore que l'Union intervienne dans l'économie nationale. L'administration américaine considérait qu'avec ce fonctionnement les États-Unis deviendraient la *vache laitière* des pays déficitaires, et notamment de la Grande-Bretagne (NY Times, 1943 ; Gnos, 2006, p. 136).

Deuxièmement, reléguer l'or à une place secondaire – en tant que référence finale de la valeur du *bancor* – permettait à Londres de ne pas reconnaître aux États-Unis la place de centre monétaire et financier mondial, comme l'avait été le système financier anglais jusqu'à la 1re G.M. Comme nous avons pu le voir dans la description de l'étalon de change-or du XIXe et du début du XXe siècle, un grand stock en or ne fournissait pas seulement une capacité de paiement mais celle de centraliser les capitaux internationaux en échange de l'émission de titres en monnaie nationale du pays qui gardait le métal. Le désir des États-Unis était de profiter de cette asymétrie et de devenir un centre de canalisation des flux.[50] La création d'une unité de compte supranationale, pourtant, supprimait cette asymétrie. Sur cet aspect, il y avait une opposition claire entre plans ; par conséquent, si l'objectif était d'arriver à un accord, les deux parties étaient obligées de faire des concessions l'une à l'autre.

White n'oubliait pas que le dollar ne serait important que si sa convertibilité était assurée. Steil (2013), à travers un parcours dans la correspondance postale et les témoignages écrits des réunions entre les deux délégations, montre quand même que la délégation américaine avait intérêt, dès le début des discussions, à placer le dollar à côté de l'or dans la rédaction finale. « *White wanted gold to equal power and the dollar to equal gold* » (*ibid.*, p. 173). Le fait d'avoir la majorité de l'or monétaire aurait déjà été, sous les règles de l'étalon de change-or, une garantie du pouvoir économique états-unien et un soutien à l'essor du dollar sur la

50 L'objectif des États-Unis n'était seulement d'imposer le dollar comme monnaie internationale, mais aussi d'empêcher la mise en place d'un mécanisme de compensation multilatéral à l'intérieur de la Commonwealth. Pour cela, ce pays allait utiliser les chantages sur la continuité du programme de Lend-Lease pour un rapport de forces plus favorable. Voir l'essai intéressant que De Cecco (1979) a écrit sur ce point.

scène monétaire internationale. Mais institutionnaliser l'équivalence entre sa monnaie et l'or comme référence d'ancrage du reste des monnaies– toujours sous promesse de convertibilité – s'avérait un point stratégique pour conférer au dollar un rôle de moyen de paiement international similaire à l'or.

White devait trouver des points d'accord avec Keynes, sans pour autant négliger sa stratégie. Ainsi, lors de la version du 11 décembre, White répondait à la proposition de création du *bancor* par l'introduction d'*unitas* dans son plan. Ce n'était pas un véritable rapprochement avec les postures de Keynes, puisque les *unitas* n'étaient qu'une mesure de comptabilité des bilans au sein du FMI et non pas une unité de compte créée *ex-nihilo* pour l'échange. Ainsi, malgré l'introduction de l'*unitas*, la proposition de White de construire un système de *gold-convertible exchange*, restait inchangée. Cependant, la volonté de Keynes de donner au terme *unitas* la signification que le *bancor* avait dans son propre plan, obligea finalement White à écarter cette idée des discussions, afin de réorienter le débat vers sa proposition. Le terme de *unitas* fut effacé par la délégation américaine dans les brouillons suivants.

La délégation britannique ayant échoué dans son objectif de rendre au Fonds de Stabilisation la capacité de créer et gérer une unité de compte, elle se mit progressivement à critiquer et négocier les termes du système de change-or proposé par les américains. L'un des enjeux principaux des discussions pour les britanniques était de ne pas revenir à un système qui imposerait des mesures récessives à un pays. Le plan de Keynes était théoriquement prévu contre ce *biais déflationniste.* Le plan de White, par contre, et malgré la nouveauté du Fonds de Stabilisation, ressemblait à celui qui avait condamné l'économie de l'Angleterre à la stagnation vingt ans auparavant. C'est pour cette raison que la délégation britannique allait montrer un intérêt spécial pour la modification de quelques points du Fonds conçu par les américains.

Le premier de ces points était l'absence de mécanismes qui encouragent les pays créditeurs – notamment les États-Unis – à équilibrer leurs balances courantes. Les représentants britanniques n'étaient pas les seuls à exiger une coresponsabilité de la part de ces pays. À cela les américains répondaient que l'accumulation d'excédents dans leur balance courante n'était pas forcement de leur fait. Il pouvait s'agir d'un déséquilibre temporaire, saisonnier, ou d'un manque d'attractivité des produits exportés par les importateurs nets. Ils considéraient donc

qu'aucun mécanisme ne devait les obliger à acheter ce qu'ils ne voulaient pas (Hudson, 2003, p. 151). Au cours des négociations, une clause de « monnaie rare » *(scarce currency)*[51] fut proposée, grâce à laquelle les pays pourraient établir des mesures discriminatoires contre un pays dont la monnaie ne serait pas disponible dans le Fonds de Stabilisation. Toutefois, la possibilité de mettre en application cette clause allait être très limitée dans la version définitive des accords signés à Bretton Woods. Les États-Unis acceptaient que le Fonds, dans une situation de possible *scarce currency* d'une monnaie nationale, rédige un rapport – avec un représentant du pays concerné parmi les rédacteurs – et le rende public.

Un autre point de discussion était celui de la capacité d'un pays d'altérer unilatéralement le taux de change de sa monnaie par rapport aux autres et, par conséquent, par rapport à l'or. Keynes envisageait un système dans lequel les pays pourraient assurer un certain degré d'autonomie de leurs politiques monétaires et qui incluait la capacité souveraine de dévaluer la monnaie nationale. Cette vision s'opposait au système plus rigide envisagé dans le plan des américains, lesquels redoutaient un possible retour aux politiques de dévaluation compétitive de la décennie précédente. Chez White, la modification des taux entre monnaies devait être une décision exclusive du Fonds. La rédaction finale allait permettre de trouver un équilibre entre les deux approches, en permettant un flottement de 1% sur le taux de référence et l'initiative des pays pour proposer des variations de ce taux, tout en confiant la décision ultime au Fonds.

La structure proposée par les américains une fois acceptée, l'objectif de placer le dollar au cœur de l'architecture monétaire mondiale devint plus accessible. D'un point de vue pratique, le fait de détenir la plupart de l'or octroyait à la monnaie américaine une position importante. Mais White allait attendre la veille du sommet pour institutionnaliser cette supériorité. Il allait le faire grâce au terme de *gold-convertible exchange*, utilisé comme référence pour fixer les taux de change des différentes monnaies. Steil (2013) relève dans son ouvrage trois occasions où White fut sollicité, soit directement par Keynes soit indirectement par les délégations anglaise et américaine (la première semaine d'octobre 1943, et les 3 février et 28 juin 1944), pour donner une définition de ce terme. Le dollar étant à ce moment-là la seule monnaie qui pouvait assurer sa convertibilité en or, Keynes craignait que White n'en profite pour donner au

51 L'origine de cette clause n'est pas évidente. Cependant, il était clair que la *scarce currency* concernait très spécialement les États- Unis. Cette évidence était même admise dans ce pays, le premier à introduire la clause. Selon Horsefield (1969a, p. 45-46), parmi les hauts cadres administratifs américains, préoccupés par la possibilité d'une absence de dollars dans le marché international, s'était répandu le jeu d'esprit « $carce ¢urrency » pour faire référence à cette possible situation.

dollar un statut spécial. White avait déjà essayé, dans ses premières discussions avec Keynes, de placer le dollar comme instrument comparable à l'or. En fait, on peut trouver dans son premier brouillon une similitude entre l'or et le dollar lorsqu'il explique les avantages de l'or comme moyen de paiement final : « In peace time nothing could be simpler than to send or receive gold, or send or receive dollar or other exchange convertible into gold » (Horsefield, 1969b, p. 79). La crainte de Keynes se révéla fondée à partir de juin 1944, un mois avant la conférence, lorsque les négociateurs américains proposèrent le terme *gold-dollar* pour remplacer le *gold-convertible currency.* Le représentant britannique, opposé à cette distinction, proposa le terme alternatif *monetary reserves* (Steil, *ibid.*, p. 195). Finalement, lors de la conférence, argumentant par des avantages techniques (*Bretton Woods Commission I*, 1944, 13 juillet, p. 27-28 [52]), les états-uniens réussirent à faire passer, sans opposition[53], le dollar dans l'article IV, comme une référence similaire à l'or (*Bretton Woods Commission I*, 1944 ; 14 juillet, p. 25). Désormais, la valeur des monnaies devait se rattacher à un taux fixe par rapport au métal mais aussi par rapport à la monnaie américaine. White avait réussi à assurer une place centrale au dollar dans le nouveau SMI. L'administration américaine devait s'inquiéter d'assurer sa convertibilité, tandis que les autres gouvernements devaient garantir non seulement le taux fixe par rapport à l'or mais aussi par rapport[54] à la monnaie américaine.

Nous supposons, en accord avec Mikesell (1994, p.59), que la puissance américaine, bénéficiant d'un soutien en forme de réserves métalliques dans la Réserve Fédérale à son point historique le plus haut, considérait comme fortement improbable un déficit de la balance de paiements tel que celui qui survint à partir des années soixante, et plus improbable encore un déficit courant comme celui des années soixante-dix. Aucune menace ne pouvait, à l'époque, provoquer de tensions sur la convertibilité en or et obliger à dévaluer le dollar.

En ce qui concerne l'Angleterre, le nouveau plan ne correspondait absolument pas à ses exigences. Malgré l'apparente satisfaction de Keynes devant la Chambre des Lords (Bernstein, 1984), la perte du pouvoir de la livre, qui était déjà évidente pendant la guerre, allait s'accentuer dans un système où le rôle central du dollar était institutionnalisé, où les réserves en or assuraient une capacité d'agir dans le marché mondial et où la charge de l'ajustement retombait sur les pays déficitaires.

52 Les transcriptions des réunions – du 3 au 20 juillet – sont disponibles sur Schuler et Rosenberg (2012).

53 L'absence de Keynes – qui devait diriger la réunion concernant la création de la Banque – dans ce comité, est sûrement l'une des explications de la facilité des étasuniens à faire passer l'article IV définitif.

54 Nous expliquerons, lors du développement du cadre théorique, les conséquences pratiques que cette structure asymétrique entraîne sur la politique monétaire.

Section 3 : Développement économique et les rigidités de Bretton Woods : le réveil du fantôme de l'instabilité monétaire internationale

La période qui va des années 40 à la fin de la convertibilité est réputée pour avoir fourni à l'économie internationale une stabilité des taux de change. La période commencée à partir des années 1970, par contre, est censée avoir enfoncé les pays, soudain, dans un régime de forte volatilité du taux de change de leurs monnaies. Nous préférons nous distancier de ce discours aux accents de bipolarité, relativiser les deux scénarios et montrer une progressivité entre les étapes. En fait, selon notre analyse, le scénario démarré dans les années 1970 ne peut être expliqué qu'à partir des tensions provoquées dès les années 1950 par la réussite initiale des accords de BW, ainsi que par les symptômes d'épuisement observés dans les 60s.

L'organisation monétaire semblait compter sur une forte stabilité fournie par l'étalon or et par les mécanismes de surveillance et de sauvetage mis en place par la communauté internationale. Or, comme nous le montrerons dans les lignes qui suivent, l'évolution logique du système – d'abord dans un contexte de prospérité économique internationale, puis avec une détérioration de ce contexte – les rigidités initialement imposées allaient être de moins en moins soutenables sans toutefois mettre en péril la continuation du paiement en devises entre zones monétaires. Face aux interprétations qui mettent l'accent sur l'importance théorique de l'annonce officielle de la fin des rigidités, nous observons que cet éclatement se produit, *de facto*, très lentement au fur et à mesure que l'économie internationale cumule des tensions et s'approche des années soixante-dix.

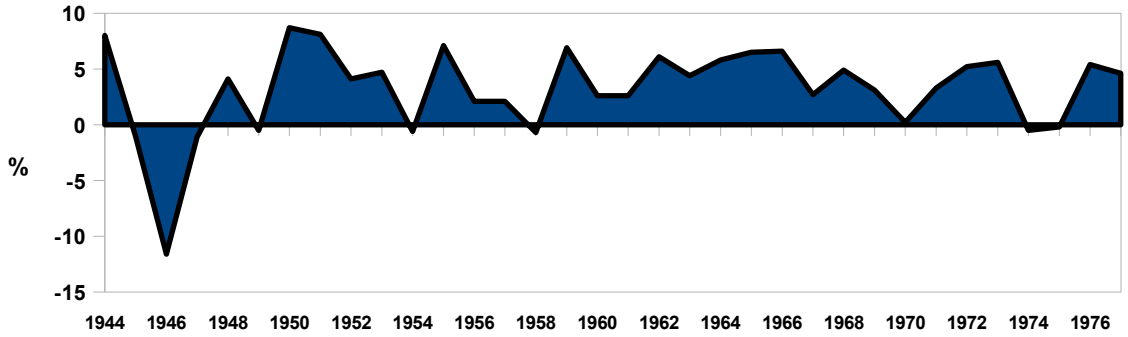
a.« L'Âge d'Or » ou le début de la fin de l'étalon or

Les deux premières décennies qui suivirent la signature des accords de Bretton Woods marquèrent une époque d'apparente stabilité monétaire et de net progrès économique des pays capitalistes, et ce malgré la crise qui éclata à la fin des années 1940. C'est ce qui justifia l'appellation de cette période : « l'âge d'or du capitalisme ». Les caractéristiques observées au sein du mode de production qui se généralisait alors ont amené une partie des économistes à nommer cette ère : « l'époque fordiste ». Le terme, bien que peu connu au début du 20ème siècle fut popularisé par la critique formulée par Antonio Gramsci (1971 [1934]) à l'encontre du modèle de société américain qui émergeait à partir du mode de production développé originellement dans les usines du secteur de l'automobile du grand entrepreneur Henry Ford.

Le terme *fordisme* n'est pas qu'un mode de production, c'est aussi un mode de régulation reposant sur des institutions concrètes[55]. Cependant, il a été étroitement lié au mode de production *tayloriste*. Ce dernier était basé sur la production à la chaîne avec une séparation nette entre les processus de *design* et innovation et celui de la production, et la division et sous-division des taches exécutives sur la base d'une organisation scientifique du travail. À ce modèle, Ford allait ajouter deux principes : la détermination du rythme de travail par les machines et la rémunération à la journée du travail effectué.[56]

Le mode de production se diffusant au cours de l'après-guerre, la grande conflictualité résultant d'une forte organisation ouvrière aboutit à un double compromis salarial (Boyer et Durand, 1993, p.13-14) : il associe acceptation de la rationalisation et de la mécanisation et institutionnalisation d'une formule salariale garantissant une progression du niveau de vie plus ou moins en ligne avec la dynamique de la productivité[57].

<u>Graphique 2.1</u> : Taux de croissance annuelle de 1944 à 1977 (en dollars constants de 2009) aux États-Unis



Source : Élaboration à partir des données de la FRED Graph Observations (Federal Reserve Bank of Saint Louis).

Il a existé une grande quantité de formes nationales dans la période de régulation fordiste, certes ; mais une caractéristique générale était la participation de l'État non seulement en tant que garant du dialogue social, mais aussi directement dans l'économie. Menacés par

55 Pour plus d'information sur le fordisme, voir par exemple, Aglietta (1976) ou Boyer (1987)

56 Le salaire par jour cherchait à prévenir des risques de grèves, de l'absentéisme et d'autres variables qui touchaient négativement la production, et assurer ainsi une offre de main d'œuvre constante qui rende efficace les processus de production à la chaîne.

57 Une croyance est répandue selon laquelle Henry Ford payait volontiers un salaire élevé (le fameux '$5 day') à ses employés afin qu'ils puissent acheter les voitures qu'ils produisaient. Des auteurs tels que John Bellamy Foster (1988) expliquent, au contraire, qu'il prit cette décision à partir de 1914 à la suite des tensions avec ses ouvriers et afin de lutter contre la menace de syndicalisation et fuite des ouvriers.

l'attractivité du message socialiste des voisins soviétiques, les cadres politiques cherchaient à assurer une stabilité avec un niveau de plein emploi et une inflation douce ainsi que l'approvisionnement d'une série de services sociaux basiques. La production de masse s'accompagnait de la consommation de masse avec des taux croissants d'équipement des ménages. Étant donné les perspectives futures favorables, les capitalistes réinvestissaient leurs profits dans l'accumulation de capital fixe, ce qui contribuait à nourrir un cercle vertueux de croissance économique.

Le commerce se développait davantage non seulement dans la sphère nationale, mais aussi entre les pays. Ceci était visible dans les pays occidentaux et, dans une moindre mesure, dans les pays périphériques (Byé et de Bernis 1987, 707-715), principaux fournisseurs de la matière première nécessaire aux processus de production massive. Les entreprises transnationales (ETN) émergeaient et créaient des réseaux de commerce et d'investissement, ces derniers visant à échapper aux tarifs douaniers encore significatifs.

Dans ce scénario de forte augmentation des principaux indicateurs de croissance économique, l'action locomotrice des États-Unis, en tant que pays hégémonique au niveau économique et monétaire se révélait fondamentale. Leur position était nettement renforcée dans l'après-guerre. Ils détenaient une position créditrice envers les autres pays ayant participé directement à la guerre. En même temps, les exportations ayant explosées au cours de la période de guerre, leur industrie avait enregistré des niveaux de plein emploi presque ininterrompus. Du côté monétaire, le stockage dans Fort Knox des ¾ parties de tout le stock d'or mondial (Aglietta et Moatti, 2000, p.11), ainsi que la faible proportion de dollars dans les réserves en devises des autres pays garantissaient la convertibilité du dollar.

Cependant, la suprématie économique des États-Unis était si évidente que cela posait des problèmes à l'administration américaine : ses hauts niveaux de production n'étaient soutenables que si ses partenaires commerciaux se développaient, ce qui rendait nécessaire l'aide financière des États-Unis en tant que locomotive. En plus, la création de nouveaux antagonismes, notamment celui du bloc soviétique, octroyait au financement de l'Europe une priorité stratégique pour les intérêts géopolitiques étasuniens.

C'est pour cela que les États-Unis allaient orienter et répandre le financement du développement des pays européens, et notamment de la Grande Bretagne au moyen des

programmes d'aide.[58] Or, Hudson (2003, p. 217-27) prévient que sous la catégorie statistique d' « aides publiques », ce pays cachait une diversité d'accords – y compris de prêts – qui lui étaient directement favorables. D'une part, il fournissait directement des biens – surtout agricoles – qui étaient, en réalité, des excédents ne pouvant être absorbés ni dans le marché intérieur ni sous la forme de commerce extérieur. Par ailleurs, un grand pourcentage des transferts classés en tant qu' « aides » étaient des prêts. Cette « aide », de surcroît, était souvent conditionnée par l'accomplissement de certaines exigences. Une condition fréquente imposait l'importation de produits étasuniens. Cela supposait finalement une forme de subvention indirecte à l'exportation américaine. Une partie importante des exportations étaient des équipements militaires. À l'époque, par exemple, le *Peterson Report* (1970) chiffrait à 63% la part militaire de l'aide extérieure américaine[59].

Toute cette série d'aides de la part des États-Unis, accompagnée d'investissements directs, d'achat en dollars de titres financiers d'agents non-résidents, etc., permettait l'émergence économique internationale évoquée précédemment et le gain de poids des États-Unis dans la géopolitique internationale face à l'Union Soviétique. Cet essor se faisait pourtant au détriment de la santé de la balance des paiements américaine. Les craintes de Triffin en 1959[60] sembleraient se confirmer quelques années plus tard.

Comme nous l'avons expliqué dans le premier chapitre, la détérioration originelle de la balance américaine n'était pas centrée sur la balance courante. Au contraire, l'excédent commercial permettait, au moins jusqu'au milieu des années 60, de réduire les tensions sur la balance. La détérioration était reflétée dans l'augmentation des liquidités extérieures en dollars à laquelle les autorités américaines devaient répondre avec les avoirs en or. Block (1977, p.211) identifie quelques facteurs contribuant à cette dégradation :

> Le commerce privé, bien qu'excédentaire dans les années 1950 et durant la première moitié des années 1960, allait devenir déficitaire à cause du rattrapage technologique européen et japonais ainsi qu'en raison de l'investissement direct des entreprises transnationales étasuniennes, qui remplaçait des anciennes unités de production américaines par de nouvelles unités dans les pays de destination.

58 La Grande Bretagne et la France avaient déjà profité d'une aide significative fournie par États-Unis à ses alliés entre 1941 et 1945 dans le cadre du programme *Lean&Loan*.

59 Pris de Hudson (2003, p.221)

60 La première référence publique de Triffin à son fameux dilemme fut le 28 octobre lors d'un rapport au Comité Économique Mixte du Congrès Américaine. Ce rapport fut compris dans son ouvrage de 1961.

Les comptes publics cumulaient des déficits continus qui servaient à financer les objectifs stratégiques du pays. Non seulement les actions militaires, mais également la subvention de ses exportations ou encore l'aide publique au développement précédemment cités.

Les investissements directs à long terme, dont les États-Unis étaient une source significative, augmentaient la liquidité en dollars aux mains des non-résidents. En plus de cela, les retours obtenus de cet investissement, loin d'être rapatriés, étaient pour la plupart des cas réinvestis dans le pays destinataire.

La pratique croissante d'agents non-résidents d'emprunter sur le marché financier américain fournissait aux agents nationaux des titres et renforçait le rôle central du dollar. Néanmoins, la liquidité transférée aux étrangers rendait davantage vulnérable l'engagement des autorités de maintenir la convertibilité en or et, par conséquent, la stabilité globale des changes.

Tous ces éléments étaient des signes clairs de la centralité des États-Unis dans l'accumulation du capital d'une économie internationale en fort développement. Cependant, cette centralité rendait de plus en plus compliquée la soutenabilité du dollar sous les rigidités – d'échange en or et en monnaie étrangère à taux fixe – adoptées lors de BW. Or, il faut préciser que le pays continuait à avoir une position créditrice nette vis-à-vis de l'étranger.

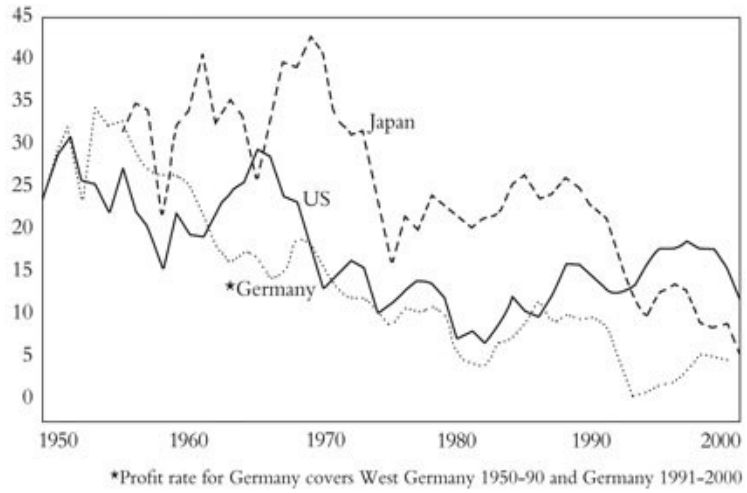
Cette compatibilité entre la position créditrice nette et l'insoutenabilité de la valeur fixe du dollar est tout à fait cohérente avec l'analyse menée dans le premier chapitre. Tandis que les États-Unis continuaient à avoir des résultats positifs (sauf quelques années) dans le compte courant, le passif extérieur cumulé continuait d'augmenter, issu des opérations financières (OFI) menés par les agents étasuniens à l'étranger. Cela mettait en évidence la difficulté croissante qui affectait les autorités étasuniennes à l'heure de gérer la liquidité en dollars dans un cadre de stabilité.

b. L'essor des mouvements financiers transfrontaliers : l'impossibilité définitive de contrôler la liquidité.

Depuis la fin des années 1960, l'époque dorée du capitalisme tout de suite après la seconde guerre mondiale montrait des signes d'épuisement. La productivité ralentissait et le modèle fordiste de production n'était plus vu comme la garantie d'une économie de plein emploi ainsi qu'une production et achat massifs de biens durables et finaux. Les taux de croissance avaient du mal à se maintenir dans les pays occidentaux, et les États connaissaient des taux élevés de

dépense publique. Derrière ce changement de panorama se cachait, pour un grand nombre d'économistes, une baisse tendancielle du taux de profit dont le minimum était atteint juste à la fin des années 1970 et au début des années 1980. Cette tendance générale à la baisse du taux de profit (Marx, 1887 [1867]) s'explique, en dernière instance, par la tendance structurelle des capitalistes à remplacer le capital vivant par du capital fixe et peut être aggravée par des facteurs conjoncturels comme une réduction du taux de plus-value.

<u>Graphique 2.2</u> : Taux de profit net manufacturier aux États-Unis, Allemagne et Japon



Source : Brenner (2006, p.7)

Plusieurs causes potentielles ont été évoquées afin d'expliquer la baisse dans cette période : un ralentissement de l'augmentation de la productivité dû à la fin d'un cycle d'innovations technologiques, les fortes exigences salariales de la part des travailleurs, la nécessité croissante de capital fixe par unité de capital vivant, etc. Bien que les arguments qui expliquent cette chute soient différents[61], une longue liste d'auteurs dont Joseph Gillman (1957), Shane Mage (1963), Thomas Michl (1988), Fred Moseley (1994), Gérard Duménil et Dominique Lévy (1993), Shaik et Tonak (1994), et plus tard, Robert Brenner (2006), ou encore Michel Husson (2009), parviennent, en utilisant parfois des graphiques, à la même idée concernant l'évolution décroissante du taux de profit au cours de cette période-là.[62]

61 Pour une synthèse des discussions entretenues à ce sujet, voir Arceo (2011)

62 Un résumé des travaux cités est réalisé par Harman (2010). Tous les graphiques qui y sont intégrés montrent la baisse tendancielle du taux de profit.

Certains d'entre eux argumentent que cette chute, parallèlement, contribuait fortement à la hausse du taux d'inflation dans les pays occidentaux (i.e ; Shaik, ibid). Le résultat final était de très faibles taux de retour sur investissements qui décourageait le processus d'accumulation du capital.

Aux États-Unis, les guerres entretenues au sud-est asiatique et en Amérique centrale au début des année 1960 avaient permis de contrecarrer temporairement la tendance structurelle. Or, à la fin de la décennie la plongée était indéniable. Le secteur financier, fortement régulé depuis la Grande Dépression, n'arrivait guère à offrir des placements intéressants pour se réfugier de la baisse de rendements réels.

Dans ce contexte, l'émergence du marché des Eurodevises offrait aux capitaux l'opportunité d'échapper au caractère strict du cadre régulateur étasunien – et européen – (Scanlon, 1971) en plaçant les titres en dollars dans des banques hors de la zone Dollar (notamment à Londres). Par exemple, le paiement d'importations depuis les États-Unis par l'agent M à l'agent X se réalise au moyen d'un virement en dollars de la banque de l'importateur M vers la banque de l'agent X (BX) dans son pays. Compte tenu de la nature de la monnaie bancaire, les dollars payés restent dans le circuit financier étasunien, probablement dans une banque commerciale américaine (BPA) qui agit en tant que partenaire habituel de la banque BX. Celle-ci réalise un dépôt auprès de BPA et augmente également son passif en s'endettant auprès de l'agent X pour un montant en monnaie nationale équivalent à son dépôt en dollars. Cela permet à la banque BX de faire de prêts à court terme à partir de son dépôt en dollars. À l'époque, la pratique de plus en plus fréquente d'opérations financières en eurodollars multipliait la liquidité internationale de nature court-termiste à travers la création de « néants habillés en monnaie » (Rueff, 1971 ; Schmitt, 1975). Selon les estimations de Morris et Little (1971), le volume du marché des eurodollars atteignait les 40 milliards de dollars, ce qui équivaut à plus de la moitié de la liquidité en forme de réserves monétaires publiques totales. Son pouvoir déstabilisateur était, donc, évident et le contrôle de cette liquidité pour assurer la stabilité du SMI devenait fondamental. Cependant, « l'offshorization » des placements financiers rendait plus compliqué cet objectif. Ainsi, par exemple, le caractère spéculateur des eurodevises semble avoir provoqué la dévaluation de la livre sterling en 1967 – en dépit de l'aide sans précédent du FMI et des Banques Centrales du G-10 (Helleiner, 1994, p.102) – et celle du franc en 1969.

c. Une transition progressive vers un SMI plus libéral

Le premier chapitre nous avait servi, entre autres, à confirmer les limites de prendre la balance extérieure nette comme indicateur principal de la balance de paiements d'un pays ; dans ce sens, nous avons indiqué, un pays peut avoir un déficit dans la deuxième compatible avec un excédent du compte courant (Triffin, 1987, p.38). En plus, nous avons conclu concernant la balance de paiements que les déficits de celle-ci manifestent une difficulté croissante dans la gestion publique de la liquidité dans un cadre de stabilité. Ceci dit, nous n'avons pas de définition alternative et, par conséquent, nous ne pouvons pas mobiliser d'indicateurs qui nous montrent la situation de la balance américaine dans les années soixante. Malgré les discussions à ce sujet[63], une inquiétude croissance envahissait les économistes et politiciens sur la soutenabilité des comptes extérieurs américains. Toujours selon l'approche développé dans notre premier chapitre, un bon indicateur serait celui de la balance de liquidité brute, calculée par Fred Block (1977, p.160) pour la période 1950-1974. Celui-ci est calculé à partir de la somme de la variation (positive) du stock de réserves en or plus la différence entre les entrées et sorties de capitaux à court terme (Petersen, 2010, p.184-185). Pour la période allant jusqu'en 1970, le pays nord-américain cumulait généralement des déficits de liquidité d'entre 1000 et 5000 dollars, soit à cause de l'augmentation de la liquidité en dollars des non-résidents, soit des transferts d'or. Cela permet d'identifier, au-delà des positions créditrices nettes du pays et de la faible variation du stock d'or dans cette période, le danger d'implosion du système, dont alertait Rueff déjà en 1971.

Contre cette dégradation, une série d'initiatives et de réajustements cherchant le calme monétaire allait être mise en place dès le début des années 1960, de façon unilatérale et multilatérale. Il ne s'agissait pourtant pas de mesures destinées à corriger l'origine des dysfonctionnements, mais à perpétuer l'organisation contemporaine des transactions monétaires internationales, tout en relâchant les tensions qui en dérivaient. Un premier type de mesures était ce que Rueff (1971, p.167) appelait des remèdes « symptomatiques ». Parmi ces remèdes, le plus significatif du point de vue institutionnel fut l'émission des Droits de Tirage Spéciaux (DTS, *Special Drawing Right*s: SDR), créés en 1969 et qui démarra au début des années 1970. Or, une petite revue des années soixante rappelle l'existence de solutions antérieures au DTS et également remarquables.

63 Voir, par exemple, le rapport de l'institut Brookings par Salant et al. (1963) ou Petersen (ibid) ou la compilation de quelques travaux de référence faite par Fellner, Machlup et Triffin (1966).

Les États-Unis cherchaient par tous les moyens à arrêter l'hémorragie de capitaux qui, sous la forme d'eurodollars et d'autres mécanismes, menaçait de plus en plus la stabilité de la valeur du dollar. Au début des années 1960, les autorités monétaires américaines se sont vues dans l'obligation d'adapter la Régulation Q afin d'offrir des rendements supérieurs et freiner la demande de convertibilité en or de la part d'autres Banques Centrales. L'*Interest Equalization Tax* (IEQ), lancée par Kennedy en 1964, décourageait, au moyen de charges fiscales, l'émission étrangère de titres dans le système financier américain. Cette politique allait continuer durant la seconde moitié de la décennie avec le durcissement des restrictions aux virements et prêts à l'étranger – ce qui permettait d'attaquer frontalement l'expansion du marché des eurodollars – et avec l'interdiction imposée en 1968 de convertir des avoirs en dollars aux Banques Centrales qui vendaient de l'or aux agents privés et qui profitaient de cette manière de l'arbitrage entre le prix établi par les autorités publiques des pays ($35 par onze d'or) et celui des marchés privés.

Les partenaires des États-Unis, victimes du problème des n-1 monnaies décrit par De Grauwe (1999) allaient également collaborer avec la puissance américaine afin d'assurer, auprès des agents privés, la stabilité du prix des monnaies entre les unes et les autres. L'une des premières alternatives était celle d'augmenter les ressources du FMI. Le recours constant des États-Unis et du Royaume-Uni aux tirages prévus par le FMI (Aglietta et Moatti, 2000, p.50) rendait impossible l'accès potentiel des autres pays à leurs financements respectifs. Pour cette raison, un ensemble de pays – réunis dans le Groupe des Dix[64] – commença à débattre dans les années 1960 autour de nouvelles formes de coopération qui devaient être mises en place en cas de besoin de financement de la part de l'un de ses membres. Les Accords Généraux d'Emprunt (*General Arrangements to Borrow*, GAB) permettaient depuis 1962 la mise à disposition, pour les pays riches en difficultés, d'un montant total de 6 milliards de dollars, cédés au FMI par chaque pays appartenant au G-10. Or, la cession d'une partie des réserves dans une période d'instabilité croissante où les pays en avaient justement fortement besoin pour assurer l'équilibre du prix de leur monnaie, ne paraissait pas très soutenable.

Vu l'insuffisance de cette mesure, une pratique encouragée fût celle des swaps bilatéraux entre Banques Centrales. En 1961, les échanges de monnaies pour un montant d'un milliard de dollars allaient aider l'Angleterre à lever temporairement les tensions sur la livre sterling. Et

64 La Belgique, le Canada, la France, l'Italie, le Japon, la Hollande, les États-Unis, le Royaume-Uni, et les Banques Centrales de la Suisse et l'Allemagne allaient former le premier G-10. La Suisse allait les rejoindre en 1962.

en 1962-1963, c'était le dollar qui allait bénéficier des échanges entre Banques Centrales et sortir indemne de la pression des facteurs spéculateurs. Dans le cas des USA, cela ne se limitait pas à un échange de monnaies. Une partie des avoirs en dollars de certaines Banques Centrales allait être remplacée par des bons – nommés les Roosa bonds[65] – non négociables mais couverts contre les risques de dévaluation (Makin, 1971). Avec l'expansion des swaps, qui en 1968, avec 10,5 milliards de dollars, allaient représenter environ 15% des réserves monétaires totales, le problème de liquidité des monnaies en danger ne pouvait être résolu – et notamment celui du dollar. Au contraire, la liquidité existante augmentait mais elle restait dans les bilans des Banques Centrales. De cette façon, les États Unis partageaient davantage avec les autres pays la responsabilité du déficit de sa balance des paiements. C'est à dire qu'il continuait à externaliser la gestion des risques d'implosion vers le reste des pays.

Le démarrage du pool d'or en 1961 allait aboutir à un résultat similaire. Témoins des tendances à la hausse du prix de l'or sur le marché privé, les Banques Centrales de huit grands pays occidentaux – les États-Unis, la Suisse, l'Allemagne, la France, le Royaume-Uni, l'Italie, la Belgique, et la Hollande – se sont mises d'accord pour coordonner des ventes et des rachats sur le marché de Londres calmant ainsi une forte demande privée qui remettait en question le taux officiel de 35 dollars l'once. Le pool vendait des quantités de métal quand le prix montait et profitait des chutes pour en acheter. Les États-Unis garantissaient la moitié de la contribution totale et l'autre moitié était assurée par les sept pays restants. De cette façon, la Banque d'Angleterre vendait de l'or sur le marché privé en échange de dollars et ne demandait à la puissance américaine que la conversion de la moitié des dollars obtenus sur le marché. La sortie de la France de ce mécanisme de solidarité allait provoquer l'effondrement total de celui-ci et l'acceptation implicite de la part des autorités monétaires participantes de l'émergence d'un marché privé de l'or, où le prix ne serait pas fixe mais dépendant des offres et demandes des acteurs privés participants.

La grande alternative finale, annoncée précédemment, était celle de l'émission des SDR. La création des SDR était censée mettre fin au risque de voir émerger un scénario de manque de liquidité international. Les modifications des accords de Bretton Woods permettaient d'octroyer au FMI la capacité d'émettre *ex-nihilo* un actif servant à remplir les réserves des pays en difficultés. La seule écriture comptable établissait une double relation de dette entre le FMI et le pays demandeur. En émettant les DTS, le FMI s'endettait envers le titulaire des

65 Ils reçoivent le nom du sous-secrétaire américain à l'époque, Robert V. Roosa

nouveaux DTS. Parallèlement, le titulaire s'endettait pour le même montant envers le FMI. Ce montant pouvait être échangé avec une autre Banque Centrale afin d'obtenir des devises. Ceci était rendu possible grâce à la valeur donnée par le FMI au DEG : 0,888671 grammes d'or, la même quantité d'or équivalant à un dollar.

Certes, la logique du système DTS était (et continue de l'être) l'élément du SMI qui ressemble le plus à une monnaie internationale à la Keynes. Le FMI y est fournisseur d'une unité de réserve, émise sous demande des Banques Centrales qui en ont besoin. Cependant, cette unité, ne pouvant être utilisée comme moyen d'échange, ne fait que garantir l'accès à une quantité de devises. Ce mécanisme peut s'apparenter davantage à une évolution du plan Gênes qu'au plan Keynes. À Gênes on envisageait la création de centres de stockage d'or qui en échange du métal fourniraient des monnaies-clé. L'accès aux monnaies-clé était, comme nous l'avons vu dans le premier chapitre, une promesse d'accès à l'or. Mais en même temps, les monnaies-clé faisaient office d'or. En ce sens, le SDR est la promesse d'accès à une quantité de devises, qui simultanément était, à l'époque, une promesse d'accès à l'or, qui de son côté était de moins en moins mobilisé. Une grande différence entre Gênes et les SDR réside dans le fait que les DTS sont fournis par le FMI, qui se soucie de maintenir les dollars américains immobilisés. En comparaison avec l'étalon change-or démarré officiellement en 1922, les SDR ont permis aux États-Unis d'avancer plus encore dans l'externalisation de la gestion du risque de déflation.

Malgré l'ambition initiale du plan, la limitation des DTS au paiement entre États, ainsi que la nécessité d'une majorité de 85% au sein du FMI pour réaliser une émission, ont empêché l'expansion de cette forme de liquidité. En fait, comme l'avait prévu Rueff (1966) en ce qui concerne le début des émissions lors des trois premières années – 9,3 milliards de dollars de 1970 à 1972 (Bénassy-Quéré, Pisany-Ferry, 2011, p.85) – cela n'avait pas du tout remplacé la très forte expansion de la dette extérieure américaine en dollars qui s'était produite au cours de cette période-là.

L'objectif implicite de toute cette série d'initiatives était de limiter au maximum l'utilisation de l'or et de calmer les demandes de convertibilité. Le but final, pourtant, n'était pas l'abandon complet du métal en tant qu'étalon international, mais plutôt sa conservation. Or, le paradoxe était finalement évident : afin de conserver l'étalon de change-or, il fallait limiter l'or en tant que moyen de paiement et de réserve et normaliser l'utilisation des devises.

Outre la convertibilité en or, le respect des taux fixes était lui-aussi en péril à cause de la hausse de la liquidité et les déséquilibres commerciaux entre pays. Les remèdes symptomatiques avaient, certes, aidé à calmer ces tensions. Ça n'allait pas empêcher pourtant la prise occasionnelle de remèdes plus violents, à savoir : le réalignement des taux de change. Déjà en 1949, à peine cinq années après la signature des accords à New Hampshire, la livre avait dû être dévaluée, incapable qu'elle était d'assurer la promesse de convertibilité en or. Trente monnaies allaient suivre cette monnaie les mois suivants. Les années 1950 furent relativement calmes en termes de stabilité du taux de change, avec les pays qui s'incorporaient doucement – les pays européens allaient le faire après leur expérience positive dans l'Union Européenne des Paiements – à la convertibilité prévue dans les statuts du FMI.

La vague de crises et de réalignements allait arriver au début des années 1960. Les monnaies allemande et hollandaise furent réévaluées en 1961, ce qui provoqua des tensions sur la livre. Après sept ans de tensions sur cette monnaie, (Eichengreen, 2008, p.126), le 18 Novembre 1967, elle subit une dévaluation de l'ordre de 17%. La France, par ailleurs, maintint son taux malgré les pressions politiques de l'année 1968. Les autorités de ce pays cédèrent une année plus tard, en décembre 1969, lorsqu'elles durent laisser tomber le prix de leur monnaie face aux pressions extérieures. Le yen, la lire, la peseta, entre autres, furent l'objet de réajustements de la part des Banques Centrales par rapport au dollar et à l'or.

En 1971, les pressions spéculatrices allaient se révéler extrêmement fortes et devenir les premiers pas évidents vers la flexibilisation qui allait venir plus tard. L'annonce la fin de la convertibilité des engagements extérieurs en or coïncidait avec le premier grand déficit courant[66]. Le but, chez Nixon, était d'éviter l'action déstabilisatrice des spéculateurs sur la valeur du dollar. Or, cette spéculation allait continuer, notamment sur le marché de change de monnaies, ce qui obligea aux pays à réagir. C'est pourquoi en décembre de cette année-là, certains pays réunis autour du G-10 allaient accorder deux importantes mesures concernant le caractère fixe des taux de change, ce qu'on connaît comme le Smithsonite Agreement. En ignorant le rôle d'intermédiaire du FMI dans la négociation, ils s'entendirent pour faire un réalignement multilatéral du taux de change – par moyen de la dévaluation du dollar et la réévaluation du mark et du yen – qui assure la convertibilité des monnaies et laisser de plus grandes marges de fluctuation – de 1% à 2'25% – par rapport aux nouveaux prix.

66 En principe, le président Nixon, dans son discours, qualifiait cette mesure de temporaire. Or, les événements ultérieurs montrent que l'engagement de la convertibilité au taux fixe de $35 n'allait plus jamais être repris.

Sous l'étalon d'échange-or, les monnaies étaient des marchandises achetées et vendues, donc avec un prix chacune exprimé par rapport aux monnaies de référence. Les mouvements de capitaux entre pays rendaient évident cette réalité et la possibilité de tensions sur les taux de change. La rigidité des taux de change observée entre un ajustement et un autre n'était pas le résultat automatique d'un SMI stable mais plutôt la conséquence d'une décision politique – plus ou moins collective – de contrôle des capitaux. En fait, une grande partie des réajustements allaient avoir lieu juste après la signature des accords de BW, époque à laquelle les pays cherchaient à fixer des taux soutenables.

Par ailleurs, Reinhart et Rogoff (2002) ont même répertorié l'existence fréquente dès ces premières étapes, de taux de change duaux et/ou illégaux, qui permettaient la flottabilité cachée des monnaies et l'influence de ces prix dans les économies nationales. Or, à mesure que la mobilité internationale du capital s'accélérait et l'engagement collectif se fendillait, la stabilité des taux devenait de plus en plus compliquée.

Si l'on fait abstraction de cet ensemble de mesures et de réajustements récurrents passés au sein du SMI entre la fin des années 1950 et le début des années 1970, la double rupture des rigidités lors de la première moitié des années 1970 – la fin de la convertibilité et la flexibilité des taux de change – peut être vue comme deux phénomènes exogènes qui ont provoqué la rupture d'un système et le passage vers un autre système. Par contre, si l'on intègre toutes ces tensions et accords dans une lecture du SMI fidèle à notre approche, la conclusion est différente. Selon nous, les annonces finales de la fin de la convertibilité, d'abord, et du début de la flexibilité des taux de change, après, n'étaient pas uniquement l'admission officielle d'une évolution du système monétaire qui obéissait à sa propre nature et ses tensions internes et dont les premiers signes datent déjà des premières années après l'accord.

De la même façon, on pourra comprendre pourquoi la fin de ces rigidités n'entraîna pas un éclatement de l'organisation monétaire mondiale mais plutôt l'acceptation d'un système qui s'était déjà doucement imposé *de facto* dès la fin des années 1950 et le début des années 1960, basé principalement sur l'utilisation exclusive de monnaies-clé dans les transactions internationales.

Conclusion du deuxième chapitre

Nous avons consacré ce deuxième chapitre à la démonstration du rôle important joué par le SMI d'étalon monnaie-clé dans l'essor du capitalisme international mais aussi les tensions que l'adoption et la normalisation de ce système a entraînées.

Dans une première section, nous avons relativisé les atouts attribués à l'or comme étalon pur dans les relations monétaires internationales et nous avons montré à quel point cet étalon était inadéquat pour soutenir l'expansion économique. C'est ce que démontre très clairement la réalité économique des pays développés dans la 1e GM, lorsque l'émission monétaire augmentait sans respecter les limites théoriques que l'étalon-or était censé imposer. Ceci dit, il n'a pas fallu attendre la 1e GM pour remarquer la place de plus en plus marginale de l'or, tant sur le plan national qu'international, en faveur de formes d'émission monétaire fiduciaires, gérées par les systèmes financiers nationaux. Dans cette transition déjà observée pour le XIXe siècle, ce métal a toujours été l'étalon de valeur des monnaies nationales, mais il a été progressivement écarté de la circulation et des opérations courantes : les banques (centrales ou commerciales) en stockaient la plupart et émettaient de la monnaie avec une promesse de convertibilité.

Sur le plan international, cela s'est traduit par une généralisation de l'utilisation des monnaies nationales entre des agents de différentes zones monétaires. Certes, celle-ci n'a pas été caractérisée par une utilisation équilibrée entre les différentes monnaies, mais par une concentration des opérations autour des monnaies des grandes puissances économiques. Dans ce sens – et à partir des considérations théoriques faites dans le premier chapitre de ce travail de recherche –, on peut constater que le système financier anglais était le centre monétaire mondial grâce à la canalisation de la plupart des flux associés aux opérations internationales non seulement de ses colonies mais aussi des pays développés.

L'institutionnalisation de ce système ne s'est produite qu'après la 1e GM, suite aux accords de Gênes, lorsque les pays ont commencé à réaliser qu'il était impossible d'envisager l'instauration d'un régime d'étalon-or pur. De surcroît, ces accords ont marqué le début d'une période de nombreuses négociations entre pays pour assurer une certaine stabilité monétaire. La 1e GM avait provoqué un bouleversement du rapport de forces entre les pays et ceux-ci allaient se rendre compte que le retour à des relations économiques internationales

normalisées dans un cadre de stabilité monétaire entraînait une énorme tâche de coordination des politiques économiques nationales, souvent incompatible avec les objectifs souverains.

À partir de cette analyse, nous pouvons également aborder l'importance des accords de Bretton Woods dans leur contexte historique. Dans ce sens, nous ne prenons pas cet accord comme un accord donnant lieu à un système innovateur mais comme un effort institutionnel remarquable pour faire une version améliorée d'un système déjà existant, mais qui intégrerait toutes les expériences en termes d'instabilités subies et de négociations – échouées ou réussies – tenues après la 1e GM. Par rapport aux négociations des années 1920-1930, on trouve trois axes qui allaient devenir les piliers principaux des accords de 1944. D'abord, en 1922 à Gênes, on rend officielle l'utilisation d'actifs en monnaie étrangère en tant que réserves monétaires des pays ; à Londres, en 1933, même si aucun accord n'allait finalement accoucher de la discussion entre les pays, il était prévu la création d'un fond qui garantirait les paiements entre pays au moyen d'aides conjoncturelles pour les pays en cas de difficulté ; et dans l'Accord Tripartite, par ailleurs, les pays s'engageaient à maintenir des taux stables et à les ajuster afin d'avoir des balances courantes équilibrées.

Malgré cette évolution dans les discussions et le perfectionnement des mécanismes de régulation accordés, nous repérons toujours la même forme basique de relations monétaires, celle fondée sur l'utilisation de monnaies nationales sur le plan international. C'est pour cela que la proposition retenue à BW, celle de White, peut être considérée comme une proposition continuiste, face à l'alternative innovatrice de Keynes. Cette dernière, défendue par la délégation britannique, aurait garanti des avantages techniques évidents[67] ainsi qu'une relation plus horizontale entre la livre, le dollar et d'autres monnaies nationales. Cependant, les efforts de la délégation étasunienne étaient orientés à occuper la place centrale que la livre avait occupé dans le même SMI. La principale nouveauté des accords de Bretton Woods, par conséquent, n'était pas une nouvelle architecture, mais l'institutionnalisation du rôle central du dollar.

Néanmoins, tant pour le dollar après BW que pour la livre dans les années 1920, 1930, et 1940, nous constatons l'existence d'une tension inhérente. La centralisation des flux monétaires entraîne une position de pouvoir face aux autres pays et, par conséquent, une relation de dépendance de ceux-ci auprès du pays centre. Mais en même temps l'accumulation

67 Une synthèse de celle-ci a été déjà présentée dans ce chapitre. Néanmoins, elle fera l'objet d'une étude plus approfondie à la fin du cinquième chapitre.

de passifs bruts – revenant sur la terminologie utilisée dans le cadre théorique – rend impossible la garantie, à long terme, d'une stabilité du prix de la monnaie nationale par rapport à l'or ou à d'autres monnaies nationales.

C'est à partir de la compréhension de cette logique que nous pouvons expliquer la disparition dans les années 1970 de toute référence officielle à un taux fixe d'or (déjà demandée par Keynes quarante années avant). Et c'est aussi dans ce sens, que nous réalisons, tant pour le cas du dollar dans les années 1950, 1960 et 1970, que pour la livre dans les années 20 et 30, que la seule solution pour assurer le taux fixe (par rapport à l'or et à d'autres monnaies) est de réduire à un minimum les opérations de vente-achat de ces monnaies. L'augmentation arbitraire de l'écart entre les points d'or, la création des SDR, le pool d'or, etc., sont toutes des mesures visant à éviter les tensions de plus en plus manifestes sur la gestion de la liquidité internationale.

Dans les années 1940 et 1950 il était possible de contrôler les taux de change grâce à la position dominante des États-Unis, aux éventuels réajustements des taux, ainsi qu'au contrôle sur les capitaux spéculatifs et le faible niveau de relations internationales entretenues juste après la 2e GM. Mais la décentralisation et la libéralisation des opérations financières rendent cette rigidité impossible sur le long terme. Nous pouvons dire donc que la période de taux fixes jusqu'aux années soixante-dix est une sorte de parenthèse historique dans un système où la façon de gérer la liquidité internationale soumet les taux de change à des pressions incontournables.

Étant donné que cette tension inhérente peut déboucher sur une crise de confiance en la monnaie-clé (avec ses évidentes conséquences systémiques), les pays occupant ces places centrales doivent constamment chercher le moyen de consolider leur position privilégiée pour pouvoir ainsi transmettre les tensions et la potentielle nécessité d'ajustement aux autres pays. Dans ce sens, dans le prochain chapitre nous pourrons constater deux phénomènes. D'une part, la mise en place par les États-Unis d'une série de mesures afin de consolider leur place centrale au sein de ce SMI asymétrique ; d'autre part, une influence croissante d'autres monnaies nationales très liée aux transformations des dynamiques d'accumulation dans la nouvelle réalité internationale multipolaire.

Chapitre 3 :
Les monnaies nationales face à l'économie globale

L'approche théorique mobilisée à partir du premier chapitre nous a fourni des outils analytiques pertinents pour constater deux choses au long de ce travail de recherche. D'abord, pour réaliser que, en dépit de l'évolution observée dans les formes de relation monétaire internationale et de l'existence de phénomènes divers (dans le temps et dans l'espace) on trouve toujours la même architecture monétaire internationale. Seconde, nous pouvons tracer des liens entre ces phénomènes au moyen d'une analyse structurelle de l'évolution du système.

Ce double constat, que nous avons pu corroborer pour le deuxième chapitre, est plus évident dans le chapitre que nous ouvrons maintenant. Lors des quarante dernières années, les transformations dans l'économie internationale ont été spécialement intenses, mais la base des relations monétaires continue à être l'utilisation de peu de monnaies-clé de façon asymétrique. En outre, nous pouvons ajouter que la prise en compte de cette architecture est incontournable si l'on veut expliquer la complexité des grandes transformations économiques des dernières décennies.

Dans le troisième chapitre, comme pour le deuxième, l'évolution des formes de relation monétaire entre agents de différents pays apparaît très liée à l'évolution de la réalité économique internationale. À partir d'une division en trois sections, nous allons focaliser notre analyse sur deux grands facteurs qui ont marqué l'économie des quarante dernières années. En premier lieu, nous allons nous arrêter sur l'étude du processus de financiarisation de l'accumulation du capital. Ça sera l'occasion d'étudier non seulement la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux, mais aussi l'ensemble de réformes institutionnelles qui ont profondément touché les formes de régulation économique sur le plan national. L'autre grand facteur, la transnationalisation des circuits d'accumulation, sera abordé dans une deuxième section, avec une revue des formes historiques d'inclusion de différentes régions à l'économie internationale et une attention particulière à l'intensification des relations économiques régionales. Les deux grands facteurs ayant été expliqués, nous pourrons évaluer les formes d'adaptation des relations monétaires aux grandes dynamiques de l'économie internationale. Ainsi, nous allons développer des catégories et tirer des conclusions

nécessaires pour la compréhension, dans le chapitre 4 et 5, de l'importance de l'architecture monétaire dans la formation des tensions et instabilités actuelles et futures.

Section 1 : *De la libéralisation financière à la financiarisation de l'économie capitaliste*

À la fin du deuxième chapitre, nous soulignions l'incapacité croissante à gérer la liquidité internationale – par les États-Unis et ses partenaires – dans un cadre de taux de change fixes. Même si la détérioration de la balance étasunienne rendait évident l'insoutenabilité du régime de changes accordé en BW, l'accord international pour y mettre fin n'allait arriver que lors de l'assemblée générale du FMI en 1976 en Jamaïque.

Avec le changement de l'article IV, les pays pouvaient désormais entreprendre la construction du régime de change que chacun croyait nécessaire[68]. Ce n'était que la construction d'un cadre juridique pour une pratique déjà généralisée depuis le début de l'année 1973, mais à partir de cette année les grandes économies nationales n'étaient plus dans l'obligation de s'engager dans la fixité du taux de change. Cela allait immédiatement ouvrir les portes aux grandes fluctuations observées entre les différentes monnaies.

Ce nouveau cadre de régulation était, en définitive, l'acceptation officielle du fait que les capitaux internationaux, grâce à une mobilité croissante, rendaient insoutenable l'effort de maintenir les rigidités des taux de change. La reconnaissance dont on parle n'était pourtant pas observée uniquement dans les arrangements entre taux de change. Elle était également visible dans le nouveau rôle octroyé aux capitaux. L'article I du règlement du FMI, inchangé depuis 1944, continuait à mettre l'accent sur la stabilité monétaire – et les mécanismes qui la garantissaient – sur l'équilibre des balances de paiement ainsi que sur le développement du commerce pour assurer des hauts niveaux d'emploi et de revenus. Or, la première section du nouvel article IV à partir de 1976 reflétait le fait que l'échange de capitaux devenait aussi important que la mobilité des biens et des services. Si l'on utilise la formulation exprimée dans le « triangle d'incompatibilités » exposé dans le premier chapitre, la nouvelle régulation continuait à respecter le sommet – du triangle – concernant l'autonomie monétaire, tandis que celui de la stabilité-fixité des changes était sacrifiée en faveur de la libre mobilité des capitaux.

68 Article IV, Section 2 : General Exchange Arrangements

Bien que sous le nouveau scénario de libre flottement des taux de change la dépréciation du dollar pût alléger la détérioration de la balance extérieure, rien n'assurait la stabilisation du taux de change de cette monnaie et son utilisation comme première devise internationale. Le capital étant à la recherche des meilleurs placements possibles dans un cadre d'inflation et de crise de rentabilité, les États-Unis devaient se battre avec d'autres pays dans le nouveau régime afin de consolider la place centrale du dollar. En Europe, par exemple, le serpent monétaire – en 1972 – et le Système Monétaire Européen – à partir de 1979 –, jetaient les bases d'un projet régional de stabilisation des taux de change sur le long terme.[69]

La réponse des États-Unis fut la mise en place d'une longue réforme institutionnelle cherchant à offrir de meilleures conditions pour la valorisation du capital. Cela entraînait non seulement une libéralisation du type d'opérations dans le marché financier, mais aussi de profonds changements de la structure et des objectifs de l'État en termes de politique économique. Et le reste des pays développés, par ailleurs, allait réagir avec des réformes similaires à partir de la fin des années 1970 et début des années 1980s.

Il est intéressant de faire une revue des événements qui illustrent ces grandes réformes, et notamment le cas des États-Unis. Cependant, notre intérêt n'est pas d'approfondir chacune des transformations, mais de voir les enjeux de celles-ci sur la configuration du SMI. À première vue, il peut sembler que certains épisodes, tels que les chocs pétroliers des années soixante-dix, ne sont pas liés à notre objectif. Or, dans ces lignes nous aspirons à exposer très clairement le lien de chaque élément avec notre objectif. Pour voir les enjeux finaux de ces transformations sur la gestion de la liquidité internationale, pourtant, il faudra attendre le cinquième chapitre pour comprendre l'intérêt de leur étude.

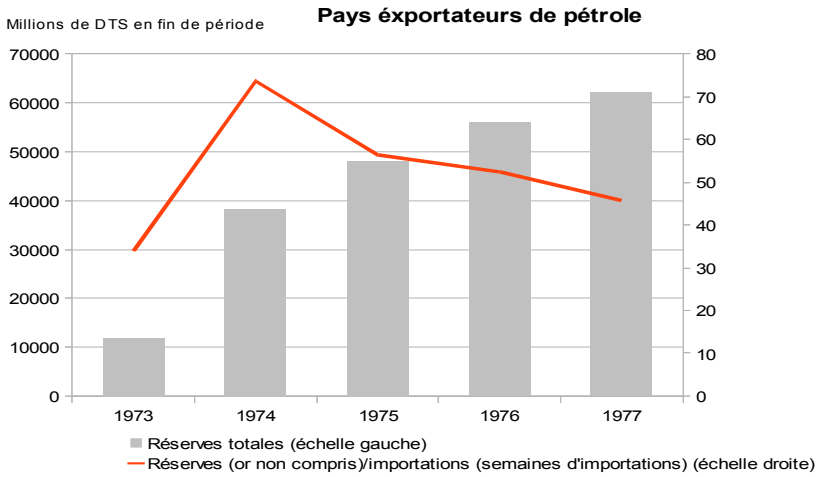
a. Les pétrodollars et la privatisation de la gestion des déséquilibres

Le 16 Octobre 1973, onzième jour de la guerre du Yom Kipur, les pays membres de l'OAPEC (Organisation of Arab Petroleum Exporting Countries) annonçaient une augmentation des prix de 3,011 à 5.,119 dollars le baril. Et le lendemain, une réduction de la production de l'ordre de 5% par rapport au mois précédent (Kapstein, 1994, p.58-60). La dépendance envers cette matière première était si forte, la montée du prix si spectaculaire, que cela provoqua un déséquilibre des balances courantes et obligea chaque pays à mettre en place différents mécanismes afin de surmonter un tel choc.

69 Ce phénomène d'intégration sera abordé dans le prochain chapitre.

Les pays de l'OPEC (Organisation of Petroleum Exporting Countries, OPEP en français) allaient atteindre, entre 1974 et 1976, un surplus de 140 milliards de dollars (Kapstein, ibid, p.63), alors qu'en 1973 ce chiffre n'était que de 3,5 milliards. Les réserves monétaires n'allaient pas cesser d'augmenter dans les années suivantes ; or, à partir de 1975, les importations de certains pays – ceux à une forte capacité d'absorption – allaient exploser, ce qui permettait de contrecarrer partiellement la hausse historique de leurs recettes extérieures.

<u>Graphique 3.1 :</u> Réserves totales et réserves sur niveau d'importations pour le groupe de pays exportateurs de pétrole (selon le classement fait par les IFS)



Source : Élaboration propre à partir des données du IMF (International Financial Statistics, IFS)

Dans les pays appartenant à l'OCDE, importateurs nets de pétrole, la hausse généralisée des prix et la détérioration des opérations courantes étaient inévitables. Ainsi, comme l'illustre le tableau 3.1, l'ensemble des pays membres passa d'un excédent total de 2'5 milliards de dollars en 1973 à un fort déficit de 33 milliards l'année d'après. Cette détérioration n'était pas également distribuée parmi le pays : elle toucha plus fortement des pays comme la France et d'autres petits membres de l'OCDE que des puissances importantes comme l'Allemagne, le Japon voire même les États-Unis. Après ce phénomène, un grand effort fut fait par ce groupe de pays pour rééquilibrer leur balance extérieure. Pour les sept pays les plus industrialisés, l'amélioration de la balance courante fut plus évidente : alors qu'en 1974 le déficit de leur balance courante était de 20 milliards, en 1975 et 1976 ils avaient des balances plus équilibrées, avec un excédent de 5'6 et un déficit de 9 milliards respectivement (United States Government, 1977).

Tableau 3.1 : Balances courantes de l'OCDE, OPEP et d'autres pays (milliards de dollars)

Groupe de pays	1973	1974	1975	1976[1]	1977[2]
OCDE	2,5	-33	-6,5	-23	-25
OPEP	3,5	70,5	39,5	41	45
Pays en développement	-2,5	-21	-29,5	-20	-22
Autres[3]	-4	-9,5	-15,5	-12	-14
Divergences non expliquées	0,5	-7	12	14	16

1 Estimation partielle
2 Projection
3 Region Sino-Sovietique, Afrique du Sud, Israel, Malte et Yugoslavie

Source : United States Government (1977, p.124)

Tableau 3.2 : Ratio du service de la dette nette sur l'exportation de marchandises

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
Argentine	27,9	27,4	22	22,2	32,3	30,3	20,5	44,2
Brésil	49	45,4	37,5	33,4	42,3	47,4	50,8	62,9
Colombie	40,1	34,4	28,4	28,2	28,3	24,1	17,2	14,2
Méxique	53	47,8	62,4	43,7	63,3	84,7	95,7	109,3
Chili	28,2	45,6	41,4	34,8	51,5	46,8	51,8	57,2
Uruguay	21,8	32,7	31,1	15,2	34,9	24,3	22,5	27,5
Corée	29,2	23,5	15,2	15	18	16,8	17,2	18

Source : Balassa (1981, p.174-175)

Le panorama était particulièrement compliqué pour les pays en développement non exportateurs de pétrole, incapables de réduire significativement leur dépendance immédiate vis-à-vis du pétrole. Certains s'endettèrent fortement pour payer la facture et pour tenter de faire progresser leur niveau d'industrialisation ainsi que leur capacité d'exportation.

Mais ce qui nous intéresse ici n'est pas de faire une revue détaillé des balances courantes des pays ou des possibles mesures prises pour réduire la situation de dépendance énergétique extérieure. Nous nous sommes intéressés au phénomène du choc pétrolier à cause des conséquences que cela allait avoir sur la réalité tourmentée du SMI à l'époque. Dans la décennie soixante-dix, comme nous l'indiquions quelques pages ci-dessus, les taux de change avaient commencé à flotter et le dollar n'avait plus aucun soutien écrit qui lui conférait un rôle spécial. Les États-Unis devaient assurer la place centrale de leur monnaie dans le nouveau régime et la hausse du prix du pétrole allait se révéler, en dépit des effets négatifs sur la balance commerciale, idéale pour cet objectif. Cela s'explique par le fait que le pétrole était commercialisé en monnaie étasunienne. Toutes les opérations et les déséquilibrés

commerciaux liés au changement soudain du prix de cette matière première étaient donc enregistrés comme de simples mouvements dans le système financier américain. Même si, par exemple, un pays exportateur « sortait » son excédent d'une banque commerciale étasunienne et le plaçait auprès d'une banque étrangère, la nature bancaire de la monnaie empêchait que ces capitaux sortent du système financier américain. [70].

Les forts déséquilibres entre pays, et notamment ceux des pays en développement allaient provoquer l'intervention d'institutions officielles nationales et internationales (dont le FMI) pour mettre en place des mécanismes de prêt et d'aide temporaires – comme le *oil-facility* – afin d'alléger la forte charge de dette tandis que les importateurs cherchaient à réduire leur dépendance.

Cependant, l'aide totale provenant des mécanismes officiaux n'allait représenter qu'une partie symbolique des montants très élevés qui circulaient entre pays. Seuls 26 milliards furent prêtés entre 1974 et 1976 aux pays en développement à travers des accords bilatéraux ou des organismes officiels (Kapstein, 1994, p. 63). Au détriment des institutions internationales telles que le FMI, c'étaient les grandes sociétés financières qui allaient devenir les nouveaux gestionnaires des fonds transmis entre États ainsi que des prêts octroyés.

Tableau 3.3 : Investissement des surplus pétroliers (en milliards de dollars)

		1974	1975	1976	1977	1978
USA	-dépôts dans les banques	10,83	6,27	8,12	7	-0,53
	-autres	1,7	3,2	4,2	2,3	0,5
Marché des Eurodevises		22,5	8	11	12	1,25
Autres pays développés		13,5	8	7	8,75	2,25
Pays en voie de développement		6,5	9,25	8,75	10	2,5
Institutions financières internationales		3,75	4,25	1,75	0,5	0
TOTAL		58,78	38,97	40,82	40,55	5,97

Source : Champion et al (1991, p.178)

70 Vasapollo, Galarza et Jaffe (2005, p.213) rapellent une intervention de Walter Wriston, ancien chef du bureau européen de Citybank, cité dans Sapson (1981, pp.140-141) : « *If Exxon pays Saudi Arabia $50 million, all that happens is that we debit Exxon and we credit Saudi Arabia. The balance sheet of Citibank remains the same. And if they say they don't like American banks they'll put it in Credit Suisse, all we do is charge Saudi Arabia and credit Credit Suisse : our balance sheet remains the same. So when people around waiting for the sky to fall there isn't any way that money can leave the system. It's a closed circuit* »

C'est dans ce sens que nous parlons d'une privatisation de la gestion des déséquilibres ; dans ce nouveau scénario, les institutions officielles perdent du pouvoir dans la prévention et gestion des crises dans les balances de paiements en faveur des institutions financières. Ainsi, des pays comme le Mexique ou le Brésil, avec des ratios élevés de dette extérieure, pouvaient continuer à emprunter des dollars grâce aux conditions favorables dans le marché.

Or, nous ne pouvons pas comprendre l'essor de la gestion privé des déséquilibres sans prendre en compte les pressions politiques. Les institutions financières privées n'avaient aucun intérêt spécial à prêter de fortes sommes aux pays en développement. En fin de compte, ces pays ne pouvaient pas se vanter d'être des emprunteurs fiables[71] (Champion et al, *ibid*). De plus, bien que les rentabilités offertes pouvaient être plus élevées que celles des placements moins risqués dans les pays développés (Bernal, 1982, p.75), l'instabilité financière[72] et les contrôles de capitaux encore existants rendaient peu intéressants les prêts accordés aux gouvernements de ces pays. Ce haut niveau de financement privé s'explique par la pression et les politiques actives des gouvernements des puissances hégémoniques (notamment le gouvernement américain) en faveur d'une régulation plus favorable aux prêts internationaux privés (y compris les prêts risqués)[73]. Trois grandes mesures de l'époque s'avérèrent décisives dans le changement de position des banques jusque-là conservatrices (Kapstein, 1994, p.68) et les libérer de la « répression financière internationale » : 1) l'abolition des contrôles de capitaux à travers la libéralisation unilatérale des entrées et sorties des flux aux États-Unis en 1974 ; 2) le support institutionnel indirect à travers des mécanismes comme le *oil facility* ; et 3) le développement de crédits internationaux au commerce[74].

Quelques années plus tard, lors du deuxième choc en 1979, le cadre régulateur américain continuait à muter – avec le changement de règles concernant la concentration des crédits sur peu d'agents – afin de permettre de plus hauts niveaux d'endettement des pays en

71 Selon Champion *et al* (1991) si l'on se réfère aux indicateurs utilisés par les banques privées à l'époque – situation de la balance courante, taux d'épargne global sur le PNB, dépendance et degré de diversification de leurs exportations, importance de leur industrie manufacturière, volume et service de la dette par rapport au PIB, instabilité politique, etc.– ces placements ne paraissent pas être les plus intéressants

72 La faillite de la *German Bankhaus Herstatt* et de la *US-American Franklin National Bank* en 1974 avait mis le marché de changes de New York dans l'embarras et renforcé la possibilité d'un risque systémique.

73 Plusieurs auteurs (Gowan, 1999 ; Vasapollo, Galarza et Jaffe H., 2005 ; Davis, J.L. 1983) montrent que la politique extérieure américaine était la première à rechercher la hausse des prix du pétrole, principalement pour deux facteurs. Le premier est l'hypothèse selon laquelle le choc subi par les économies rivales aux EE.UU serait plus violent. Le second, l'anticipation que le transfert de revenus allait se faire surtout à travers le système bancaire américain.

74 Par ce moyen une banque, soutenue par l'État, prêtait de l'argent à un pays en développement pour financer ses importations du pays originaire de la banque.

développement[75]. La volonté de l'administration américaine était alors très claire et se révélait à travers la réforme des lois du secteur financier : il fallait préparer le meilleur cadre de régulation pro-marché possible afin de répondre aux exigences des capitaux et arriver à leur canalisation au sein du système financier étasunien. Cela ne visait pas uniquement les paiements pétroliers, mais l'ensemble des flux de capitaux internationaux. Ainsi, le premier Mai 1975 eut lieu la dérégulation du *New York Stock Exchange* – aussi appelé le *M*ay Day – correspondant pour certains au démarrage de la grande vague de dérégulation financière de fin des années 1970 et 1980.

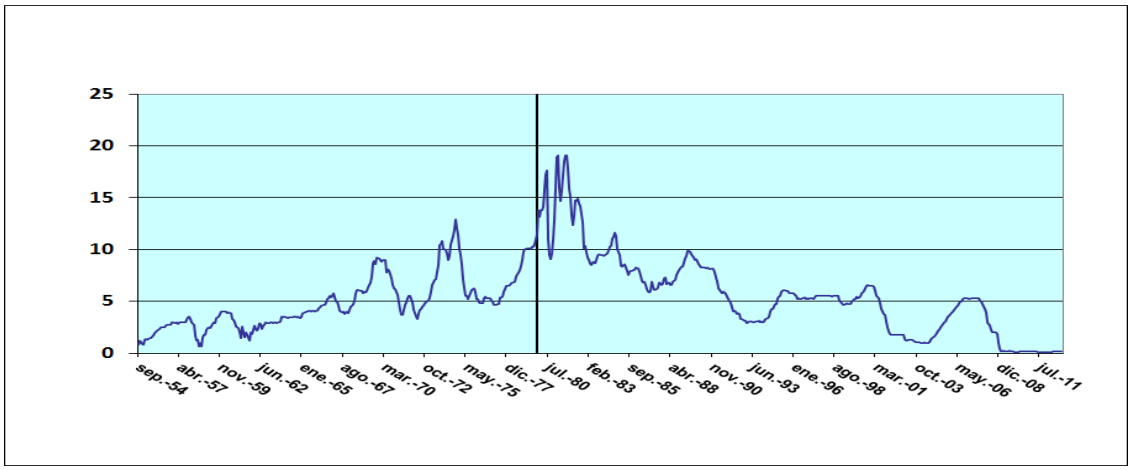
b. La libéralisation financière, aux États-Unis et ailleurs

Après un effort avorté, mené par le président Carter pour coordonner entre les pays une politique de relance, les États-Unis changèrent complètement de politique, notamment avec l'arrivée de Volcker, en Août 1979, à la tête de la Fed. Chez le nouveau *chairman* de la Fed, l'inflation était la variable la plus inquiétante contre laquelle il fallait focaliser les efforts de la politique monétaire (Federal Open Market Committee, 17 avril 1979, p. 15-16). L'inflation étant vue comme un problème d'excès d'offre monétaire[76], le 6 octobre commença une politique dont le seul objectif était celui du contrôle de la masse monétaire (Federal Open Market Committee, 6 Octobre FOMC 1979). Étant conscient de l'importance des expectatives dans la formation de hauts niveaux d'inflation, Volcker cherchait en permanence à transmettre en public l'idée selon laquelle la FED ferait le nécessaire pour abaisser celle-ci (Samuelson et Barnett, 2007, p.178-179). Comme résultat, le frein de la croissance économique et les effets négatifs sur l'emploi n'allaient pas se faire attendre. Et Volcker, qui allait admettre quelques années plus tard son incapacité à contrôler la masse monétaire (*ibid,* 183) commençait à relâcher la restriction monétaire en abaissant le taux directeur.

75 À l'époque, les prêts octroyés aux administrations, aux entreprises publiques et autres parties d'un gouvernement devaient être compris dans le bilan des banques en tant que prêt à un seul agent. Les limites des prêts individuels étant plafonnées à un niveau de 10% du capital dont disposait la banque qui l'octroyait. La réforme permettait aux banques de comptabiliser chaque partie d'un gouvernement comme un agent individuel, séparé des autres.

76 L'approche monétariste, qui inspirait ces politiques, était largement répandue à l'époque, etexpliquait à partir de l'équation développée précédemment par Irving Fisher (1922) MV=PY, que toute augmentation de la masse monétaire provoquait une croissance, dans la même proportion, du niveau de prix dans une économie. Étant donnée la tendance des économies de marché à l'équilibre, les politiques expansives projetteraient simplement le niveau d'emploi au-delà du taux naturel générateur d'inflation (Phelps 1967) (Friedman, 1968), NIRU – Non Inflationary Rate of Unemployment – (Modigliani et Papademos, 1975), ou NAIRU - Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment – comme Tobin le nomma en 1980.

<u>Graphique 3.2</u> : Taux effectif de la Réserve Fédérale (1954-2009)



Source : Élaboration propre à partir des donnés de FRED Graph Observations (Federal Reserve Saint Louis)
*La ligne droite verticale indique l'arrivée de Volcker à la direction de la FED.

L'un des obstacles que le président de la Fed avait trouvé dans sa recherche de contrôle de l'offre monétaire était l'expansion des activités *offshore* au moyen des Euromarchés. Ses efforts et propositions pour limiter celles-ci allaient pourtant être annulés par le Congrès. Deux facteurs sont signalés par Helleiner (1994, pp. 137-9) comme étant la cause du refus du Congrès envers la Eurocurrency Market Control Act en 1979 : d'une part, l'opposition radicale des Banques Centrales des pays qui recevaient la plupart des flux d'eurodevises sur le vieux continent, à savoir, l'Angleterre et la Suisse. D'autre part, la pression des banques commerciales étasuniennes, qui arguaient que le libre accès à ce marché leur garantissait une compétitivité dans la sphère financière mondiale. C'est avec cet esprit que, deux années après le refus à la loi proposée par Volcker, le congrès légalisa avec le démarrage des *International Banking Facilities* les activités du marché des Eurodevises à l'intérieur du territoire (Correa, 1998, pp. 110-111)

Les efforts institutionnels pour libéraliser davantage les opérations dans le secteur financier ont été constants entre les années 1970 et 1990. Mais peut-être l'époque la plus prolifique a été celle du début des années quatre-vingt, avec la suppression des discriminations imposées entre entités financières depuis la *Regulation Q* de la Glass-Steagall Act. La *Depository Institutions Deregulation & Monetary Control Act* donnait le coup d'envoi, en 1980, au processus de démantèlement des contrôles des taux d'intérêt pour les dépôts. Et en 1982, la Garn-St.-Germain Depository Institution donnait lieu à une régulation plus laxiste concernant

l'octroi de titres tels que les crédits hypothécaires.

Suite à la libéralisation du compte de capital et financier initiée par les États-Unis, l'Europe, le Japon ainsi que la plupart des pays membres de l'OCDE[77] allaient suivre le même processus. Le premier intéressé de voir ce processus démarrer en Europe étaient les États-Unis. En effet, le pays pionnier ne pouvait tirer profit de sa libéralisation unilatérale si ses partenaires continuaient à contrôler de leur côté l'entrée et la sortie des capitaux. C'est pour cela qu'il allait encourager, voire exercer une forte pression sur les principales économies pour pouvoir consolider le rôle central du dollar et de son système financier (Gowan 1999).

En l'absence d'un effort de coordination entre les pays en matière de régulation financière, la concurrence entre marchés de capitaux obligeait les pays européens et le Japon à opérer une double réforme. Premièrement, permettre la libre circulation des capitaux. Et suite à cette ouverture et afin de se montrer attractifs auprès des capitaux internationaux, il fallait également relâcher les politiques de contrôle des prix et les activités du secteur financier (Blundell-Wignall, Browne et Manasse, 1990). Au fur et à mesure que la dérégulation avançait dans chaque pays, les innovations financières dans les secteurs libérés rendaient les contrôles restants moins efficaces et obligeaient à suivre la dérégulation. Résultat : la plupart des contrôles et autres barrières institutionnelles qui empêchaient la libre circulation des capitaux dans les pays de l'OCDE depuis la grande crise des années 1930 avaient presque complètement disparu à la fin des années 1980. En ce qui concerne le contrôle des activités de la banque nationale, pourtant, sa libéralisation allait avoir lieu plus progressivement. [78]

L'hétérogénéité des cadres de régulation à la fin des années 1970 dans l'ensemble des pays, ainsi que les différents rythmes de démantèlement suivant les pays aspirés dans le processus de libéralisation, montrent que ce processus n'était pas clairement défini, et que les étapes qui le caractérisent n'étaient pas préalablement identifiées ni généralisables.

On peut dire pourtant que le pays qui allait réagir le plus rapidement à l'initiative étasunienne était le Royaume-Uni, sous la présidence de Margaret Thatcher (1975-1990).

77 Le Canada, les États-Unis, le Royaume-Uni, la Danemark, l'Islande, la Norvège, la Turquie, l'Espagne, le Portugal, la France, l'Irlande, la Belgique, l 'Allemagne, la Grèce, la Suède, la Suisse, l'Autriche, les Pays Bas, et le Luxembourg (incorporés en 1961), l'Italie (en 1962), le Japon (en 1964), la Finlande (en 1969), l'Australie (en 1971) et la Nouvelle Zélande (en 1973) étaient les membres de l'OCDE dans la décennie 1980. Le Mexique a été inclus en 1994.

78 Pour le cas des États-Unis, par exemple, Mota, Lopes et Antunes (2009) réalisent un bilan de ce processus prolongé pendant des décennies et montrent les pas historiques pris la-dessus par le gouvernement Clinton déjà à la fin du XXe siècle.

L'une des priorités étant de continuer à se partager le centre financier mondial avec les États-Unis, il fallait créer des conditions optimales pour la circulation des capitaux financiers. Il fallait arriver à offrir le niveau de liberté donné par l'euromarché aux capitaux et qui avait permis à la place londonienne, lors de l'essor de ce marché dans les années cinquante et soixante, d'être vue à nouveau comme place financière de stature mondiale. C'est pour cela qu'en 1979 le pays supprima, d'un coup, les contrôles à la circulation des capitaux. Et à l'instar de son partenaire et rival américain qui avait finalisé dans le *May Day* de 1975 la dérégulation de son marché des stocks, le 27 Octobre 1986 le marché des stocks de Londres au Royaume Uni démarrait avec un grand nombre de dérégulations importantes, connu sous le nom de *Big Bang.* Après cette ouverture aux flux étrangers, l'encadrement des activités des institutions financières perdait son sens et il disparut au cours des années 1980 (Blundell-Wignall *et alii, ibid*, p.163).

En ce qui concerne les pays européens (hormis le Royaume-Uni), ils n'allaient pas être une exception au sein de l'OCDE. Ceux-ci allaient suivre un parcours similaire de libéralisation des mouvements de capitaux et des activités des institutions financières. En fait, cet objectif avait été déjà visé en 1957, dans le Traité Constitutif de la Communauté Économique Européenne – Traité de Rome –, qui proclamait : (Article *3.c*)*:* l'abolition, entre les États membres, des obstacles à la libre circulation des personnes, des services et des capitaux.

Les accords en matière de politique agricole, commerciale, douanière, de création d'institutions politiques, voire même de politique monétaire coordonnée, montraient certaines avancées par rapport aux objectifs discutés en 1957. Mais ce n'est que dans les années 1980 que l'on décida d'entreprendre les premiers pas vers l'abolition des barrières aux mouvements de capitaux. En 1986, par la signature l'Acte Unique Européenne, les pays membres s'engagèrent, entre autres objectifs, dans une ouverture totale aux flux de capitaux au sein du Marché Unique Européen avant 1991, bien que d'un côté, des pays comme la Hollande et l'Allemagne de l'Ouest avaient commencé à ouvrir leurs comptes de capital en 1981 et 1982 respectivement et, de l'autre côté, l'Espagne, la Grèce, le Portugal et l'Irlande profitèrent d'un plus grand délai.

Contrairement à la rapidité britannique et de quelques pays européens, la transformation japonaise fut plus progressive : il fallut attendre jusqu'en 1996 pour voir se mettre en place un grand plan gouvernemental, appelé lui-aussi le Big Bang, et orienté à améliorer l'efficience du

marché (Craig, 1998). Or, une certaine dynamique de libéralisation avait déjà démarré au cours des années 1980. La pression des États-Unis et des investisseurs financiers nationaux força le gouvernement du pays à créer un agenda[79] pour la libéralisation partielle de son système financier.

Les résultats dans la décennie 1990 permirent de faire un premier bilan des résultats de la libéralisation partielle au Japon et constater la profonde transformation du secteur libéralisé. En ce qui concerne le développement du système financier en tant que puissance internationale, certains indicateurs montraient un bilan très positif. En termes de capitalisation boursière, par exemple, les grandes places du Japon dépassaient en 1994 les centres financiers classiques. De plus, les plus grandes banques du panorama international étaient aussi japonaises. Par ailleurs, grâce aux grands excédents commerciaux bilatéraux avec les États-Unis, le niveau d'accumulation des réserves détenues par la Banque Centrale s'était accru à un rythme tel que le Japon en était le plus grand détenteur dans le monde.

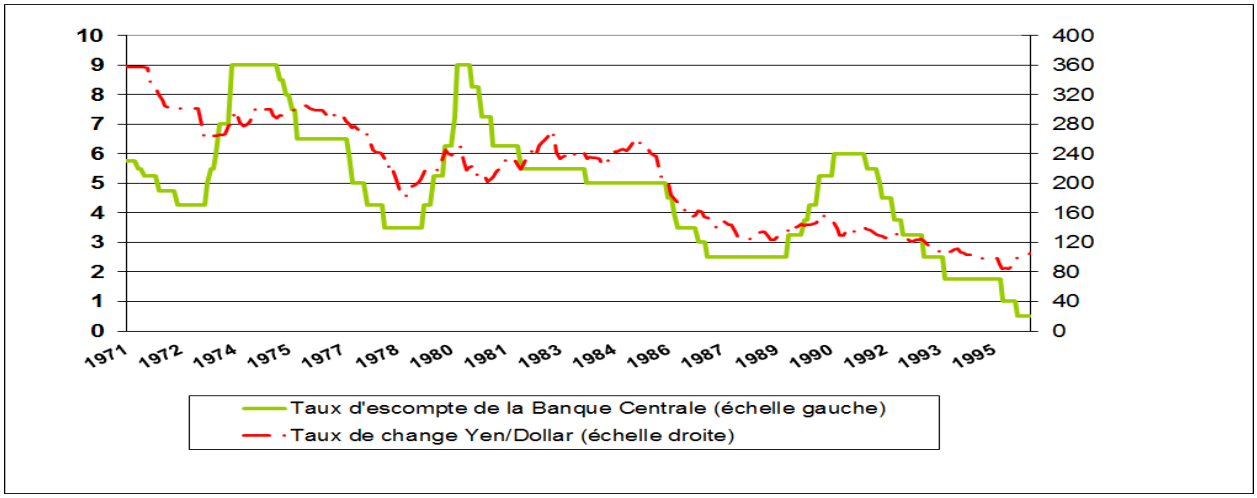
Cela n'était pas accompagné de l'essor du yen comme nouvelle monnaie de référence dans le secteur financier international, car la capitalisation des institutions financières de ce pays était principalement en dollars. À cela il faut ajouter le stockage massif d'actifs en dollars par les autorités publiques, obtenus au moyen des forts excédents commerciaux bilatéraux avec les États-Unis. Cela ne posait pas un problème grave à court terme pour les États-Unis, bénéficiant de leur rôle privilégié comme émetteur de la principale monnaie clé. Or, ce dernier était de plus en plus inquiet pour la détérioration de la balance extérieure dès l'arrivée de Reagan. C'est pour cela que les autorités étasuniennes allaient intensifier les efforts visant la mise en place par les pays partenaires, dont le Japon, de politiques orientées à arrêter la détérioration de la balance étasunienne sans mettre en péril la valeur du dollar. C'est dans ce contexte que le Japon allait signer les accords du Plaza en 1985 et du Louvre en 1987 et mettre en place une politique monétaire expansive en vue de stimuler l'économie nationale.

La libéralisation financière, ainsi que la nécessité de soumettre la politique monétaire à l'évolution du dollar, semblent être à l'origine de la formation de la bulle immobilière – et de la subséquente crise qui se développa dans le pays au cours des années 1980 (Turner, 2008, p.160). Avec des taux faibles et une régulation des activités financières plus laxiste, la demande de financement pour des activités de spéculation augmenta fortement. La bulle dans le secteur immobilier qui se développa au cours des années 1980 en était l'un des résultats. Le

79 Pour en savoir plus sur cet agenda -le Yen-dollar Agreement- voir Frankel (1984)

prix des bâtiments et de la terre augmentait sans cesse et provoquait un effet richesse qui encourageait les agents à investir dans le secteur. Néanmoins, la hausse des taux d'intérêt menée par les autorités japonaises à la fin des années 1980 allait interrompre la tendance à la hausse des prix du secteur immobilier pour la remplacer par un flux important de ventes sur le marché. La crise de liquidité mena à une insolvabilité des agents qui s'étaient fortement endettés et dont la valeur des actifs achetés ne compensait plus les dettes contractées.

<u>Graphique 3.3</u> : Taux d'escompte de la Banque Centrale du Japon et change ¥ /$ (1971-1996)



Source : Élaboration à partir des données de la Banque Centrale du Japon (*www.borj.org.jp)*

Le point fait sur la crise au Japon nous permet de passer à une présentation de la financiarisation de l'accumulation du capital dans les pays développés. En fin de compte, dans l'expansion économique et l'ultérieure crise de l'économie nippone à la fin des années 1980 on repère des éléments typiques des crises financières contemporaines : une stratégie d'accumulation basée sur la revalorisation d'un ou peu d'actifs par la création de bulles spéculatives ; l'augmentation de la demande tirée par dette privée, un processus ultérieur de désendettement violent avec des répercussions néfastes sur le niveau de demande agréée... Nous constaterons alors que les réformes visant à la recherche de meilleures conditions pour le capital ont entraîné un bouleversement non seulement du marché financier, mais aussi des cadres de régulation économique.

c. Les grandes transformations dans l'économie et le phénomène de financiarisation.

Les conséquences de ce processus de libéralisation mené d'abord par les pays développés puis – comme nous allons le constater –par un grand nombre de pays en développement, sont facilement repérables de nos jours. D'abord, il faut insister sur l'idée que les transformations ont eu lieu dans un sens quantitatif et qualitatif ; autrement dit, le montant des opérations s'est multiplié dès la suppression des barrières mais en même temps, dans ce cadre de plus grande liberté, les agents ont innové et développé de nouvelles opérations. La liberté de circulation des capitaux et la déréglementation jouent un rôle essentiel pour garantir, en phases d'expansion, une grande liquidité pour les produits plus traditionnels – titres de propriété et de dette – mais aussi pour les innovations – notamment les produits dérivés.

Par ailleurs, à la différence de la période 1940-1970 régie par la finance indirecte typique, où l'intermédiation bancaire était la forme classique du financement dans l'économie, à partir des années 1970 c'est la finance directe qui est adoptée. Les agents font moins appel aux formes classiques de crédit et de dépôt auprès des banques pour emprunter ou placer de l'argent, cherchant à le faire au moyen de l'émission ou de l'achat de titres.

C'est dans ce contexte que de nouveaux grands acteurs ont émergé et sont devenus déterminants et incontournables pour comprendre les dynamiques de la finance. Nous parlons ici notamment des fonds spéculatifs et des grands investisseurs institutionnels (fonds d'investissement, fonds de pension et compagnies d'assurance...) Cela ne veut pas dire que, à cause de cette dynamique, les banques occupent une place de plus en plus marginale dans l'économie contemporaine. Au contraire, celles-ci ont réagi par une multiplication de leurs opérations dans le marché de capitaux, en permettant que l'achat et la vente de titres sur les marchés primaires et secondaires occupent une place croissante en détriment de leurs formes classiques d'intermédiation.

Tout cela a donné lieu à la hausse du poids de ce secteur sur l'ensemble des pays développés (Philippon, 2008; Van Treeck 2008). Cependant, la transformation institutionnelle dans ce contexte de libéralisation va au-delà d'un simple changement de poids entre le secteur financier et le reste des secteurs et affecte le fonctionnement de l'économie dans l'ensemble des pays concernées (Epstein, 2005).

Une forme intéressante de voir les enjeux sur les économies nationales est d'analyser, d'abord, quelles ont été les conséquences principales de cette transformation sur le mode de

gestion des entreprises. Dans ce sens, lors des années 2000 de nombreux auteurs ont constaté des changements très significatifs, avec l'essor d'un mode de gouvernance qu'on allait appeler la « gouvernance actionnariale ». Ce nouveau mode s'explique principalement à partir des effets de l'acquisition, par les investisseurs institutionnels, de titres de propriété des entreprises cotées. Ces grands investisseurs récoltent des fonds auprès des autres agents financiers et conditionnent leur entrée dans le capital à une forme de gouvernance que l'entreprise devra entièrement respecter. Cela émerge comme une solution pour les actionnaires face aux problèmes des décennies après-II.GM, lorsque la dissolution de la propriété de l'entreprise rendait assez difficile la prise de positions communes face aux gestionnaires de l'entreprise, plus intéressés par l'expansion de l'entreprise que par le versement de hauts dividendes. Ainsi, par exemple, tandis qu'en 1945 les fonds de pension et les fonds mutuels possédaient, respectivement, 0,3% et 1,5% du total des actions de la bourse américaine, en 1997 ces chiffres sont montés à 24% et 16,2%. Le ratio pour les actions en propriété directe des individus tomba au cours de cette période de 93 à 42,7% (Lazonick et O'Sullivan, 2000, p.31)

L'objectif de l'entreprise, imposé par ces investisseurs, est désormais de faire de la création de « valeur actionnariale » le propos central sur lequel fonder la stratégie de la firme. Cela veut dire que les décisions de l'entreprise doivent viser l'obtention, par les actionnaires, du maximum de revenu possible. La création de valeur actionnariale se réalise principalement par le paiement de hauts dividendes aux teneurs des actions. Mise à parts les charges auxquelles l'entreprise doit faire face avec une partie de ses profits (paiement d'impôts, se désendetter, etc.), l'entreprise doit finalement décider quelle partie de ce qui reste sera consacrée au réinvestissement et quelle partie sera dédiée au versement de dividendes. Si la première est prioritaire, on serait plus proche d'une stratégie de « *retain & invest* », alors que si c'est le versement de dividendes élevés qui l'emporte, on est plus proche d'une stratégie de « downsize & distribute » (Lazonick et O'Sullivan, ibid). Étant donnée la concentration de la propriété autour des investisseurs institutionnels dans l'économie contemporaine, le réinvestissement est sacrifié en faveur des dividendes. C'est avec cet objectif que les actionnaires peuvent conditionner les décisions des hauts cadres dirigeants avec des rémunérations par le paiement en actions et en dividendes (Stockhammer, 2000, 2004).

Certes, cela peut mettre en péril les profits à long terme, et donc les dividendes correspondants. En prévoyant ce risque – formulons-en l'hypothèse – une entreprise A

pourrait être tentée de sacrifier temporairement une partie des dividendes pour relancer son chiffre d'affaires et assurer des dividendes futurs plus élevés. Or, étant donnés les conditions favorables de liquidité – en époque d'expansion – et l'arbitrage à court terme réalisé par les agents, dont les investisseurs institutionnels, la stratégie de l'entreprise A serait pénalisée. Les horizons d'investissement n'étant pas à long terme, les capitaux sont à la recherche continue des conditions les plus performantes, et les titres sont achetés et vendus à grande vitesse sur le marché financier. Dans ce sens, Crotty (2006, pp.91-92) signale, pour le cas du New York Stock Exchange, que la relation entre le montant annuel des ventes de titres et leur valeur sur le marché passe de 20% entre 1960 et la fin des années 1970, à plus de 100% en 2002. Avec cette volatilité, il est extrêmement difficile pour une entreprise de mettre en place des stratégies comme celle de l'entreprise A.

Nous ne voulons pas affirmer par là que l'investissement ne cesse de diminuer. Il existe des facteurs comme les anticipations favorables, les innovations technologiques etc., qui peuvent encourager la relance temporaire de l'investissement. Or, étant donnée l'instauration de ce mode de gouvernance, il y a une tendance vers l'absorption des profits par les dividendes. Alors, dans cette situation, comment les entreprises financent-elles les projets d'investissement ? Étant donnée la force des priorités des actionnaires sur la gestion de l'entreprise, la levée de capitaux ne semble pas une bonne alternative, car cela entraîne le partage du profit entre plus de propriétaires. Les inconvénients posés par l'utilisation des dividendes ou l'appel d'entrée à plus de capital mènent l'entreprise à faire appel au troisième type de financement, à savoir, l'endettement. Par moyen de l'intermédiation bancaire, mais surtout par l'émission de titres de dette les entreprises arrivent à respecter les exigences à court terme imposées par les actionnaires et investir dans des portefeuilles différents afin de garantir des dividendes futurs.

Cela dit, les investissements qui ont finalement lieu se font davantage sur le marché financier (Stockhammer, 2004 ; Dumenil et Levy, 2004) que dans d'autres activités plus 'productives' mais moins rentables. L'une des possibilités est d'investir dans l'achat d'actifs dont le prix augmente grâce à des dynamiques spéculatrices sur le court terme. Le défi principal dans ces cas est de savoir désinvestir avant que cela n'éclate pour pouvoir, ensuite, investir dans un autre actif performant. Un autre type d'investissement courant, toujours dans le cadre de la gouvernance actionnariale, est le rachat des titres de l'entreprise-même. C'est, outre le versement de dividendes, le principal moyen de créer de la « valeur actionnariale ».

Avec le rachat des titres l'entreprise cherche à provoquer une hausse du prix des actions qui revalorisera le portefeuille des propriétaires.

Par ailleurs, comme tout est soumis à la logique imposée par les actionnaires, les salaires font l'objet d'une pression spéciale. Cela peut se faire de diverses façons. Le moyen le plus extrême est celui de la délocalisation de l'activité productive dans des pays à salaires plus bas, mais il y a aussi des méthodes – classiques et contemporaines – pour réduire la masse salariale tout en conservant la production : la sous-traitance, le travail partiel et toutes les formes de précarisation des conditions de travail, la baisse des salaires, qu'elle soit directe, indirecte ou différée, ou le licenciement et l'intensification du rythme de travail.

Toutes ces transformations ont eu un impact sur les formes de régulation économique des pays intégrés dans l'économie internationale. Or, ce changement a été spécialement remarquable dans les pays développés, à cause de la forte libéralisation financière et des changements institutionnels – comme la privatisation massive y compris d'entreprises considérées stratégiques – menés pour rendre possible le type de gestion entrepreneuriale cité (Neikirk 1987, p. 110 ; Harvey, 2007, p.60).

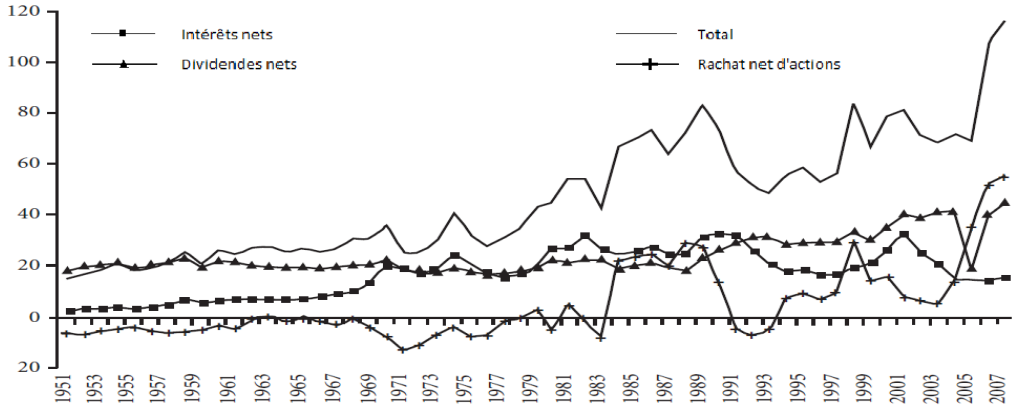
La pression générale sur les salaires a eu comme résultat une baisse tendancielle de la part des salaires sur la richesse totale des pays (INSEE 2009, p.39-40 ; Arceo, 2011, p.73) et, dans certains cas comme celui de l'économie étasunienne, une stagnation du pouvoir d'achat des travailleurs depuis les années 1970. Cette pression exercée sur les salaires pour garantir des retours plus élevés aux propriétaires des sociétés peut expliquer la hausse généralisée des inégalités dans la même période (Piketty et Saez, 2006). L'absence d'une hausse régulière des salaires réels représente un obstacle pour la croissance économique tirée par la demande intérieure. Cependant, la faible capacité d'achat des salaires est comblée par l'endettement des ménages tant que les conditions financières le permettent ; l'investissement croissant dans des actifs financiers encourage l'émergence de phénomènes de spéculation nécessaires pour créer un effet richesse capable de soutenir la dynamique d'endettement. Avec cet effet richesse, les entreprises peuvent continuer à s'endetter pour investir alors que les ménages pourront accéder à un financement de leurs dépenses supérieur à leur niveau de revenu.

La durabilité des bulles spéculatives dépend principalement des conventions sociales qui la soutiennent. Et à l'inverse, la mise en question partagée d'une convention peut provoquer l'éclatement de la bulle, avec toutes les conséquences que cela entraîne sur l'économie. Dans

un régime financiarisé, dans lequel la croissance est tellement dépendante des conditions financières favorables à l'endettement propres aux phases de formation des bulles spéculatives, la détérioration brusque de l'évolution du prix d'un ou de peu d'actifs montre la faiblesse des piliers sur lesquels la stratégie de croissance est construite.

Boyer appelle ce régime un « *finance-led accumulation regime* ». Ce terme a été repris ultérieurement par d'autres auteurs d'orientation postkeynésienne ou marxiste (Stockhammer, 2000, 2009). Nous reprendrons ces analyses dans le quatrième chapitre pour interpréter la hausse des déséquilibres commerciaux tant à l'intérieur de la zone Euro qu'entre les États-Unis et certains pays asiatiques. Mais avant d'y arriver, nous allons voir dans les pages qui suivent que, parallèlement au phénomène de financiarisation, il y a eu un processus de transnationalisation et de régionalisation des circuits d'accumulation qui ont eu une incidence particulière sur les formes de relation monétaire contemporaine.

<u>Graphique 3.4</u> Paiement total des sociétés non-financières envers les marchés financiers
(% de l'excédent net d'exploitation)



Source : Alvarez (2009, p.201)

<u>Section 2</u> : L'expansion géographique et la transnationalisation des processus d'accumulation

Les grandes transformations économiques des dernières décennies n'ont pas eu lieu uniquement dans les pays du « centre économique ». Au contraire, les pays périphériques ont eux aussi été très touchés par les dynamiques expansives du capital. A un rythme accéléré, une

partie importante de pays qui n'avaient qu'un rôle très limité dans l'économie mondiale jusqu'aux années 1940-50, ont été insérés dans les plans d'accumulation et, par conséquent, dans les flux de commerce, investissement direct et financier. Cette inclusion d'une partie croissante des pays s'est accompagnée d'une série d'efforts institutionnels nationaux et internationaux qui ont fourni un cadre juridique aux pratiques croissantes de relation économique entre les agents de différents pays.

L'ouverture des pays n'a pourtant été ni linéaire ni homogène ni extrapolable. On a assisté, de plus, à différents processus de régionalisation, avec l'intensification de liens institutionnels et économiques entre des pays qui partagent une proximité soit géographique, soit historique, culturelle, politique, etc. Devrions-nous en déduire que les phénomènes de globalisation et de régionalisation s'opposent ? Il ne semblerait pas. Comme nous le verrons ultérieurement, la régionalisation ne contredit absolument pas le processus de globalisation du capital. Au contraire, elle aide à expliquer comment a lieu l'insertion des pays périphériques dans l'économie mondiale.

a. Les pays face à la transnationalisation des dynamiques d'accumulation

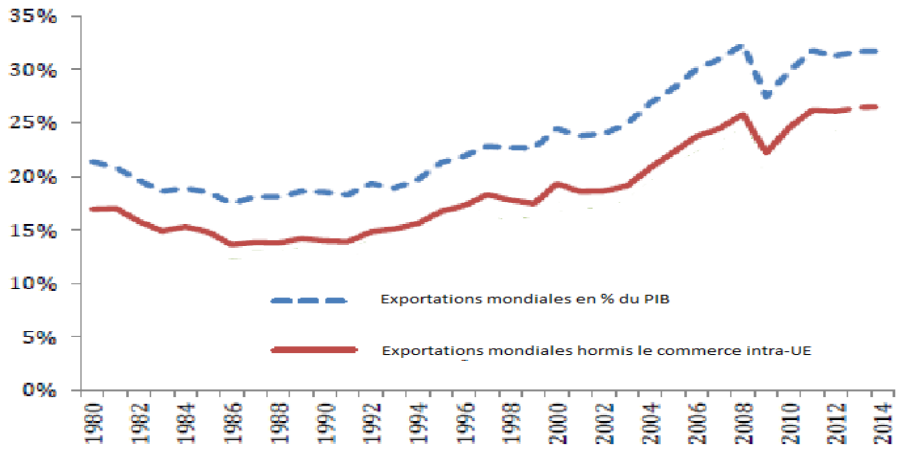
Les accords sur lesquels l'ordre économique de l'après-guerre s'est fondé, visaient la construction progressive d'une économie de marché au niveau international, entre les pays qui y participeraient. La version originale des statuts du FMI montrait déjà la volonté de fomenter le commerce entre les pays. Les 'Rondes' de négociation du GATT sont, depuis l'après-guerre, les principaux sommets d'accords vers la libéralisation visée. Les premières réunions ne comptaient qu'avec la signature de moins de 30 pays et les accords concernaient principalement la réduction des tarifs douaniers. Plus de 60 ans plus tard, l'OMC recouvre non seulement des accords concernant les barrières tarifaires, mais aussi les non-tarifaires, des accords en matière de travail, d'agriculture, d'environnement ou de propriété intellectuelle, et intègre plus de 150 pays membres. Le cyle de Tokyo (1973-1979) et celui d'Uruguay (1986-1993) – avec la consolidation ultérieure, en 1995, de l'OMC (Organisation Mondiale du Commerce) – ont été des pas significatifs dans ce sens-là. Tout d'abord car c'est entre les deux accords que la plupart des pays en développement – presque 100 pays – ont signé et démarré leur participation officielle aux réunions multilatérales. Puis, car cela a entraîné l'élargissement de la réglementation au-delà des accords douaniers.

Pour les pays en développement, il y eu deux grandes variables de changement suite à leur

inclusion dans les accords de libéralisation. Premièrement, cela leur a permis d'accéder à d'autres marchés à un moindre coût, tout en conservant temporairement des barrières plus élevées que celles des pays développés (Branstetter et Lardy, 2008). Deuxièmement, cela les a obligé à abandonner, dans les délais accordés, les politiques de protection et à adapter leur régulation économique à celle répondant aux critères libéraux des pays développés[80].

Les efforts des institutions internationales ainsi que ceux fournis par les autorités nationales des pays les plus développés, ont été suivis d'une intensification quantitative du commerce et des investissements. À la tête de cette intensification se trouvent les ETN qui, surtout à partir des années 1970, ont disposé et transformé la scène internationale l'orientant vers une dynamique de relocalisation continue des chaînes de valorisation du capital. Les processus d'intégration verticale et horizontale et d'externalisation ont été au cœur de ces stratégies de relocalisation (Dicken, 1992, 2003 ; Markusen et Venables, 2000 ; Markusen 2004). La tendance générale s'est orientée vers la délégation, depuis de la société mère vers les filières, des tâches plus intensives en main d'œuvre et moins intéressantes du point de vue stratégique et la conservation des activités centrales de contrôle des opérations et de création de haute valeur ajoutée.

<u>Graphique 3.5</u> Commerce mondial en pourcentage du PIB mondial



Source : Gross et Alcidi (2013)

80 Une grande partie des accords signés dans les années 80, mais surtout à partir des années 90 (Ronde Uruguay et création de l'OMC) et encore de nos jours (début de Doha) dans des domaines autres que les frontières tarifaires, ont été destinés à l'homogénéisation d'inspiration libérale des cadres juridiques nationaux et la soumission de ceux-ci aux institutions dépendantes de l'OMC. Tel est le cas des Accords Multi-Fibre pour quelques produits manufacturiers, le Panel de Solution de Différences, les TRAIPRs (Trade Related Aspects of Intellectual Property Rights), à la propriété intellectuelle, ainsi que les TRIMS (Trade Related Investment Measures), concernant les investissements liés au commerce. (voir Bhagwati et Hirsch 1998).

On en vient donc à comprendre pourquoi, au cours des trente dernières années, le commerce entre les pays s'est développé plus rapidement que la valeur créée, spécialement entre les pays périphériques (Arceo, 2011, p. 132). La statistique est en cohérence totale avec les nouvelles stratégies des ETN décrites. Les processus de production sont divisés en de multiples parties et chacune peut être réalisée dans un pays différent. La transnationalisation de la production encourage par conséquent le commerce intra-firme et intra-branche. Les grands réseaux entrepreneuriaux déplacent entre les pays des biens intermédiaires, des pièces, des services et des biens finis, qui sont comptabilisés par les États en tant qu'exportations mais qui font partie d'un même processus de production. (Allegret et Le Merrer, 2007)

Un autre phénomène lié à cette transnationalisation : l'augmentation des IDE. En tant que destination, et bien qu'à un rythme assez instable, les pays en développement en reçoivent une partie croissante qui représente environ 40% des investissements étrangers totaux. Il s'agit dans la plupart des cas de nouveaux investissements productifs (UNCTAD, 2000, p.112-117).[81] Très progressivement, ce groupe de pays commence à montrer aussi sa capacité d'exportation de capitaux productifs. Au cours des dernières années, les sorties d'IDE depuis les pays en développement représentaient plus de 20% du total des flux d'IDE.[82]

En résumé, l'intensification de l'expansion géographique des circuits d'accumulation globale est évidente. Et cette intensification a donné lieu à l'insertion progressive des pays dans une *Division Internationale du Travail* toujours en évolution. Leur processus d'insertion n'est, pourtant, ni similaire entre chaque pays, ni linéaire. Les pas suivis par chacun d'entre eux se sont caractérisés par des éléments propres impossibles à transposer dans l'espace géographique et dans le temps. Malgré tout, nous distinguons deux groupes aux expériences d'ouverture similaires en fonction du contexte et des conditions de cette ouverture. D'un côté se trouvent les pays ayant été obligés, à la suite d'une crise, d'ouvrir leurs frontières et de s'adapter aux exigences des capitaux internationaux. Le deuxième groupe correspond aux pays dans lesquels la planification à long terme de l'État a joué un rôle protagoniste.

81 Dans le cas des pays développés, la partie dédiée aux fusions et acquisitions d'anciennes entreprises augmente au détriment des nouveaux investissements.

82 L'origine, pourtant, paraît être plus polarisée par région. L'est asiatique est à l'origine de la moitié des IDEs sortant des pays en développement. Si l'on ajoute les pays du sud asiatique, plus quelques pays du Caribe et les PECO, on expliquerait plus de 80% des sorties actuelles (UNCTAD, 2013).

§1. La doctrine de l'ajustement : l'ouverture dictée par les institutions étrangères

Les crises sont un facteur à partir duquel on explique le parcours historique récent d'un pays. Non seulement en raison des effets destructeurs sur son économie, mais également pour la série de réformes imposées par un autre agent en position de domination.[83] En ce sens, l'acceptation des logiques d'accumulation transnationale de la part d'une série de pays lors des dernières décennies s'explique, en grande partie, par les crises vécues. C'est le cas de l'Amérique Latine dans les années 1970 et 1980 et des pays de l'Europe centrale et orientale (PECO) durant les années 1990.

Par rapport au premier cas, celui des pays latino-américains, nous trouvons une explication à la crise dans le fort endettement extérieur occasionné par deux éléments (Champion et al, 1991, p.178).[84] Tout d'abord, leur stratégie d' « industrialisation par substitution des importations (ISI) » conçue dans les années 1930 pour sortir du schéma mono-exportateur de matières premières (voir, par exemple, Prebisch, 1949 ; Celso Furtado , 1967) obligea aux pays à s'endetter auprès d'agents financiers extérieurs sans pourtant avoir, dans la plupart des cas, des résultats très positifs.[85] Deuxièmement, la dépendance de ces pays au pétrole allait provoquer dans certains d'entre eux une hausse beaucoup plus forte de l'endettement extérieur lors du choc pétrolier dans les années 1970. Étant arrivés aux années 1980 avec une si forte dépendance du capital extérieur, la hausse des taux d'intérêt par la Réserve Fédérale allait rendre insoutenables les niveaux d'endettement engagés.

La plupart des mesures imposées afin de garantir le paiement des dettes faisaient partie du décalogue du Consensus de Washington (Williamson, 1990). Elles visaient la libéralisation commerciale, la réforme et la réduction du rôle économique de l'État ainsi qu'une régulation monétaire et financière qui permette l'entrée massive de capitaux. Cependant, le programme de reformes final dépassait les ambitions du Consensus. Williamson (2003, p.11) cite quatre

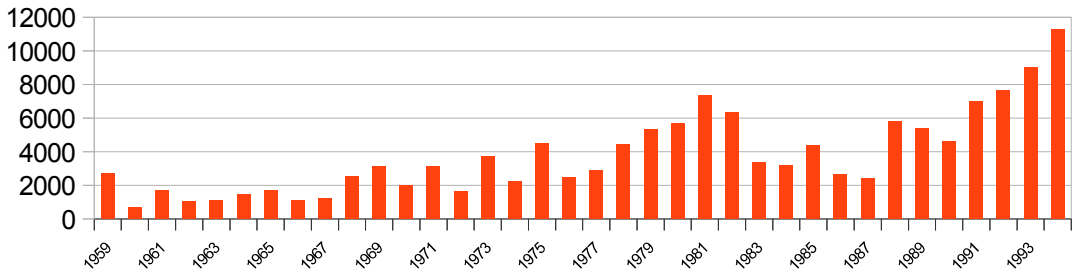
83 Sur ce sujet, « The Shock Doctrine » de Naomi Klein (2007) développe une interprétation de type géopolitique d'un grand intérêt analytique sur une série de crises ou guerres qui ont précédé et justifié la mise en place de réformes de type néolibéral.

84 Les variations des taux d'intérêt nationaux ne répondaient plus au marché domestique et les taux de rentabilité et productivité de l'économie mais aux taux d'intérêt internationaux (Correa, 2008, p 177). Le « choc Volcker » provoquait indirectement une hausse sur les taux des euromarchés et étranglait alors la capacité de financement des pays en développement et de paiements des anciennes dettes à taux variable. Les intérêts réels des dettes contractées, encore négatifs en 1980, passent à 19'9% en 1981, et atteignent 27'5% en 1982 (Edwards, 1983).

85 La première étape, orientée vers la substitution de la production de biens très primaires et de production peucoûteuse allait avoir des résultats positifs. Or, une seconde étape orientée vers une « substitution difficile » de biens durables allait amener des résultats moins positifs et plus coûteux (Pinto, 1980, Guillen 2008)

réformes qui n'étaient pas comprises dans le décalogue mais qui allaient être exécutées par les pays : la liberté de mouvements des capitaux, la politique monétariste, une fiscalité réduite et l'abandon par l'État de son rôle de correcteur des inégalités et des externalités.

<u>Graphique 3.6</u> Flux de IED en Amérique Latine*



*Somme des IEDs en Argentine, Bolivie, Bresil, Chili, Colombie, Equateur, Mexique, Paraguay, Pérou, Uruguay et Venezuela, en dollars constants de 1980

Source : Élaboration propre à partir de IFS (IMF statistiques)

Certes, le résultat fut une intégration plus forte en termes commerciaux et financiers (voir graphique 3.6). Or, cette intégration allait se faire sous la forme d'une dépendance – commerciale et financière – envers les principales puissances économiques, avec la destruction d'une partie de leur tissu industriel (Guillén, 2013) et le retour à des schémas de mono-exportation de matières premières (Durán-Lima et Alvarez, 2008). En plus, les pays allaient payer un prix élevé en termes de croissance économique et de détérioration des conditions de vie.

Par rapport aux PECO, la crise du bloc soviétique, qui se déclara à partir de la fin des années 1980, obligea les pays de l'Europe Centrale et Orientale (PECOs) à réorienter leurs économies vers de nouveaux (et anciens) partenaires de la sphère capitaliste. Cela exigeait une profonde restructuration. Fischer et Gelb (1991) regroupent en quatre groupes les réformes nécessaires : la libéralisation immédiate des prix, la stabilisation et le contrôle macroéconomique, la restructuration entrepreneuriale, et enfin, une réadaptation du cadre

régulateur de l'État.[86] Vue l'interrelation des différents objectifs, plusieurs auteurs considéraient qu'il était nécessaire de mettre en place les réformes rapidement et simultanément (Kornai 1990 ; Lipton et Sachs 1990 ; Fischer et Gelb, 1991 ; Aslund, 1992).

À l'instar des cas latino-américains, plus de vingt années après le démarrage des réformes, le coût social et économique de la transition de ces pays vers le capitalisme a été dévastateur. Or, les grandes transformations étant déjà achevées, les années 2000 ont permis la pleine insertion de la région dans le régime d'accumulation mondial au moyen, notamment, du rapprochement vers le bloc européen occidental.

§2. L'État planificateur dans le cadre d'une libéralisation à long terme

Par ailleurs, il existe un autre modèle – plus repéré sur le continent asiatique – d'abaissement des barrières à l'économie mondiale qui n'obéit pas à une imposition étrangère directe de changement radical, mais plutôt à une planification centrale théorique qui désigne une ouverture économique progressive. Certes, les recommandations, pressions ou d'autre type d'influence extérieure ne sont pas négligeables. Or, c'est l'État qui, en fonction des objectifs et prévisions, détermine la forme et le rythme des réformes.

La Chine, qui avait commencé ses réformes à la fin des années 1970, avec la création des Zones Économiques Spéciales, et qui les a intensifiées dans les années 1980 et 1990 (Branstetter et Lardy, 2006) est, de nos jours, presque pleinement insérée dans les flux commerciaux et financiers liés aux processus d'accumulation mondiale. Une politique d'encouragement des investissements productifs étrangers, liée à de bas salaires et à une monnaie volontairement sous-évaluée, lui a permis d'accéder à des taux de croissance et à une industrialisation historiques. Elle est devenue une énorme plate-forme d'assemblage de produits importés et ultérieurement exportés vers tous les points de la planète.

Lors des premières années du nouveau siècle, le pays paraissait se lancer dans une politique d'encouragement de la demande interne et de développement de l'industrie de plus haute valeur ajoutée. Or, sa forte dépendance envers les plans d'accumulation des capitaux étrangers (Hart-Landsberg et Burkett, 2006), contraires à cette stratégie nationale, ont limité fortement la portée de cette politique.

86 Après la réforme, l'État ne devait plus être un accompagnateur des activités économiques mais le principal garant de la propriété privée.

b. Les phénomènes d'intégration régionale : une autre dimension de l'accumulation mondiale

La libéralisation sur le plan commercial et financier a permis l'insertion de différents pays dans les circuits d'accumulation internationale. Or, cela n'a pas donné lieu à des relations économiques de la même intensité entre tous les pays. Au contraire, lors de cette insertion, les pays forment des blocs ou des groupes où ils développent des relations plus significatives avec quelques pays qu'avec d'autres, la proximité géographique étant un facteur déterminant. Par ailleurs, à l'intérieur de chaque groupe de pays les opérations sont souvent organisées autour des métropoles ou des pays puissants. Les intégrations dans les continents asiatique et américain démontrent l'importance de ces phénomènes, non pas comme substitut à la transnationalisation des circuits d'accumulation, mais comme élément constitutif et logique de celle-ci. Dans les paragraphes qui suivent, nous nous servirons de ces deux cas – l'asiatique et l'américain – pour faire comprendre l'importance de la dimension régionale dans le processus de mondialisation. Premièrement nous exposons le cas des pays centre et sud-américains et l'intensification de leurs relations économiques avec les États-Unis. Le second cas est celui de la Chine et la formation d'un bloc est-asiatique dont l'identité et l'évolution possible, malgré les réussites de croissance économique, reste attachée aux dynamiques des ETN.

§1. L'expansion géoéconomique des États-Unis en Amérique

Au début des années 1990, les États-Unis ne disposaient pas d'un solide tissu de liens institutionnels en matière de relations économiques avec d'autres pays du continent. Certes, l'Accord de Libre Échange (ALE) avec le Canada lui assurait une grande influence sur l'un des pays les plus développés. Par ailleurs, avec ses voisins du sud, et notamment avec le Mexique (voir, par exemple, l'explication détaillée d'Arnaud, 1996, p.227), il comptait sur quelques accords partiels en matière commerciale. Or, étant donnée la persistance des effets de la « décennie perdue » sur la performance économique de ces pays, les États-Unis ne pouvaient pas profiter du potentiel de sa position hégémonique sur le continent. Pour cela les États-Unis allaient lancer en juin 1990 l'Initiative pour les Amériques (IPA) composée de trois idées centrales (Bouzas et Lustig, 1992, p.23-24) : 1) la réduction des dettes, 2) la création d'un nouveau fonds pour la promotion de l'investissement dans la banque Inter-Américaine de Développement et 3) la formation d'une zone de libre-échange dans l'Hémisphère Occidental à partir d'un processus de réduction drastique des barrières à l'importation dans les Amériques.

Les négociations avec le Mexique allaient dépasser le stade de la simple initiative IPA. En 1992, ce pays est inclus dans l'accord États-Unis-Canada. Il s'appelle alors l'Accord de Libre Échange d'Amérique du Nord (ALENA, ou NAFTA selon l'acronyme anglophone), et entre en vigueur le premier janvier 1994.[87]

Les résultats, en termes de flux commerciaux et d'investissement ont été positifs pour les trois pays. L'échange de marchandises s'est intensifié dans tous les cas (exportations et importations intra-ALENA entre tous les membres). Dans le cas du Mexique, devenir un partenaire privilégié du plus grand consommateur au monde a permis aux secteurs orientés vers l'exportation de profiter des économies d´échelle, d'attirer des flux d'IDE. En ce sens, ses exportations vers les voisins du nord (en dollars courants) se sont multipliées par sept au cours de la période 1993-2012.

Actuellement, le développement de l'économie mexicaine est très dépendant de l'évolution de la puissance étasunienne, ce qui révèle sa vulnérabilité face à de possibles facteurs externes[88]. Les IDE et l'externalisation des entreprises centrales déterminent la spécialisation de l'économie et donc, sa position au sein de la DIT. Une revue statistique rapide des principaux indicateurs commerciaux confirme à priori notre affirmation. D'une part, les ventes aux États-Unis concentrent une moyenne à peu près constante de 80% des exportations totales, alors que pour celui-ci, les importations depuis le pays d'Amérique centrale ne dépassent guère les 10%. En ce qui concerne les IDE, un 44% du total reçu entre 1999 et 2012 était originaire des États-Unis. Une proportion identique du total a été destinée au secteur manufacturier.[89] En même temps, les manufactures occupent la place principale dans la distribution sectorielle des exportations aux États-Unis, avec une importance croissante des *maquiladoras*.[90] En fait, la fabrication d'équipements automobiles et de produits électroniques (téléphones, ordinateurs...) constituent les deux premières parties, avec presque la moitié du

87 Le rêve final de George Bush était, selon ses mots (Journal Clarín, édition du 18 décembre 1992) celui « d'un hémisphère uni par la coopération économique et la libre concurrence ». Il indiquait également que « le moment arrivera où le commerce sera libre de l'Alaska jusqu'à l'Argentine, et tout citoyen des Amériques aura l'opportunité de partager la nouvelle croissance et la croissante prospérité »

88 Cela a été le cas lors de la dernière crise, quand le PIB du Mexique est descendu de l'ordre de 5'4% et 6'4% dans le dernier trimestre de 2008 et le premier de 2009 (Reyes, 2009) à cause, principalement, de la chute des importations des EE.UU.

89 Les chiffres ont été récupérés de la International Trade Administration. US Department of Commerce (www.trade.gov) ainsi que du Secrétariat de Commerce du Ministère d'Économie mexicain (http://www.economia.gob.mx/comunidad-negocios/comercio-exterior/informacion-estadistica-y-arancelaria).

90 Dans la période 1995-2006, l'exportation de ces entreprises s'est multipliée par 3, tandis que l'augmentation de la production manufacturière nationale dans la même période a été plus modérée (+50%).

montant exporté.

Outre le Mexique, les États-Unis ont développé un vaste réseau de relations commerciales et d'investissement avec l'Amérique Latine et des Caraibes (ALC). Il apparaît aujourd'hui comme le principal partenaire commercial des pays latino-américains, avec 38,6% et 33,1% du quota d'exportation et d'importation de ces pays[91]. Ce réseau s'est fortifié à travers la promotion de plusieurs accords d'intégration. Parmi eux, les accords régionaux CAFTA-RD[92], ou le projet ALCA pour toute l'Amérique Latine, refusé par de nombreux pays et actuellement laissé de côté. Conscient de la difficulté d'avoir un accord avantageux avec plusieurs parties simultanément, les États-Unis ont tourné leur stratégie vers la signature d'accords bilatéraux.

Cela dit, les États-Unis ne font pas partie de chaque accord institutionnel signé sur le continent. Il existe plusieurs accords économiques entre des pays du centre du continent et du cône sud qui se superposent dont : le Marché Commun Centre-Américain, la Communauté Andine (CAN), héritière de l'ancien Pacte Andin, le Mercosur et l'Alliance Bolivarienne pour les Peuples de Notre Amérique (ALBA). Bien que très différents et hétérogènes, tous ces accords envisagent une intégration économique à long terme.

§2. L'intégration de l'est et du Sud-Est asiatique : une complémentarité productive... au sein de la DIT

La région de l'est et du sud-est asiatique a expérimenté, elle aussi, des progrès en matière d'intégration économique depuis la Seconde Guerre Mondiale, lesquels se sont accélérés à partir des années 1990. Du point de vue institutionnel, les pays sont parvenus à créer un tissu d'organisations supranationales régulant l'approfondissement des relations économiques entre les pays. En fait, cette interrelation s'est révélée centrale dans la montée en puissance de la région comme acteur économique et industriel mondial.

Le Japon, en tant que puissance principale de la région, y a été un protagoniste central et moteur. En fait, durant les années 1970, 80, et 90, le Japon était le principal fournisseur d'IDE sur le continent et favorisait l'externalisation d'activités productives auparavant établies à l'intérieur du pays.[93] En même temps, l'industrialisation des pays visés par l'investissement

91 On considère dans notre recherche que les pays latins sont ceux qui forment le MCCA (Mercado Común Centro-Americano), le Mercosur, la CAN (Comunidad Andina de Naciones), le Chili et le Mexique.

92 Cependant, dès 2009 le ratio correspondant aux États-Unis continue sa tendance baissière au profit notamment de la Chine, avec une présence croissante dans les relations des pays latino-américains.

93 Par moyen du Yatkeiretzussui Kazuo Plan des années 70, le gouvernement nippon cherchait à externaliser dans d'autres pays asiatiques les activités de moindre valeur ajoutée : l'acier, l'aluminium, les raffineries de

japonais provoquait des externalités positives dans les autres pays et la création de conditions pour la spécialisation dans les secteurs à valeur ajoutée plus élevée – ce qu'Akamatsu expliquait avec la métaphore des « oies sauvages » (1935,1937). Cela s'est traduit, dès les années 1980, par une hausse des niveaux du commerce intra-régional à un rythme assez supérieur à celui expérimenté par le reste du monde (Junko, 1999, p.83). Ceci dit, le principal élément dynamisant du commerce régional était l'échange intra-firme entre des subsidiaires locaux de grandes firmes. En fait, la destination finale d'une partie croissante des biens commercialisés était l'exportation transcontinentale pour laquelle le Singapour, grâce à l'absence de barrières tarifaires, servait d'intermédiaire commercial.[94]

Le début des années 1990 amène une série de transformations qui touchent l'identité économique de cette région dans la sphère internationale : l'approfondissement des politiques d'intégration commerciale et l'apparition de la Chine en tant que nouvel acteur économique d'importance internationale.

La référence au groupe de l'ASEAN, bien que créé en 1967 par de petits pays,[95] est centrale pour avoir une idée claire des mouvements et des alliances à partir des années 1990. Ainsi, en 1993, la signature de l'Asian Free Trade Agreement (AFTA), est complété les années suivantes par des appendices tels que la Common Effective Preferential Tariff (CEPT), l'ASEAN Industrial Complementation (AIC) et la Brand-to-Brand Complementation (BBC) (Fumio, 1999).

La crise allait interrompre, à partir de 1997, le processus de suppression des barrières intérieures au sein du groupe ASEAN. En revanche, à partir de ce groupe allaient naître d'autres alliances dans la région – comme l'ASEAN+3 – et transocéaniques – notamment l'Asia-Pacific Economic Cooperation (APEC).

L'émergence de la Chine est l'autre élément-clé dans l'intégration asiatique. Avec son émergence dans les années 1990, elle a dépouillé le reste des économies est-asiatiques émergentes (NIE et ASEAN) d'une partie très significative du quota de production dans

pétrole, la chimique, l'électronique et la construction navale. (Arceo, 2010, p.171). L'appréciation du yen dans la seconde moitié des années 80 oblige à intensifier cette externalisation, notamment à travers des joint-ventures (Thorbecke et Salike, 2011)

94 Les chiffres brassés par Junko (1999) signalent le Singapour comme étant récepteur de plus du 60% des exportations intra-ASEAN-5 de la Thaïlande, la Malaisie, et l'Indonésie

95 L'Asean est formé, originairement, par l'Indonésie, la Malaisie, Philippines, le Singapour et la Thaïlande. Pour identifier ce groupe de cinq pays des ultérieures ampliations, on le nommera désormais le ASEAN-5.

chaque branche dans lesquelles elles étaient spécialisées (Fernald et Lougani, 2004. p.2)[96]. En revanche, cela n'a pas donné lieu à une désindustrialisation massive dans ces pays, mais à la mise en place d'une complémentarité entre eux et la Chine.

L'IDE arrivant en Chine a explosé à partir du début des années 1990. Les origines de la plupart de ces capitaux ont été les États-Unis, le Japon, Hong Kong[97] et ses voisins est-asiatiques (notamment de la part des NIE). Hart-Landsberg et Burkett (2006) montrent que derrière l'investissement de capitaux provenant des pays voisins, il n'y aurait pas un processus de destruction de l'industrie nationale, mais une accentuation de la stratégie des ETN de mettre en place des processus de production transfrontalière intégrée. Pour le cas est-asiatique, la Chine est utilisée en tant que plate-forme d'assemblage et exportation de produits finis vers les pays développés, spécialement les États-Unis. Un coup d'œil sur l'évolution de la balance commerciale chinoise selon le pays partenaire peut être très explicatif. La Chine cumulait dans les années quatre-vingt-dix et 2000 des déficits croissants avec les NIE et les nouveaux tigres à cause de l'importation croissante de produits de haute et moyenne technologie depuis les NIE et le Japon (Lall et Albaladejo, 2004). Cependant, elle enregistrait des excédents record avec les Etats-Unis,[98] pays vers lequel elle exportait le même type de produits.

La pleine insertion de cette région dans le régime d'accumulation mondiale lui a permis d'atteindre une rapide industrialisation en tant que fournisseur de manufactures (électroniques et autres) pour les pays développés. Or, comme nous l'avions indiqué pour le cas de la Chine, le ratio élevé du commerce par rapport au PIB de chacun des pays de l'est et du sud-est asiatique, ainsi que la faible diversification de la destination des marchandises, montrent la forte dépendance de la région envers les pays du centre. En fait, leur processus d'intégration reste conditionné par la nécessité d'assurer les meilleures conditions aux capitaux étrangers mais aussi régionaux. En fait, la menace que font peser de nouveaux pays et la politique de contention des coûts de la Chine – et de nouveaux pays tels que le Vietnam – oblige chacun des pays à réprimer les demandes concernant l'amélioration des conditions de travail et à

96 Fernald et Lougani (2004. p.2) partent de la classification de branches faite par la Direction de Statistiques Commerciales du Fond Monétaire International, et en analysent l'évolution de cinq: Ordinateurs, périphériques et semi-conducteurs; vêtements et chaussures; biens domestiques, équipement et matériel de récréation; et équipement de divertissement domestique

97 Xing (2010) prévient que le grand flux venant de Hong Kong peut s'expliquer par la politique d'avantage aux IDEs de la part des autorités chinoises. Cela encourage la fuite d'une partie de capitaux chinois vers le Hong-Kong pour retourner plus tard sous la forme d'IDE.

98 La Chine est devenue en 2000 le principal créditeur commercial des États-Unis, après avoir dépassé le Japon.

assurer la compétitivité du secteur travail-intensif.

Section 3 ***: Les zones monétaires face aux défis de la transnationalisation et de la financiarisation***

En parallèle aux grandes transformations de l'économie internationale présentées dans les deux premières sections de ce chapitre, on observe également une évolution des formes de relation monétaire entre agents de différents pays. Comment peut-on expliquer cette évolution ainsi que la possible relation entre des phénomènes contemporains qui, à priori, n'auraient pas de lien entre eux ? Cette évolution est-elle pertinente pour expliquer la forme des instabilités remarquées de nos jours ?

En ligne avec ce que nous avons avancé dans le cadre théorique et commencé à développer dans le deuxième chapitre, nous voulons montrer dans les prochaines pages que l'évolution des relations monétaires sur le plan international à chaque période est étroitement liée aux grandes transformations dans l'accumulation internationale du capital. Cela n'est pas un objectif principal dans notre travail de thèse. Cependant, il s'agit d'un pas préalable avant de remarquer dans les quatrième et cinquième chapitres, que l'importance de l'architecture du SMI basée sur l'utilisation de monnaies nationales est un facteur d'instabilité, indépendamment de l'époque dans laquelle on se trouve.

Avec cette perspective, nous allons faire d'abord un bilan des principales monnaies-clé dominantes dans l'économie transnationale et les formes de dépendance des autres monnaies. Notre analyse nous mènera à présenter ensuite deux catégories – la *dissolution* des zones monétaires nationales et l'émergence des *zones-devise* –, à partir desquelles nous pouvons encadrer dans une lecture structurelle tous les grands phénomènes en ce qui concerne les relations monétaires internationales et, finalement, avertir des risques que représentent ces phénomènes pour la stabilité économique internationale

a. Vers la privatisation et la multiplication des relations entre les zones monétaires

La transnationalisation et financiarisation ont affecté toutes les sphères de l'économie, tant sur le plan national qu'international. En ce qui concerne notre recherche, cela a provoqué une multiplication des flux de capitaux entre pays liés au nombre croissant d'opérations

commerciales et financières. Une mention particulière méritent les opérations à court terme, par lesquelles les mouvements de capitaux entre pays sont actuellement plus autonomes des opérations commerciales et d'investissement à long terme que dans les années antérieures à la libéralisation (Benassy-Quéré et Cœuré , 2005, p. 183).

Cela peut être vérifié avec une révision de l'évolution des positions d'investissement internationales des pays. Pour cela, il convient néanmoins de reprendre l'analyse comptable que nous avons réalisée, lors de notre premier chapitre, concernant les différentes opérations des balances de paiements. Dans cette analyse on avait fait deux remarques qu'il convient de reprendre maintenant. La première était la distinction que nous avions faite entre les « Opérations Monétaires Internationales » (OMI) et les « Opérations Financières Internationales » (OFI). Les OMI laissent des variations directes sur le solde net de la Position d'Investissement International du Pays, alors que les OFI n'entraînent aucune variation directe, car il s'agit d'opérations d' « entrée » et « sortie » simultanées de capitaux. La seconde remarque était la différence entre un scénario où les flux extérieurs d'un pays sont centralisés par une institution publique nationale et un scénario où il n'y a pas de centralisation nationale. L'existence de cette institution permettrait de freiner le stockage d'actifs et passifs vis-à-vis les agents étrangers dans la Position d'Investissement Internationale (PII) du pays et, comme résultat, d'alléger les tensions des sorties potentielles de capitaux. L'explication à partir des mécanismes comptables de la balance de paiements avait été centrale pour comprendre le type de pressions sur le taux de change du dollar dans les années 1950 et 1960, malgré la position créditrice nette des États-Unis, la forte limitation des opérations de type spéculatif et la centralisation des capitaux internationaux par les Banques Centrales des pays, qui stockaient ainsi des réserves monétaires croissantes.

De nos jours, les Banques Centrales de la plupart des pays continuent à stocker des réserves, à un rythme supérieur à celui de l'époque entre les années 1950 et 1970, lorsque la rigidité des taux de change était un engagement officiel et multilatéral (Mateos y Lago et al, 2009). Et ce sont notamment celles des pays en développement qui ont le plus contribué à la flambée des avoirs en devise, au point de détenir jusqu'à 60% des réserves totales au début du XXIème siècle. Une proportion si élevée contraste avec le faible poids de ces pays en termes de PIB et, historiquement, avec le montant des réserves qu'ils détenaient au milieu des années 1970 (40%) ou même celui du début des années 1990 (25%)[99].

99 On a obtenu la somme des réserves des pays en développement à partir de la soustraction des réserves

Mais les Banques Centrales ne jouent plus le rôle de centralisation des flux avec l'étranger – sauf dans des cas comme le cas chinois – ; ce sont les agents qui font des opérations directement entre eux ou au moyen des institutions financières privées. Si l'on ajoute cette évolution aux transformations économiques abordées dans les deux premières sections du chapitre, il ne faut pas s'étonner que les actifs et passifs bruts de la PII augmentent à grande vitesse.

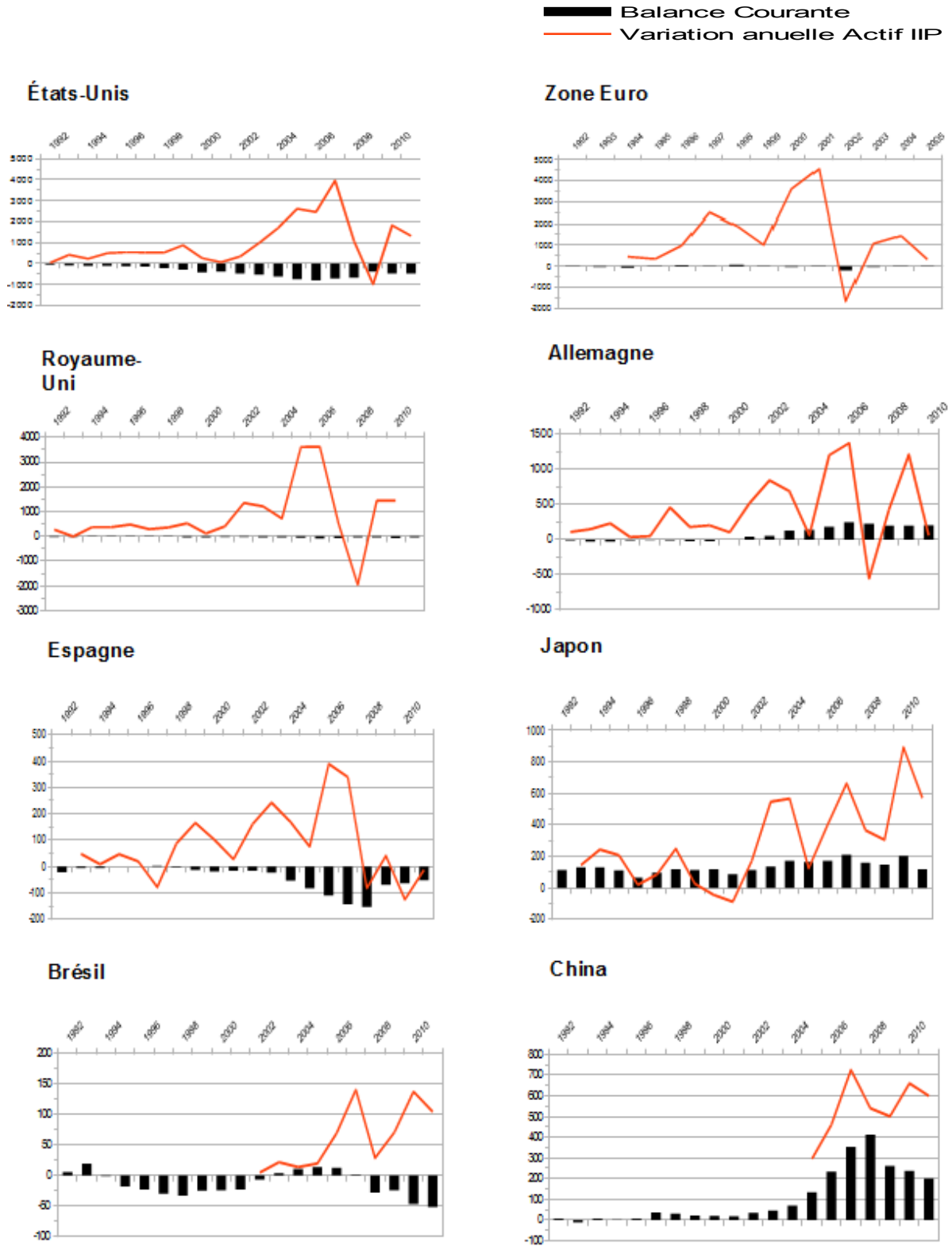
Le graphique 3.7 illustre cette hausse généralisée des opérations et des liens établis entre différents pays. Dans ce graphique nous comparons, pour quelques pays développés et émergents, les soldes nets des comptes courants et la variation de l'actif brut de la PII nationale. Pour tous les pays, nous constatons une forte hausse de l'actif du PII avant la crise ; pourtant, cela ne s'explique pas par un résultat positif du compte courant, mais par une multiplication des opérations financières entre agents privés dans les années 1990 et surtout au début du XXIème siècle, ainsi que par la variation du prix de marché des actifs et les passifs extérieurs.

Dans un premier groupe de pays – l'Allemagne, la Chine et le Japon – les excédents commerciaux sont remarquables, mais cela n'explique qu'une partie de la hausse annuelle de l'actif de la PII. En Chine, malgré les contrôles de capitaux encore existants, on observe le même phénomène. La première décennie du nouveau millénaire l'a amenée à enregistrer des excédents record ; par contre, ses positions créditrices et débitrices grimpent à un rythme soutenu, résultat des opérations financières entre les agents dits résidents et les non-résidents. Plus évidents sont les cas où les dynamiques du compte courant et de la variation de l'actif brut ne sont pas du tout liés – tels que la Zone Euro et le Royaume Uni – ou même les cas comme le Brésil, l'Espagne et les États-Unis qui, pendant les années précédant la crise cumulaient des positions déficitaires du compte courant sans que cela empêche la forte hausse des actifs des résidents à l'extérieur.[100]

(hormis l'or) avancées par le FMI, au total des réserves (hormis l'or). Les pays fortement arriérés sont compris aussi dans le calcul, mais ils n'apportent pas un montant significatif à la somme totale. Le calcul a été fait à partir des données du International Financial Statistics (IFS).

100Évidemment, pour tous les pays analysés on observe des hausses fortes du côté du passif extérieur, y compris pour ceux ayant des forts excédents dans le compte courant. Notre intérêt avec les deux variables choisies pour le graphique était de montrer 1) la multiplication des positions internationales des agents de chaque pays, et 2) l'importance de la particularité des OFIs pour comprendre la hausse des actifs extérieurs dans les pays à forts déficits nets.

<u>Graphique 3.7</u>: Comparaison entre les balances commerciales et l'évolution des actifs cumulés dans la Position d'Investissement International (IIP) (en milliards de dollars)



Source : IFS Statistics

La crise contemporaine a provoqué, outre le ralentissement des opérations commerciales entre pays, un désinvestissement de capitaux et la dévalorisation des actifs financiers, ce qui explique le frein de l'expansion, voire le renversement, des positions brutes extérieures des pays. Cependant, cela ne remet pas du tout en question la tendance à long terme vers une interrelation croissante entre agents de différents pays et donc, de différentes zones monétaires.

On peut dire donc que l'évolution de l'économie internationale s'est accompagnée d'une sorte de *dissolution* des zones monétaires. Contrairement au scénario qui allait suivre les accords de Bretton Woods – avec un contrôle sur les mouvements de capitaux internationaux et où c'étaient les Banques Centrales qui centralisaient la plupart des actifs et des passifs à l'étranger –, le SMI actuel se caractérise par l'accès direct et croissant des agents, financiers ou pas, aux opérations dans des systèmes financiers étrangers.

Malgré tout, l'essor des opérations financières des agents, privés et publics, ne s'est pas produit parallèlement au développement d'un vaste marché financier national dans chaque pays capable de canaliser les capitaux, mais à travers la participation des agents dans les systèmes monétaires et financiers développés des pays centraux. Cela ne veut pas dire qu'il existe un monopole de la part d'une ou de deux monnaies nationales pour toutes les opérations économiques ; il existe une grande hétérogénéité d'opérations, notamment dans le marché financier et le poids de chaque monnaie change beaucoup d'une activité à un autre (Cohen 1998). Ceci dit, nous pouvons bien identifier deux monnaies qui apparaissent de nos jours en tête dans la plupart des opérations : le dollar et l'euro.

Un premier aspect confirmant la prédominance de ces deux monnaies concerne les réserves internationales (Tableau 3.4) : tandis que les actifs en dollars et en euros représentent plus de 60% et de 20% respectivement, les actifs en autres monnaies n'atteignent pas à 5%. Sur le marché d'échange de devises (FOREX), le rôle central de la monnaie étasunienne est plus clair encore. Durant les années 1990, elle accaparait environ 90% des opérations d'échange de devise. Avec la création de l'euro, ce ratio n'est descendu que très légèrement, jusqu'à 84'9% pour l'année 2010 (BIS, 2010). Après la crise de la monnaie unique européenne, le ratio du dollar est de 87%, alors que ceux de l'euro étaient d'environ 33,4% (BIS, 2013), le yen et la livre le suivant à distance.

Tableau 3.4 : Réserves monétaires internationales déclarées 1995-2013

Pourcentage de réserves selon la devise	1995	1999	2003	2007	2008	2009	2010	2014-Q3
U.S. dollars	59,02	71,01	65,93	64,13	64,09	62,04	61,84	62,32
Japanese yen	6,78	6,37	3,94	2,92	3,13	2,9	3,66	3,96
Pounds sterling	2,12	2,89	2,77	4,68	4,01	4,25	3,93	3,84
Euros	26,98*	17,9	25,16	26,28	26,42	27,66	26,01	22,62
Claims in other currencies	5,11	1,83	2,2	1,99	2,34	3,16	4,56	7,34

* Chiffre obtenu à partir de la somme des pourcentages de réserves en franc français, mark allemand, en florin hollandais et en ECUs

Source : Élaboration propre à partir des statistiques de la *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* (www.imf.org)

La centralité du dollar dans le FOREX est compréhensible surtout si l'on prend en compte la proportion d'opérations réalisées en cette monnaie. Les chiffres mobilisées par Gowan (1998) illustraient déjà pour 1995 que la monnaie américaine concentrait presque la moitié du commerce mondial.[101] En ce qui concerne les opérations financières, on constate la même position dominante : 76,8% des prêts bancaires, 39,5% de l'émission de bons internationaux et 44,3% des dépôts en Eurodevises étaient en dollars.

Dans certains pays en développement, localisés fondamentalement en Amérique Latine et en Afrique cette dissolution asymétrique au profit des monnaies internationales s'est traduite par une substitution des actifs en monnaie nationale (*asset substitution*) par des actifs en monnaie étrangère. En fait, comme nous le verrons au cours des pages qui suivent, dans des cas particuliers l'argent *cash* utilisé dans les achats intérieurs est majoritairement composé de billets et de pièces en monnaie étrangère (*currency substitution)* (Feige et al, 2003 ; p.49-50).

Et de même que l'actif, le passif en monnaies-clé dans ces pays atteint des niveaux élevés. Le faible développement économique et financier les oblige à faire appel à l'endettement extérieur et en monnaie étrangère. Eichengreen, Hausmann et Panizza (2002, 2003) parlent de

101 Un ratio assez élevé, compte tenue de la prise en compte, dans ce calcul, des opérations commerciales entre les pays qui allaient intégrer la Zone Euro quelques ans plus tard.

l'existence d'un péché originel– ou *original sin* en anglais – selon lequel les pays concernés doivent choisir entre deux possibilités risquées d'emprunt. L'emprunt extérieur, tout d'abord, où le prêt se réalise en monnaie étrangère pour investir en monnaie nationale, crée un risque basé sur la variation du taux de change ou « *currency mismatch* ». Si l'emprunt se réalise dans le marché local, en monnaie nationale, il doit être fait à court terme et provoque ainsi un risque de discordance vis-à-vis de la perspective à long terme de l'investissement ou, autrement dit, un « *maturity mismatch* ». Pour ces auteurs, ce dilemme et le manque apparent de sortie unilatérale de celui-ci, constituent une explication centrale aux crises financières et macroéconomiques récentes des pays émergents[102].

La forte dépendance de ce pays par rapport aux systèmes financiers des monnaies-clé les place dans une situation particulièrement vulnérable face au processus de dissolution asymétrique et conditionne extrêmement leur politique monétaire extérieure. Cet aspect sera l'objet du point suivant.

b. Politique monétaire extérieure de facto Vs de jure

Apparemment, les années 1990 ont conduit à la consolidation de la tendance vers des régimes de taux de change flexibles pour une longue liste de pays développés mais surtout émergents et en développement. Nous avons assisté, également, au passage pour d'autres pays à des régimes d'ancrage dur (*hard pegs*) à des monnaies régionales ou nationales hégémoniques. À partir des années 1970 – depuis le nouveau cadre de régulation monétaire signé en Jamaïque – le FMI montrait dans ses rapports annuels un abandon progressif des ancrages doux – ou *soft pegs* – et l'adoption de régimes de change extrêmes.

Les crises dans les années 1990, qui allaient particulièrement secouer les pays émergents pratiquant des ancrages doux, renforçaient la thèse selon laquelle « *The peg did it* » (Eichengreen et Hausmann 99 ; Mundell 2000). Selon cette approche, la mobilité internationale croissante des capitaux rendait encore plus difficiles la simultanéité des ancrages et les politiques monétaires autonomes. L'alternative proposée était bipolaire (*bipolar view* ou *the two-corner solution*) ; soit le pays laissait décider librement la valeur extérieure de sa monnaie sur les marchés de devises et conservait la politique monétaire, soit

102La recherche autour de l'aspect international de *l'original sin* et de ses conséquences sur la stabilité macroéconomique et financière s'est poursuivie et a donné lieu à de nombreux travaux (dont Goldstein et Turner, 2004 ; Eichengreen, Hausmann et Panizza, 2002, 2004 ; Jeanne, 2005). Dans notre recherche, nous nous limitons à aborder les conséquences sur les politiques de taux de change.

on explicitait la soumission complète des instruments de politique monétaire à la stabilité du taux de change (Fischer, 1999). Il fallait donc choisir définitivement le sommet du triangle sur lequel baser la politique monétaire[103].

Cette affirmation radicale, pourtant, a été relativisée dès le début du XXIème siècle à partir de l'observation, de la part d'une série d'auteurs (Hausmann et al., 2000; Levy-Yeyati et Sturzennegger, 2000, 2001: Calvo et Reinhart, 2000, 2002 ; Reinhart et Calvo, 2000) d'un manque de correspondance entre les politiques de change annoncées par les pays et les politiques *de facto*. Cela a amené Fischer (2001) à admettre l'exagération de ses propos sur la bipolarité et à la reformuler. Chez lui, l'affirmation pertinente serait de dire que (i) les ancrages doux[104] ne sont plus soutenables dans les pays ouverts aux capitaux internationaux ; (ii) une variété de régimes flexibles restent possibles et (iii) on peut s'attendre à ce que les autorités publiques réagissent aux mouvements du taux de change au moyen de l'utilisation des mécanismes de politique monétaire.

Fischer cherche, avec sa relativisation, à intégrer dans l'approche des *two-corner solutions* la conclusion de plus en plus partagée, selon laquelle une grande partie des pays qui déclarent laisser flotter le taux de change de leurs monnaies en régime de flexibilité du taux de change interviennent avec les instruments de politique monétaire pour calmer la variation de celui-là. Comment expliquer sinon, dans un cadre historique de passage aux régimes flexibles, la hausse record des stocks de réserves monétaires des Banques Centrales, vue auparavant, et encore maintenant, l'intensification du rythme de stockage au début du XXIème siècle ?

L'analyse empirique menée par Calvo et Reinhart (2000, 2002) montre l'existence de ce qu'ils ont nommé *fear of floating* : une peur de la part des pays en développement de laisser flotter la valeur de leur monnaie. À travers le calcul des probabilités de variation mensuelle des taux de change, réserves, création monétaire et taux d'intérêt au-delà de différentes marges, ils constatent que, en dépit d'avoir annoncé la flottabilité du taux de change, les gouvernements sacrifient leurs outils de politique économique pour assurer la stabilité du taux de change. Certes, entre les quatre groupes identifiés par le FMI à l'époque[105], il existe une

103 Cooper (1999) à l'époque, par ailleurs, remettait en question l'existence du triangle car il niait que l'on puisse achever une politique monétaire autonome de stabilisation interne dans le cadre de taux flexibles et d'une mobilité internationale du capital.

104 Les régimes de changes exclus par la *bipolar view* seraient chez Fischer (ibid) : "In essence, fixed, adjustable-peg, and narrow-band systems, in which a government is committed to defending a particular value (or range of values) of the exchange rate, but is not committed to devoting monetary (and, on occasion, fiscal) policy solely to the goal of defending the parity."

105 Les quatre groupes du FMI à l'époque sont : flottement, flottement géré, flexibilité limitée et taux fixe.

différence dans la possibilité de sortir des marges de variation. Or celle-ci n'est pas significative. De plus, les variations du taux de change des monnaies du groupe 'flottants' par rapport à la devise de référence – dollar américain, mark allemand, yen japonais – est très inférieure – en termes généraux – à la variation de référence des monnaies flottantes : dollar, yen et dollar australien. Les phénomènes de haute volatilité des taux de change restent limités aux périodes post-crise comme c'est le cas du Mexique depuis 1994 ou des pays est-asiatiques après 1997. Mais cette volatilité demeure quand même inférieure à celle des grandes devises et diminue au fur et à mesure que les pays retournent à la stabilité.

L'altération du niveau des réserves et du taux d'intérêt reste alors attachée au compromis implicite de maintenir l'ancrage informel de la monnaie[106]. Le taux d'intérêt, dont la volatilité est supérieure que pour les autres variables est, selon les mêmes auteurs, l'instrument préféré pour assurer la stabilité. Certes, il y a une série d'instruments – le contrôle à l'entrée ou sortie de capitaux, la stérilisation des réserves, la requête du niveau des réserves bancaires, etc. – de moindre importance auxquels les États ont recours pour influencer l'entrée et la sortie de capitaux et leurs effets sur l'économie intérieure (Reinhart, C. et Reinhart, V, 2008). De cette façon, ils gagnent un peu de marge de manœuvre afin d'utiliser les instruments principaux (taux d'intérêt, politique fiscale) pour aboutir aux objectifs nationaux en matière économique.

Mais quels sont alors, chez Calvo et Reinhart, les facteurs qui provoquent ce *fear of floating* et soumettent les instruments de la politique monétaire à la défense (plus ou moins stricte) d'un taux de change par rapport à une devise ? L'explication offerte par ce binôme d'analystes repose sur certaines spécificités qu'il convient de rappeler.

Tout d'abord, il existe une crainte généralisée des phénomènes de *sudden stop* qui se sont démultipliés pour les pays périphériques et ce depuis les années 1980 (Reinhart et Calvo, 2000). La particularité de ces pays par rapport aux pays développés est l'ampleur et la durée des épisodes de retrait des capitaux. Les pays développés, possédant un système financier plus fort, ont bénéficié historiquement d'un accès davantage fluide au marché, même en situation de crise. En revanche, dans les pays en développement et émergents, ces auteurs ont catalogué une violence supérieure des phénomènes de *sudden stops* ainsi qu'une détérioration plus

Depuis, certains analystes (Poirson, 2001) ont mis en évidence le simplisme de cette catégorisation et proposent le développement d'autres types de catégories.

106 Les statistiques mobilisées par Calvo et Reinhart montrent par exemple que, pour les données étudiées, la probabilité de variation du niveau de réserves au-delà de la marge des 2,5% mensuels est supérieure en moyenne dans les économies soi-disant flottantes que dans celles avec un régime *de jure* de flexibilité limitée.

brusque des ratings de crédit. Compte tenu du faible niveau de développement de leurs systèmes financiers nationaux ou régionaux, le durcissement des conditions du crédit externe intensifie la contraction de ces économies.

La menace d'un éventuel phénomène de *sudden stop* oblige les pays à assurer au moyen de politiques crédibles, le cadre macroéconomique et financier plus adéquat qui empêche la formation de spéculations déstabilisatrices de la part des agents privés. Eichengreen (2006) suggère pour ces pays une discipline monétaire basée sur le compromis d'une stabilité interne des prix – l'*inflation targeting* ou ciblage de l'inflation[107]– à travers la mise en place de règles qui évitent toute politique discrétionnaire et conditionne la politique économique à l'atteinte d'un taux d'inflation à moyen terme. Or, le problème imputé à une grande partie des pays périphériques est le manque de crédibilité à cause de leur histoire[108] mais aussi de l'absence d'un cadre institutionnel qui garantisse la mise en place durable de ce type de politiques. La solution adoptée par certains pays serait l'ancrage sur une référence extérieure. D'où le fait que les taux d'intérêt de ces pays, soumis à la priorité de stabiliser la valeur extérieure de leur monnaie, montrent tous les signes d'une volatilité plus importante.

Par ailleurs, il faut rappeler que certains de ces pays vivent depuis des décennies avec un haut niveau de dollarisation non-officielle, tant du côté du passif (*original sin*) que de l'actif (Jameson, 2006). Dans les deux cas, conserver une stabilité du taux de change devient essentiel pour l'économie afin d'éviter les dangers provoqués par une forte volatilité du marché de changes (Poirson, 2001).

Les raisons de type commercial sont également importantes pour expliquer la peur du flottement partagée par les pays en développement et émergents. Rappelons-le, une partie importante des produits dans lesquels ces pays se sont spécialisés et sur lesquels se base une partie importante de leurs exportations – parfois avec des structures mono-exportatrices – sont commercialisés en dollars. Par conséquent, la volatilité par rapport au *greenback* provoquerait un manque de stabilité dans les recettes des exportations.

À cette incertitude il faut ajouter les conséquences négatives au niveau strictement

107 Les *hard pegs* sont définis par Barry Eichengreen (2006, p.150) comme étant une stratégie de politique monétaire en 4 points : un engagement institutionnalisé de garantir l'invariabilité et la stabilité du taux de change, des mécanismes qui rendent la banque centrale responsable d'aboutir à l'objectif annoncé, l'annonce publique de la stratégie et la communication au public et aux marchés par rapport à la logique des politiques entreprises pour respecter le taux de change fixe.

108 Les périodes de haute inflation, voire hyperinflation, ont marqué les dernières décennies d'un grand nombre de pays en développement, dont essentiellement les pays sud-américains.

commercial des fortes dépréciations et appréciations d'une monnaie par rapport aux grandes monnaies. D'un côté, l'appréciation érode la compétitivité internationale et accentue le risque de démarrage d'une dynamique du type *Dutch-disease* pour les mono-exportateurs de matières premières. De l'autre côté, le *pass-through* observé à la suite d'une dépréciation ou dévaluation semble, pour Calvo et Reinhart (2000), supérieur dans le cas des pays émergents et en développement que dans le cas des pays développés.

Toutes ces variables entraînent que les régimes de change menés par ces pays diffèrent souvent des régimes annoncés par les pays eux-mêmes. Dans ce sens, le FMI a commencé, à partir de 1999, l'élaboration d'un classement des régimes *de facto* et a fini par accepter qu'elle diffère beaucoup du classement classique, réalisé à partir des régimes déclarés (Bubula et Ötker, 2002). En fait, si l'on observe dans ces travaux du FMI l'évolution récente – lors des dix dernières années – des régimes de change, les résultats semblent appuyer la thèse du *fear of floating*, en opposition à la vision bipolaire.

D'abord, en ce qui concerne les régimes de flottement, la tendance à s'orienter vers ceux-ci s'est interrompue, voire renversée. Dans une dynamique non régulière observée à partir de 2002, les *soft pegs* sont en train de reprendre la place perdue face aux régimes flexibles. Et même à l'intérieur de cette dernière catégorie, s'imposent les modalités de flottement contrôlé (*managed flottement*) face aux régimes absolument flexibles. En fait, toujours selon le classement *de facto*, on s'aperçoit que dans la liste des pays à flottement pur ne figurent que les pays de la Triade (Zone Euro, États-Unis et Japon)[109] et des pays – la plupart, des pays développés – avec une stratégie de « *inflation targeting* »[110]. (IMF, 2007, p. 30-32 ; 2012 ; p. 5-7).

Certes, les recherches citées ci-dessus ne nous permettent de confirmer ni la vision *bipolaire*, ni le retour massif des monnaies de la flexibilité vers l'ancrage doux au cours des prochaines années. En fait, le panorama actuel montre plutôt une hétérogénéité de régimes, entre pays et dans un même pays à des périodes différentes. Il est en effet fréquent qu'un pays change de politique au cours d'une période donnée, avec des allers et retour vers des périodes

109 Les 17 pays de l'Eurozone figurent dans le classement dans la catégorie des pays aux régimes de flottement libre, ce qui surdimensionne la magnitude de celle-ci. Si l'on intégrait ces pays dans la catégorie des *hard pegs*, et qu'on ne comptabilisait que l'euro dans celle des monnaies flottantes, le poids relatif – en termes de pays membres mais surtout de dimension économique – de chacune des catégories changerait radicalement.

110 La Somalie en fait partie également. Or, le manque d'information officielle ainsi que l'existence de plusieurs marchés parallèles (dont l'officiel avec un taux de change fixe) rendent compliqué son classement et le FMI (2007, p. 31) se limite à indiquer le régime du marché qui aurait, selon ses estimations, la plus grande dimension.

de plus grande rigidité ou au contraire de volatilité contrôlée[111].

Cela confirme pourtant que les asymétries monétaires dénoncées lors du premier chapitre et repérées dès le début du deuxième, soient encore en vigueur de nos jours. Au-delà des politiques conjoncturelles, les politiques monétaires des pays – notamment celles des pays en développement et émergents – continuent à long terme à être dépendant vis-à-vis des monnaies-clés.

Un autre élément qui nous sert à soutenir cette affirmation est l'expansion récente des régimes d'ancrage fort (*hard pegs*). Deux grandes formes se distinguent parmi les formes de cession de souveraineté, en fonction de la relation des pays inclus et de la référence imposée. Une première forme peut être celle du système monétaire européen, basé sur l'ancrage des monnaies à une référence commune, voire la création d'une monnaie unique pour tous les membres. Dans ce cas, au moins d'un point de vue théorique, la symétrie entre les zones monétaires nationales est respectée, puisqu'elles cèdent à un même degré leur souveraineté en faveur d'une entité supranationale.

Ce cas d'intégration, que l'on appellera *horizontale,* s'oppose à celui de type plus *vertical* où différents pays s'engagent à suivre la référence d'une monnaie-clé extérieure, sans pouvoir participer aux décisions concernant les politiques menées par le pays émetteur. Dans cette catégorie, nous incluons le *currency board*, car la masse monétaire du pays resté limitée par la quantité de monnaie étrangère détenue par le système bancaire. Et outre *le currency board*, la solution la plus extrême est celle de la dollarisation, où la monnaie nationale disparaît du circuit et est remplacée par la monnaie prise comme référence. Cette partie de la recherche est focalisée sur les justifications et les inconvénients de la dollarisation. Cependant, la plupart des conclusions sont valables aussi pour les régimes de *currency-board*.

Sur le plan théorique, l'approche de Mundell (1961) a été depuis, à la base des justifications théoriques autour des avantages et inconvénients pour les pays d'adopter un régime dur extrême. Selon cette approche, le respect de certains critères – dont notamment la parfaite circulation de capitaux, de personnes, une politique budgétaire commune et le fait d'être affecté par les mêmes cycles économiques – rendent intéressant pour un pays la possibilité d'appartenir à une zone monétaire. Cependant, l'apport mundellien souffre à partir des années 1980 d'une remise en cause en raison de la faible capacité explicative des événements

111 L'expérience du Zimbabwe et de l'Argentine lors de la dernière décennie sont paradigmatiques à ce sujet avec des changements brusques entre périodes d'ancrage fort et flexibilité.

observés lors des deux dernières décennies ainsi que de la difficile quantification des critères (Robson, 1987) et l'impossibilité de parvenir à des conclusions claires à partir de résultats opposés dans les variables.[112] De plus, la faible capacité explicative de certains aspects de la création de la monnaie unique européenne, la dollarisation de certains pays ou la conservation de certaines monnaies nationales, puisque opposés aux critères classiques de la OCA, mènent parfois à la considérer comme une théorie peu pratique (Emerson et al, 1992; Goodhart, 1995).

La révision de la version originale de Mundell a conduit au développement par certains économistes d'une « nouvelle théorie des zones optimales » (Tavlas, 1993). Elle cherche à « rendre opérationnelle » la théorie pour l'étude des cas particuliers (Mongelli, 2002, p.17). La nouvelle approche compte sur de nouvelles considérations économiques dans l'identification des OCA (voir par exemple Tower et Willett, 1974 ; Masson et Taylor, 1994 ; Tavlas, 1994). Dans la nouvelle version, la neutralité de la politique monétaire, la crédibilité des objectifs des politiques monétaires et fiscales des gouvernements (Sargent, 1986) et les doutes autour de l'effectivité des ajustements du taux de change sont des variables centrales à prendre en compte dans la décision finale d'un pays sur sa politique monétaire extérieure (Winkler *et al.*, 2004, p.12).

En fait, quelques auteurs affirment que celle-ci a été effectivement un facteur plus décisif que le critère classique d'ouverture et de partenariat commercial avec le pays émetteur de monnaie-clé dans les cas de dollarisation et d'instauration d'un *currency board* dans quelques pays à la fin du 20ème siècle (voir, par exemple, Ponsot 2003). Étant donnée la capacité déstabilisatrice des capitaux financiers, certains pays choisissent, par manque d'institutions monétaires crédibles, de limiter à l'extrême leur capacité d'action sur les instruments monétaires. Face au problème des *sudden stop*, le choix de dollariser une économie nationale, argumentent Calvo et Reinhart (1999), est plus favorable à l'économie de marché (*market friendly*) que la mise en place de contrôles massifs de capitaux.

Donc, selon cette logique, un grand avantage à espérer d'un processus de dollarisation est la stabilisation des indicateurs macroéconomiques du pays. Non seulement au moyen des limites théoriques imposées à la politique monétaire de la Banque Centrale (Goldfajn et Olivares, 2000), mais aussi sur les déficits fiscaux (Eichengreen 2002, 2003). Par ailleurs, l'absence de risque de dévaluation ou de dépréciation pousserait le risque-pays vers le bas et rendrait

112 Ce que Tavlas (1994) nommait « *the problem of inconclusiveness* ».

l'accès au crédit international moins cher (Calvo, 1999).

Contrairement à l'approche classique de l'OCA, ou même à ces nouvelles approches introduisant de nouveaux critères de type exclusivement économique, une autre série de travaux apporte des lectures alternatives par rapport aux phénomènes d'ancrage fort, dont la dollarisation. Opposé à cette vision *économiciste*, De Grauwe (1993, 2013) affirmait par exemple que derrière les intégrations monétaires il y a principalement des intérêts de type politique. Par ailleurs, une autre révision de l'approche mundellienne démarrée à la fin des années 1990 suggérait de renverser la causalité développée par la vision classique des OCA. Cette thèse dite de l'éndogénéité, développée à partir d'une étude empirique, défendait la thèse selon laquelle l'intégration monétaire pouvait être le facteur explicatif des critères d'optimalité classiques, tandis que ceux-ci seraient désormais les nouvelles variables endogènes.[113] Dans ce sens, la dollarisation peut être vue comme un élément pouvant encourager l'intégration entre pays en termes commerciaux et en termes de synchronisation des cycles d'investissement (Frankel et Rose, 1998 ; Rose et Engel, 2000).

Par rapport au secteur financier national, Eichengreen (2003) pense que la dollarisation est censée améliorer son développement. Il en distingue deux moyens : d'abord, l'absence d'une institution supérieure qui agit en tant que Préteur en Dernier Ressort réduit la tentation des institutions financières d'agir de façon imprudente. Ensuite, l'intégration monétaire avec d'autres systèmes financiers nationaux supprime la menace des discordances monétaires – *currency mismatches* – et réduit les menaces de discordances de maturité – *maturity mismatches*. Tout cela, pour Hausmann (1999), crée le cadre adéquat pour le développement financier du pays.

En ce qui concerne la recherche empirique sur les résultats de la dollarisation, il n'y a pas de conclusion partagée. Moreno-Villalaz (1999), par exemple, montre que pour le cas du Panama, les résultats venaient démontrer les meilleurs pronostics théoriques : bonne performance économique, niveaux de croissance hauts et stables, faible taux d'inflation et d'intérêt, etc. Cependant, les décisions de dollariser ont reçu également de fortes critiques notamment pour les coûts engendrés. En fait, d'autres études empiriques contredisent les vertus supposées de cette pratique. Le travail de Goldfajn et Olivares (2001) sur le Panama remettait en question l'optimisme de Moreno-Villalaz et expliquait que, malgré les effets

113 Cela a provoqué un débat sur la méthode et ses conclusions finales. Voir, par exemple, Nitsch (2002) et Rose (2002).

positifs sur l'inflation, la dollarisation n'assurait, dans ce cas, ni la discipline fiscale ni une moindre volatilité sur les taux d'intérêt ou de croissance. C'est à une conclusion similaire que sont arrivés Edwards (2003) et Edwards et Maguerzo (2003). Les évidences montrent un effet positif de la dollarisation sur le niveau des prix ; par contre, les pays étudiés ne présentent pas de comptes plus équilibrés qu'ils soient publics ou extérieurs et profitent d'un moindre niveau de croissance économique que ceux aux caractéristiques similaires mais non dollarisés.

Par ailleurs, les limites à l'émission monétaire, qui sont souvent présentées comme un avantage, sont au même temps un possible handicap pour la croissance du pays. D'abord, contrairement au cas d'intégration monétaire horizontale, le remplacement de la monnaie nationale par une monnaie étrangère entraîne un effort de la part du pays intégré, qui n'aura de liquidité en monnaie-clé que dans la mesure où il exporte des biens, des titres financiers, etc. (Cencini, 2001). C'est ce que Fischer (1982) appelait le *stock cost*. Par ailleurs, cette adoption empêche les autorités d'avoir recours au seigneuriage. Une façon proposée de réduire les effets de cette asymétrie est celle de partager le seigneuriage du pays émetteur parmi les pays dollarisés (Schuler et Stein, 2000). Pour l'instant, ce mécanisme ne fonctionne qu'entre l'Afrique du Sud d'un côté et Lesotho et Namibie de l'autre (Cohen, 2003, p. 234).[114]

De surcroît, généralement, cette impossibilité de réguler l'émission monétaire par la Banque Centrale nationale rend impossible d'accéder au Prêteur en Dernier Ressort (LOLR). Cela peut être considéré par certains comme quelque chose de positif, puisque cela réduit l'aléa moral. Or, en cas de fuite de capitaux, la situation de vulnérabilité est extrême et les effets de celle-là peuvent être très sévères. À cela il faut ajouter l'impossibilité de dévaluer une monnaie nationale inexistante, ce qui oblige à faire des ajustements récessifs (Vernengo, 2006 ; Camara Neto et Vernengo, 2006).

En ce qui concerne le pays à monnaie-clé, leurs enjeux politiques et économiques par rapport à la dollarisation d'un pays voisin sont presque opposés à ceux des pays candidats. Certes, il bénéficiera aussi de la réduction des coûts de transaction et d'une stabilité des prix entre les pays. Mais en plus, la soumission monétaire d'un pays périphérique renforce sa position dominatrice et son leadership international. En même temps, il est le seul à toucher les gains de seigneuriage provoqués par l'utilisation et la thésaurisation de sa monnaie par des agents étrangers.

114 L'une des raisons pour lesquelles les pays à monnaie-clé optent pour le fait de ne pas se montrer intéressés ni encourager explicitement la dollarisation des pays est la recherche d'un meilleur positionnement dans les débats sur le partage du revenu du seigneuriage. Cohen lui-même offre d'autres arguments

Par contre, l'adoption massive au niveau international de sa monnaie nationale peut conduire à certaines situations à risque. La première concerne l'incapacité à contrôler la masse monétaire à cause de sa circulation entre des agents et institutions financières internationaux. La deuxième dérive des possibles conséquences négatives qu'une dé-dollarisation pourrait provoquer sur l'image et la stabilité de la valeur de cette monnaie-clé (Ponsot, 2006a, p. 32). À ces risques, Cohen (2003a, p.15) ajoute deux raisons pour lesquelles un émetteur de monnaie-clé n'aurait pas intérêt à encourager l'adoption de sa monnaie par un autre pays. D'abord, le fait qu'en cas de crise, et malgré l'absence d'obligation, le pays à monnaie-clé se sente obligé d'agir en tant que *Lender of Last Resort* et d'éviter ainsi un effet contagion. En plus, si la crise dans le pays dollarisé est vue comme un résultat de l'intégration monétaire, cela pourrait provoquer des tensions politiques entre le pays émetteur et les pays clients.

En dépit de tous les dangers et coûts associés au phénomène de dollarisation et de caisse d'émission, ce type d'intégration monétaire continue à faire partie également du panorama hétérogène présent et futur des régimes internationaux. Ce sont les cas les plus extrêmes d'intégration monétaire asymétrique actuellement. Mais en même temps ce ne sont que des formes sous lesquelles se manifeste actuellement l'asymétrie qui a caractérisé le SMI. L'intensification de la transnationalisation et de la financiarisation des processus d'accumulation rendent davantage visible cette structure asymétrique, malgré l'existence d'une régulation monétaire internationale – celle des accords de Jamaïque – où les pays sont libres de laisser leur monnaie flotter.

La *dissolution* des zones monétaires (voir supra) autour des systèmes financiers émetteurs des monnaies-clé et la tendance à l'adoption d'ancrages durs entraînent la consolidation à long terme de blocs monétaires autour desquels s'associent les monnaies sous la forme d'adhésions asymétriques ou des propositions d'intégration horizontale. Ce sont ces blocs monétaires que nous aborderons dans les pages qui suivent.

c. La dissolution des zones monétaires nationales au profit de l'essor des grandes zones devise

Au-delà de notre évaluation sur les avantages et les inconvénients théoriques des différents régimes de change, l'observation des faits récents dessine, comme Fischer l'avait prévu, un probable scénario à long terme de très peu de monnaies : « *[i]t's reasonable to believe, as EMU expands, and as other economies reconsider the costs and benefits of maintaining a*

national currency […] that more countries will adopt very hard pegs, and that there will be fewer national currencies » (Fischer, 2001). C'est une possibilité non négligeable. Sans aller pourtant jusqu'à faire un pronostic aussi hasardeux nous pouvons affirmer qu'à long terme, les monnaies nationales vont continuer leur intégration progressive autour des grandes monnaies-clés ou des accords régionaux de type monétaire. Cette dynamique, on l'appellera désormais la consolidation des grandes *zones devise*.

Deux facteurs ont été identifiés précédemment illustrant l'intégration asymétrique des zones monétaires nationales : 1) la dissolution de ces zones et 2) l'adoption de régimes de change durs. Par rapport au premier facteur, un pays fera partie d'une zone devise dans la mesure où ses agents – Banque Centrale, institutions financières et agents économiques – participent directement, au moyen de leurs opérations, dans le système monétaire et financier de la monnaie-clé. Un bon indicateur de cela est le ratio des actifs et des passifs en monnaie-clé sur le total de la masse monétaire (*un-official dollarisation*). Pour cela nous avons utilisé le terme, presque métaphorique, de « dissolution ». Le réseau ferme de relations monétaires nationales typique des années 1940 et 1950 se dissout donc dans un système financier plus vaste au centre duquel on trouve une ou plusieurs monnaies-clé. La dollarisation ou l'union monétaire en seraient les formes majeures, puisque la circulation de la monnaie-clé compte sur l'accord des autorités du pays.

En ce qui concerne le deuxième aspect, à savoir, la dépendance des politiques monétaires, elle peut être synthétisée comme l'engagement d'un pays à assurer une stabilité dans le taux de change par rapport à une référence monétaire extérieure. La politique de *currency board*, la dollarisation, le *crawling peg*... en sont des exemples typiques. Cependant, l'hétérogénéité de la réalité économique contemporaine nous a appris qu'il y a autant de régimes que de monnaies.

Tel que nous l'avons indiqué quelques paragraphes plus haut, les deux facteurs sont fréquemment liés : les autorités politiques des pays où les résidents gèrent des quantités importantes d'actifs et de passifs en monnaie étrangère, et trouvent ici l'une des raisons pour limiter la volatilité des taux de change. Or, on trouve également des pays où l'une des variables est très manifeste tandis que l'autre est complètement absente. Cela peut concerner des réalités nationales complètement différentes comme celles par exemple du Venezuela ou de la Chine, où les autorités limitent les avoirs privés en devise – faible degré de dissolution

de la zone – tout en cherchant à fixer le taux de change de leur monnaie par rapport au dollar.

La politique de change des pays, comme indiqué précédemment, n'est pourtant jamais constante sur le long terme[115]. Les allers-retours entre régimes flexibles et d'ancrage doux ou dur sont fréquents. Il y a même des cas d'abandon des régimes dollarisés puis de mise en place de régimes d'ancrage doux (Cohen, 2003b). La réalité d'une zone devise est donc dynamique. Il n'empêche que la gravité autour de la référence de cette zone s'impose dans le long terme pour chaque pays y appartenant.

Par ailleurs, l'existence d'un nombre de zones devise bien définies ne veut pas dire que les pays n'appartiennent qu'à une seule zone, ou que les zones devise n'ont pas de relations de dépendance les unes par rapport aux autres. Le réseau de relations commerciales, financières ou monétaires de pays comme la Chine et de ses voisins du sud-est asiatique, par exemple, permet d'envisager un projet d'intégration monétaire continental, sans pour autant oublier la nécessité d'une stabilité monétaire par rapport au dollar.

Notre analyse passera en revue la (possible) formation de trois grandes zones devise : celle du dollar, de l'euro et de la possible alliance monétaire dans l'est asiatique. Les caractéristiques de chacune sont une condition requise pour évaluer, les risques principaux encourus par celles-ci – dont certains ont été mis en évidence lors de la crise actuelle.

§1.La Zone Euro : l'union monétaire comme étape finale dans l'intégration économique

La monnaie unique européenne a mis l'Europe sur le premier plan de la scène monétaire mondiale et a permis le développement d'une zone devise de référence qui a réussi à casser en quelque sorte le monopole étasunien. Dans les années 70, avant sa création, la présence dans les réserves internationales des monnaies des pays membres – principalement le franc, le marc allemand et le florin hollandais – n'était pas négligeable. Or, la référence monétaire mondiale continuait à être le dollar, même pour les pays européens, qui continuaient à en stocker de grandes quantités dans leurs réserves monétaires.

Le panorama actuel est différent et la zone devise construite à partir de la monnaie unique a acquis de l'importance dans les débats théoriques et dans la carte géopolitique mondiale. Si l'on mobilise les deux critères utilisés précédemment pour définir ce qu'est la zone devise – le facteur quantitatif et qualitatif –, le cas de l'euro est une illustration pertinente.

115 Frankel (No Single Regime is Right for *All Countries,* 1999) indiquait que le régime de change approprié dépend du pays et du moment historique.

D'abord, en termes de présence au sein des opérations économiques des agents, les données rassemblées précédemment confirment la croissante importance de l'euro sur les stocks de réserve, dans le marché des obligations, dans le FOREX... De plus, l'euro détermine directement la politique monétaire d'un groupe de pays à la hauteur – en termes de PIB – de l'économie étasunienne, et est la référence pour fixer la politique d'autres pays et régions.[116]

La forme actuelle d'intégration autour de la monnaie unique résulte d'une évolution à partir des initiatives de coopération monétaire basées sur des ancrages doux et de la réaction aux phénomènes de crise subis dès les années 1970. Certes, la première référence à la coopération monétaire entre pays européens après la Seconde Guerre, date de bien avant. L'Union Européenne de Paiements (UEP), démarrée en 1950 et encadrée dans le Plan Marshall, établissait une chambre de compensation des soldes entre les pays afin d'assurer la suffisance d'or de chaque pays pour leur relation avec les États-Unis. La fin des problèmes de convertibilité des pays membres allait conduire, en 1958, à la mise à terme de l'Union.

L'orientation de l'initiative monétaire commune mise en place à partir de 1972 allait différer substantiellement du projet de l'UEP. L'instabilité monétaire de la fin des années 1960 avait multiplié les propositions de réforme monétaire globale. Au niveau continental, tel qu'envisagé par le rapport Werner (1970), la Communauté Européenne voyait la nécessité de s'orienter vers la création d'une zone de coordination économique qui avance progressivement vers la création d'une monnaie unique[117]. Le mécanisme de *serpent monétaire* initié en 1972 et repris en 1979, était une première expérimentation vers la coopération des autorités et dans la poursuite d'une stabilisation des taux. Contrairement au projet de l'UEP, les taux de change étaient déterminés dans le marché de devises et limités par les autorités. Lors du premier essai, abandonné en 1978 à cause des forces spéculatrices, la référence extérieure était le dollar. Avec la création du Système Monétaire Européen (SME) en 1979, en revanche, les pays allaient prendre comme référence l'ECU (European Currency Union), constitué d'un panier de monnaies européennes. Les pays ne devaient plus s'efforcer de limiter la volatilité

116 La comparaison réalisée entre l'intégration dans la Zone Euro et des États-Unis n'est qu'en termes monétaires. Comme il sera expliqué dans les deux derniers chapitres, dans la Zone Euro la politique économique reste majoritairement dans une dimension nationale, tandis qu'aux États-Unis les politiques sont unifiées.

117 Le rapport élaboré sous la direction de Pierre Werner, à la demande du Conseil de la Communauté Économique Européenne, identifiait trois étapes à suivre : un resserrement initial des taux de change ; un accord ultérieur plus contraignant avec le contrôle des politiques macroéconomiques et la création d'un Fond qui assure la stabilité dans le marché des changes ; et comme dernière étape, la convertibilité irréversible des monnaies, un taux de change fixe définitif entre les membres et peut-être, le remplacement des monnaies nationales par une monnaie unique.

par rapport au Dollar mais par rapport à leurs propres monnaies, ce qui imposait indirectement la nécessité d'une coordination macroéconomique.

Le SME était, bien sûr, un pas significatif vers la libération de la fluctuation du Dollar et la création d'un bloc économique mondial puissant. Or, la nécessité d'avancer vers l'abolition de barrières et la création de règles homogènes pour profiter des économies d'échelle étaient de plus en plus évidentes. L'un des premiers à apercevoir ce besoin fut la classe patronale européenne. Dans son rapport de 1985 intitulé « Europe 1990 : Un programme d'Action », le lobby *European Round Table of Industrialist* (ERT), réunissant les principales transnationales européennes, faisait pression pour avancer dans les accords économiques, monétaires etc., qui permettraient de concurrencer les rivaux nippon et étasunien. (Fernández Durán, 1996, p.27-29) Le but final était de développer un grand marché européen (y compris l'aspect financier) et de supprimer l'incertitude sur l'évolution des taux de change. Un an après la rédaction de ce rapport, à la suite de la publication du Rapport Delors, fut signé l'Acte unique, prédécesseur du Traité de Maastricht et visant le cadrage institutionnel et juridique nécessaire à la construction du grand marché envisagé et de sa monnaie unique.

La susceptibilité du mécanisme d'ancrage souple du SME aux attaques spéculatrices était plus évidente dans ce contexte précis d'abolition des barrières frontalières et de liberté de mouvements de capitaux. L'épisode de la réunification allemande allait le prouver au début des années 1990 (Sell, 2001) : la politique monétaire restrictive mise en place par la Bundesbank en réponse à la hausse de l'inflation était manifestement incompatible avec les désirs expansionnistes de ses voisins. L'interprétation faite par les agents financiers, à partir de ce constat, selon laquelle les politiques des pays membres n'allaient pas être cohérentes avec la coordination nécessaire pour assurer la stabilité des taux de change, fut suffisante pour provoquer la spéculation contre les monnaies *faibles* et la nécessité de reconduire le SME avec des marges plus vastes.

Le passage définitif à la monnaie unique fut finalement programmé pour 1999. La Commission Européenne le considérait comme « le point final d'un processus de convergence structurée » (Commission des Communautés Européennes, 2001). Les critères imposés pour converger étaient au nombre de cinq : la stabilité de prix, la limite du déficit, la limite de la dette publique, un intérêt similaire entre les pays et une forte stabilité des taux de change. Le respect strict de ces critères aurait exclu de l'euro (au moins dans son étape initiale) des pays

comme la Belgique ou l'Italie, avec des dettes publiques autour du 125% du PIB (Bourrinet et Vigneron, 2010, p.66)[118]. Or, l'intérêt politique était d'avoir une masse critique suffisante pour donner une impulsion importante à l'euro sur le plan international. L'assouplissement final des critères allait permettre l'inclusion finale de onze pays dans la liste initiale. Le nombre de pays intégrants la Zone euro est passé à 19 en 2015 et on prévoit une lente incorporation de pays candidats, voire des pays qui, au moment de leur incorporation à l'Union Européenne (UE) ont dû accepter également l'intégration future dans la monnaie unique.

Mis à part de probables adhésions à moyen terme, un nombre pas négligeable de pays à pris de mesures d'ancrage de leur monnaie nationale par rapport à la monnaie unique. Par rapport aux formes plus sévères de dépendance monétaire, et mis à part des micro-États – San Marino, Monaco, le Vatican et l'Andorre – qui disposent de conventions spéciales avec la BCE, la possibilité d'adopter l'euro de façon unilatérale a fait partie des débats économiques et politiques dans les pays de l'Europe Centrale et Orientale (voir Buiter et Grafe, 2001). De ces pays, deux, le Kosovo et le Montenégro ont finalement *euroisé* leurs économies (IMF, 2012). D'autres pays – l'Estonie, la Lituanie, la Bulgarie et la Bosnie-Herzégovine – ayant pour la plupart un historique monétaire récent convulsé, ont adopté des régimes de *currency board* (Ponsot, 2006b). Parmi ces pays, l'Estonie et la Lituanie sont devenus, en 2011 et 2015 respectivement, des états membres de plein droit.

La plupart des monnaies ancrées à l'européenne suivent des ancrages moins contraignants, comme l'Union Économique et Monétaire Ouest Africaine (UEMOA) et la Communauté Économique et Monétaire de l'Afrique Centrale (CEMAC). Or, ça ne concerne pas que des économies en développement. Le Danemark, par exemple, malgré le refus en référendum populaire à l'entrée dans l'euro en 2000, appartient au mécanisme du *European Exchange Rate Mechanism II* (ERM II) et soumet la couronne à une forte stabilité par rapport à l'euro. De la même façon, deux pays très développés tels que le Royaume-Uni et la Suisse, historiquement réticents à participer pleinement dans les accords économiques et monétaires du continent, essayent d'éviter de grandes fluctuations par rapport à l'euro. [119]

§2.Le bloc est-asiatique : intégration financière et monétaire

La mention, dans la première partie de ce chapitre, de l'émergence du sud-est asiatique

118 Avec un taux si élevé et constante, ce n'était même pas possible de faire recours à l'une des exceptions prévues dans l'article 104.C du Traité.

119 En janvier 2015, la Suisse annonçait l'abandon temporaire au taux plancher d'un euro pour 1,20 francs.

confirme l'importance que cette région a acquise dans l'économie mondiale. En fait, on n'arrive guère à comprendre l'essor de chaque pays sans intégrer dans notre étude la dimension régionale. Cela s'est accompagné d'une série d'accords d'intégration institutionnelle sur le plan commercial et des investissements.

Malgré tout, sur le plan monétaire et financier, on a dû attendre la fin du XXe siècle pour voir de grandes avancées et des débats autour de la nécessité de construire une référence monétaire propre. Le yen, malgré la puissance économique du japon, n'a jamais pu faire face à l'oligopole du dollar et l'euro sur le plan international. Et au niveau régional, ses voisins semblent être plus dépendants des caprices du Dollar que de la monnaie nippone.

Sur le plan international, la puissance du Japon sur le SMI n'était pas fondée sur la monnaie nationale, mais sur les avoirs publics et privés en devise étrangère, notamment en dollars. Cependant, à partir des reformes de 1998 et 1999 – dont la révision de la « Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law » – le gouvernement montre un intérêt croissant pour internationaliser sa monnaie (MOF, 2013)[120]. Or, les résultats en matière d'internationalisation de sa devise ne semblent pas très satisfaisants. Avant la crise de 2008, seules 40% des exportations et 25% des importations japonaises étaient réalisées en yens. La partie relative aux réserves internationales et aux opérations en yen sur le total des opérations du marché de devises s'est réduite dès la fin du XXe siècle. Concernant le marché de stock à Tokyo, il n'enregistre qu'onze entreprises étrangères, alors qu'au début des années 1990 ce nombre était de 127 (Kwan, 2012).

Au niveau régional, les pays voisins ne semblent pas avoir accepté le yen comme référence pour guider leur politique monétaire. La valeur de sa monnaie continue à varier fortement par rapport au dollar, tandis que les pays est-asiatiques semblent bien plus ancrés au dollar qu'au yen. Même la Chine, qui avait déclaré en 2005 l'abandon du dollar en tant que référence de la valeur extérieure du renminbi et son remplacement par un panier de monnaies, dont le yen, a repris le dollar comme variable centrale de son ancrage. Donc, on considère comme lointaine la possibilité d'un pôle monétaire déterminé par le yen. Les économies asiatiques dépendent très étroitement de l'économie américaine, qui offre des signes d'une majeure dynamique que celle de l'économie stagné japonaise. En fait, le gouvernement japonais n'échappe pas, lui non plus, à cette dépendance et continue à cumuler de grandes quantités de dollars sous la forme

120 Suite à ces réformes, la loi permet désormais l'ouverture de comptes et l'émission de dettes en yen à l'étranger par les résidents. Pareillement, les non-résidents sont autorisés à faire des émissions de bons en yens dans la place de Tokyo, ainsi qu'à investir en titres libellés en cette monnaie.

de réserves internationales.

Malgré l'incapacité de la première puissance régionale à développer une zone-devise autour du yen, la région a su réagir à la crise de 1997 et aboutir à une série d'accords de coopération en matière non seulement financière, mais aussi monétaire. L'une des grandes institutions promouvant ce type d'accords a été l'ASEAN+3 – les dix pays de l'ASEAN plus la Chine, le Japon et la Corée du Sud – avec deux grandes initiatives : la *Chiang Mai Initiative* (CMI) et l'*Asian Bond Markets Initiative* (ABMI).

La première – la CMI – signée en 2000, comprend deux grands lignes directrices : d'abord, la mise en place, avec l'*Economic Policy Review and Dialogue Process* (EPRDP) de mécanismes pour l'échange d'informations et la surveillance ; ensuite, la recherche d'une garantie de liquidité pour les transactions régionales au moyen principalement, de la mise en place des accords de swaps bilatéraux (BSA), en devise internationale ou monnaie locale. C'est un mécanisme qui existait depuis 1977 entre les pays fondateurs de l'ASEAN, mais qui était doté de quantités peu significatives et rarement utilisées, même pendant la période de crise. L'expansion à l'ASEAN+3 du mécanisme de swaps au début du XXIe siècle a multiplié les fonds mobilisés, puisque ce sont les trois nouveaux intégrants qui ont fourni le plus de liquidité. L'intention de multilatéraliser ce mécanisme (Nakao, 2010), avec une hausse de la dotation jusqu'à 120 milliards de dollars – similaire à l'aide reçue par les pays touchés durant la crise de fin des années 1990 – de 115 milliards, selon Guilhot (2008, p. 108) – confirme le soutien des pays membres à l'initiative de coordination régionale. En tout cas, pour le bon fonctionnement des BSA, on a créé l'AMRO (ASEAN+3 Macroeconomic Research Office) chargée du monitorage, détection de risques et élaboration de décessions effectives (AMRO, 2013).[121]

La seconde initiative, l'ABMI, démarrée en 2003, vise à éviter la forte dépendance des marchés étrangers au moment de la rencontre entre acheteurs et émetteurs de titres de la région. Il s'agit de construire un marché régional développé et compétitif où l'on négocie en monnaie des pays intégrants. Les résultats sont positifs : dès 1997 à 2012, la valeur négociée des bons échangés est passé de 131 milliards de dollars à plus de 6000.[122] La crise actuelle, en

121 Le développement d'une structure de surveillance et d'aide financière au sein de la CMI incite à penser qu'il pourrait s'agir du premier pas vers la construction d'un fond asiatique indépendant du FMI. Cela avait déjà été proposé par le Japon en 1997, mais le projet avait échoué à cause du refus des États-Unis et du FMI lui-même, ainsi que de la méfiance de la Chine (Figuière et Guilhot, 2010).

122 Cette hausse est particulièrement forte en Chine, dont le marché avait un poids faible pendant la crise asiatique mais qui actuellement concentre plus de la moitié de la valeur négociée (Kawashima, 2013).

outre, paraît être un stimulant de l'engagement des pays dans cette initiative, puisqu'ils se sont mis à identifier de nouvelles priorités pour la région.[123]

Vu l'effort institutionnel en matière d'intégration commerciale, productive et financière, Kawai, Petri et Sisli-Ciamarra (2010) remarquent que la région a su construire à l'échelle régionale les mêmes institutions qui existent au niveau international dans différents domaines. Le FMI pour la stabilité macroéconomique internationale, et l'AMRO pour la régionale ; pour le financement du développement la Banque Mondiale et la Asian Development Bank régionale ; l'OMC et l'AFTA asiatique en matière de libéralisation du commerce ; le Financial Stability Board et l'Asian Financial Stability Dialogue pour la surveillance financière.

Malgré tous ces efforts institutionnels, y compris financiers, en ce qui concerne la stabilisation des taux de change et l'intégration monétaire la politique régionale reste assez incomplète. Certes, on trouve dans la région asiatique orientale une stabilité entre les valeurs extérieures des monnaies nationales (sauf le cas du yen). Or, nous avons indiqué auparavant que ce n'est pas le résultat d'une politique commune de la région, mais de la somme des stratégies nationales des pays suivant un ancrage, plus ou moins fixe selon le pays, au Dollar. Au-delà de la flottation observée après le début de la crise 1997-98, et plus récemment dans la crise de 2007-2008, les pays reviennent aux politiques d'intervention sur le marché de changes pour éviter de fortes variations de la valeur de leurs monnaies par rapport à la devise étasunienne (dans le cas de la Chine ça se fait à travers les contrôles de capitaux). Même la Chine, qui passait en 2005 d'un ancrage par rapport au Dollar à un autre par rapport à un panier de monnaies (des devises et des monnaies régionales), a dû revenir à l'ancrage exclusif au Dollar pendant la période de plus fortes turbulences de la crise actuelle – fin 2008, 2009 et début 2010.

Donc, étant donné la dépendance régionale vis-à-vis du Dollar, la question se pose de savoir comment sortir de cette extraversion des régimes de change des pays du sud-est asiatique et avancer dans la recherche d'une solution coopérative d'intégration monétaire dans la région. Nous citons ici deux possibilités proposées après la crise de 1997 : premièrement, la création d'un panier de monnaies qui fonctionne en tant que nouvelle ancre et deuxièmement, le ciblage de l'inflation.

123 Concernés par la portée de la crise mondiale les pays ont désigné en 2008 une route d'action (*A new ABMI roadmap*) consistant en quatre points : promouvoir l'émission de bons en monnaie locale ; rendre la demande de bons plus facile ; améliorer le cadre de régulation ; et développer l'infrastructure du marché de bons.

En ce qui concerne la première possibilité (Williamson, 1999), la valeur du panier serait déterminée par celle des monnaies intégrantes et obligerait les pays signataires à soumettre leurs outils de politique monétaire au respect des critères de stabilité accordés. Cela renvoie au processus historique d'intégration de l'actuelle Zone Euro, et notamment à l'expérience de l'ECU.

Eichengreen reste assez prudent sur la possibilité de faire le parallèle avec la Zone Euro pour justifier une intégration en Asie de l'Est. Avant la crise (Eichengreen, 2007), il remarquait des différences évidentes entre les deux régions, d'abord sur le plan de la volonté réelle de réaliser l'intégration politique qu'un projet monétaire régional entraîne, mais aussi sur le contexte des années 50 pour l'Europe et du début du XXIe siècle pour l'Asie. Après avoir vu les effets de la crise sur l'Eurozone, Eichengreen (2014b) semble davantage convaincu du grave inconvénient d'avancer vers une intégration monétaire asiatique.

Face à ces limites, on trouve des économistes défendant qu'une bonne stratégie d'intégration serait basée sur une stratégie partagée de ciblage d'inflation. Cela ne serait possible que par le développement d'institutions indépendantes et crédibles, capables d'influencer les anticipations des agents. Cela mènerait à une volatilité des taux de change entre les monnaies participantes. Des interventions dans le marché de change par chaque pays pourraient avoir lieu dans la mesure où elles sont orientées à maintenir la variation des prix visée par les autorités de chaque pays (Eichengreen, 2004). Cependant, ajoutent Kuttner et Poser (2001), sur le long terme le ciblage de l'inflation permettrait d'éviter des dévaluations soudaines comme c'est le cas avec les régimes d'ancrage dur.

Les propositions de politiques de taux de change potentiellement positives pour la région peuvent être nombreuses. Or, l'absence de nos jours d'une politique de coordination des taux de change entre les pays mène à considérer que l'intégration ne passe par une solution coordonnée mais par l'ancrage – plus ou moins fort selon le pays et la période– à la monnaie-clé de référence dans la région.[124]

Dans ce contexte, la suprématie du dollar dans la région pourrait être concurrencée en cas d'émergence d'une monnaie nationale comme devise. Le Japon n'ayant pas pu internationaliser ni régionaliser le yen, les analyses se centrent dans les dernières années sur la possibilité que le RMB prenne le relais et ressorte en tant que nouvelle monnaie-clé dans la

124 En fait, Mundell (2002) argumente qu'il serait intéressant pour ces pays d'adopter le dollar comme monnaie de circulation intérieure pour les relations commerciales.

région. La Chine occupe dès 2014, la deuxième place dans le classement des pays selon le PIB. Par ailleurs, elle occupe un rôle de plus en plus central dans les circuits d'accumulation dans la région est-asiatique et dans la relation de celle-ci avec l'extérieur.

Or, le RMB continue à avoir quelques handicaps qui minent sa capacité d'internationalisation. Frankel (2010) signale la faiblesse de certains indicateurs macroéconomiques – un déficit quasi-fiscal (sic), la hausse rapide de la masse monétaire ainsi qu'une inflation difficile à contrôler – provoqués par la sous-évaluation et la rigidité du taux de change (voir aussi Frankel, 2006 ; Subramanian, 2010). Par ailleurs, Prassad et Ye (2012) trouvent plutôt que la limite vient du faible développement et de la forte régulation du marché financier chinois, encore organisé autour de banques publiques et avec des faibles possibilités de placement des capitaux. Étant donné ces limites, on peut comprendre l'importance du marché offshore à Hong Kong pour les capitaux chinois.

Néanmoins, la Chine a fait des progrès remarquables dans le but de rendre liquide et compétitif le système financier chinois. D'abord, sur le plan régional, nous avons vu l'importance de l'initiative ABMI pour démarrer le marché de bons. En parallèle à sa stratégie de développer des réseaux commerciaux avec des pays exportateurs de matières premières, la Chine a commencé à développer des marchés à terme sur certains biens, comme celui de pétrole en 2012 (Wildau, 2012). Les swaps monétaires avec d'autres Banques Centrales valorisés en 1,7 billions de dollars par HSBC (Reinoso et Gonzalez, 2013) ainsi que l'utilisation des RMB comme monnaie de réserve de la part de certaines sont des pas vers l'objectif d'internationalisation de la monnaie chinoise. Une autre réforme visant cet objectif est la mise en place du système *Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor* (Invertia, 2013 ; Bloomberg, 2013). Et plus récemment, tout au long de 2014, les autorités du pays ont fait des progrès vers la libéralisation des taux d'intérêt de différents placements.

La capacité de rivaliser sur le plan international avec le duopole constitué par le dollar et l'euro passe par des réformes visant la convertibilité de sa monnaie, la libéralisation des mouvements de capitaux et l'approfondissement des conditions de liquidité, des instruments financiers existants et le volume négocié. Étant donné la progressivité et précaution nécessaire pour ce type de mesures, il serait risqué de prévoir l'émergence de la monnaie chinoise comme une troisième monnaie-clé dans les prochaines années (Kwan, 2008). Or, au niveau strictement régional, les résultats positifs montrés jusqu'à présent dans le domaine financier,

ainsi que sa croissance économique et sa centralité géopolitique obligent à réfléchir sur la possibilité d'une consolidation de l'intégration monétaire est-asiatique autour de la monnaie chinoise.

§3.Le Dollar, en tête du système monétaire contemporain

Le Dollar demeure la principale monnaie-clé, largement au-dessus de la seconde monnaie. Comme résultat de sa capacité de centraliser les flux internationaux de capitaux, nous l'avons indiqué, les autorités américaines ont particulièrement de difficultés à gérer la liquidité dans un cadre de stabilité. Or, malgré les dangers inhérents annoncés (Triffin, 1961) et les pronostics pessimistes (Bergsten, 1997 ; Mundell, 1998 ; Portes et Rey, 1998), le dollar s'est consolidé chaque année après la signature des accords de BW comme monnaie principale et il semble qu'elle le demeurera les prochaines années (Frankel, 1995).

Tel que nous l'avons vu lors de la révision du SMI depuis les années 1960s, 70s et 80s, une telle suprématie s'explique par le rôle actif des autorités des États-Unis dans les principaux phénomènes monétaires et financières pour chaque période et, en général, dans l'économie internationale. Les réformes menées sur le plan financier, la capacité de négocier des conditions favorables pour que les pays créanciers continuent à stocker des actifs en dollars, l'assistance financière en dollars aux pays en crise (en échange d'une série de politiques internes) et, parfois, l'intervention directe à l'étranger pour assurer le rôle central du Dollar (Endgahl, F. 1993 ; Sharma, Tracy et Kumar, 2004 ; Clark, 2005) sont des efforts clairs orientés à centraliser autour du système monétaire et financier américain des flux monétaires intrinsèques à une économie ayant un caractère de plus en plus transnational dans cette direction.

En ce qui concerne les deux critères fixés dans notre recherche pour pouvoir identifier une *zone devise*, il fait peu de doutes qu'il en existe une autour du Dollar. Les indicateurs cités concernant les échanges de monnaies dans le FOREX, l'émission de bons, le volume de réserves des banques centrales etc., mettent en évidence le leadership du « greenback » en tant que monnaie-clé mondiale. Son dégré d'internationalisation est tel que selon les estimations du Trésor américain, en 2006 environ 60% – ou 450 milliards – des 760 milliards de dollars en billets de banque se trouvaient en dehors du territoire étasunien (US Treasury, 2006). Cela se reflète dans l'importance des actifs en dollars sur la masse monétaire totale de plusieurs pays périphériques. Selon Winkler *et al.* (2004), dans plus de 40 pays les actifs en dollars

représentent plus du 20% de leur masse monétaire totale. L'Amérique Latine se trouve en tête de cette liste, avec les cas extrêmes de la Bolivie et l'Uruguay pour lesquels, en dépit de conserver leur monnaie, les ratios entre les actifs en dollars et la masse monétaire (M3) dépassait les 70% dans les années 1990 (Dempere et Quenan, 2000, p. 68 ; Winkler, 2004, p.11).

On ne s'étonnera donc pas de constater l'existence d'une zone d'influence où la politique monétaire des pays intégrants est fortement contrainte par celle des États-Unis. Cela dit, aucun effort n'est fait par les États-Unis pour intégrer ces pays dans la même zone monétaire. Les pays appartenant à la Zone Devise Dollar, hormis les États-Unis, ont chacun leur Banque Centrale et leurs instruments de politique monétaire mais ils décident de les soumettre au maintien d'un ancrage dur par rapport au Dollar. Dans cette perspective, l'intégration des régimes de change de différents pays autour de la zone devise Dollar est similaire à la périphérie des pays qui ancrent leur monnaie à l'euro sans pour autant être membres de plein droit de l'Eurozone.

Ce refus d'intégrer des pays à la même zone monétaire fut réaffirmé au début du XXIe siècle, lorsque le Sénat américain refusa de débattre la *International Monetary Stability Act*. Celle-ci – appelée la *Mack Bill* en honneur à son promoteur, le sénateur républicain Connie Mack – exigeait l'activisme des autorités américaines en faveur des politiques de dollarisation dans d'autres pays et proposait d'offrir des compensations économiquesà ceux-ci pour la perte des revenus par seigneuriage (Cohen, 2003a, pp-6-8)[125]. L'indifférence apparente des États-Unis à ce sujet met en évidence la vigueur de la sentence du secrétaire du trésor Conolly « *the Dollar maybe is our currency, but it's your problem* ». Seulement dans des cas extrêmes, où le risque pour les États-Unis est évident, les autorités du pays ont accepté d'adapter la politique monétaire aux accords avec d'autres pays. Actuellement, par exemple, les États-Unis cherchent à collaborer avec la Chine – avec les accords « US-China Strategic and Economic Dialogue » – étant donné le pouvoir déstabilisateur d'une vente potentielle par la Chine de ses actifs en dollars.

Face aux 27 pays ayant, selon le classement de l'IMF (IMF, 2012) un régime de facto

125 Cette passivité ou presque refus – du moins officiel – de la dollarisation étrangère n'est pas un élément historique récurrent dans l'histoire du pays. Eric Helleiner (2002) rappelle la proactivité des États-Unis en faveur de la dollarisation des pays caribéens et centre-américains au début du XXe siècle et la volonté de défaire le processus pendant la période de la Seconde Guerre Mondiale.

d'ancrage à l'euro[126], le dollar en réunissait 43 en 2012. Cet ancrage rassemble des cas de rigidité extrême mais aussi des pays qui, malgré leur ancrage, permettent une flottation relative de leurs monnaies. Comme c'était le cas pour la Zone Euro, le profil général des pays ayant adopté une rigidité extrême – la dollarisation officielle ou le currency board – est celui de petits pays très dépendants politiquement et/ou économiquement et dont la soumission de leurs politiques au dollar remonte à des décennies. Tel est le cas du *Eastern Caribbean Currency Union* (ECCU), avec un currency board par rapport au dollar[127], et le Panamá, où le dollar a remplacé presque complètement le Balboa depuis la dollarisation de 1904.

Et plus récemment, des pays d'une taille similaire, voire plus grande, ont accepté le remplacement de leur monnaie nationale par le dollar. Tel est le cas récent du Zimbabwe en 2009, de l'Equateur en 2000 et du Salvador en 2001. Sur le continent sud-américain, de fait, au début du siècle des pays comme l'Argentine, le Honduras ou le Guatemala suivaient de près les expériences déjà démarrées pour examiner la viabilité de sa mise en place (Burdet, Perdomo et Ponce, 2001 ; Arès 2001).

Malgré la hausse de ces deux moyens extrêmes de soumission de la politique monétaire, la plupart des pays de la Zone Devise Dollar poursuivent de régimes qui leur permettent un degré minimal de manœuvre dans la politique monétaire. Certains d'entre eux, très dépendants de la mono-exportation de matières premières commercialisées en dollars, essayent d'assurer la stabilité des taux de change au moyen de l'utilisation de leurs instruments de politique monétaire. Ainsi le démontrent, par exemple, les politiques de taux fixes (*conventional peg* dans la classification du FMI) menées par quatre des intégrants de l'OPEP (l'Arabie Saoudite, Qatar, les Émirats Arabes Unis, le Qatar, et la République Bolivarienne de Venezuela). Mais au-delà des hard et soft pegs, le dollar semble être aussi la devise la plus utilisée en tant que référence pour l'ancrage informel que les pays à monnaie flottante réalisent afin d'éviter une forte volatilité.

Finalement, les plus grands niveaux de flottation par rapport au billet vert se centrent presque exclusivement sur les monnaies des pays développés (le Canada, l'Australie, le SME, le Japon...) et de leurs zones d'influence (notamment les pays de la Zone Devise Euro). Cela dit, pour le Canada concrètement, la question sur l'optimalité de mener une intégration monétaire avec les États-Unis ne cesse pas d'être posée, y compris dans les sphères politiques

126 Cette quantité ne comprend pas les pays intégrant le SME.

127 L'ancrage au dollar par les pays intégrant le ECCU date des années 60. La raison fut l'instabilité, de plus en plus visible à l'époque, de la livre sterling, ancienne devise de référence pour la région.

(voir, par exemple, Mundell, 2000 ; Seccareccia 2006).

Même s'il est difficile de préciser les frontières de chaque Zone Devise, on peut affirmer que celle du dollar est la plus large, surtout si l'on considère que la Chine en fait encore partie. Toutefois, rien ne nous permet de dire que l'on avance vers la disparition des monnaies locales qui y appartiennent et vers leur remplacement par la monnaie étasunienne. Cela n'entraîne pas non plus que les pays intégrants de cette zone entreprennent des politiques irréversibles et unidirectionnelles d'ancrages de plus en plus durs. Les aller et -retours entre régimes de change plus ou moins flexibles sont constants. L'expérience du Liberia, par exemple, montre l'existence historique d'expériences de dé-dollarisation progressive et de réintroduction d'une unité monétaire nationale indépendante de la valeur du Dollar.

Malgré cela, en prenant comme hypothèse un relatif calme politique international, on peut prévoir la consolidation dans les prochaines décennies d'une zone devise Dollar à l'intérieur de laquelle les pays consacrent leurs instruments de politique monétaire à stabiliser le taux de change ou abandonnent leurs instruments en échange de la mise en circulation du billet vert.

Conclusion du troisième chapitre

Comme nous l'avons laissé entrevoir lors de la présentation du cadre théorique, la fin institutionnelle des rigidités n'a pas mis un point final aux tensions inhérentes au SMI et aux asymétries, puisque la vigueur de celles-ci s'explique moins par le type d'accords signés en BW que par l'utilisation de monnaies nationales dans la sphère internationale. Les formes des relations monétaires changent mais leur forme basique demeure la même, et donc les conséquences qu'une telle architecture entraîne sont toujours visibles.

Cependant, l'évolution du SMI et celle de l'économie internationale étant très liées, comprendre à partir d'une perspective historique les formes actuelles de relation monétaire n'est possible que si nous prenons en compte les profondes transformations observées dans l'économie sur le plan international lors des dernières décennies. Pour notre analyse nous avons sélectionné deux variables que nous croyons assez représentatives des changements récents dans l'économie internationale : la libéralisation financière – avec l'ultérieur processus de financiarisation – et la transnationalisation des circuits d'accumulation.

À partir de l'étude de ces deux variables nous sommes arrivés à comprendre les formes d'adaptation d'un SMI toujours constitué par des monnaies nationales (ou régionales). Dans ce sens, nous constatons une possible intégration à long terme soit autour de peu de monnaies – dont principalement, le dollar et à un degré moindre l'Euro – soit au sein de blocs économiques sans une claire monnaie dominante. Cette intégration se fait sous deux formes. Nous avons identifié la première comme une intégration quantitative, selon laquelle les institutions publiques ne centralisent plus les flux internationaux et où les flux entre agents privés de différentes zones se multiplient et se concentrent dans les systèmes financiers des pays émetteurs des monnaies-clé. L'absence de plus en plus évidente de frontières nationales pour faire des opérations en monnaie étrangère nous mène à appeler cette intégration la « dissolution des zones monétaires ». La seconde forme rend compte d'une intégration de type qualitatif, selon laquelle les pays, théoriquement libres de laisser flotter leur monnaie, ont intérêt à ancrer plus ou moins fortement le taux de change par rapport aux monnaies des pays de référence, en soumettant partiellement ou totalement leurs outils de politique économique à cette objectivité. Ces grands blocs créés à partir de la double intégration sont appelés dans notre recherche des zones-devise.

Il ne s'agit pas de blocs fermés et clairement identifiables car, par exemple, les pays peuvent changer périodiquement et selon les circonstances, de régimes de change d'ancrage dur à des régimes plus flexibles ou même remettre des contrôles de capitaux. Par ailleurs, le cas de l'intégration économique et monétaire en Asie de l'Est montre la difficulté de classer certains pays, dont la Chine, prétendant promouvoir une intégration monétaire avec les pays voisins mais tout en restant très dépendants de la zone Dollar. Ceci dit, dans un cadre de relative stabilité économique et sociale, il est possible d'assister dans les prochaines décennies à une consolidation de quelques zones devise dans lesquelles la double intégration citée sera respectée. Cette catégorie de zones-devise expliquée dans notre troisième chapitre va nous permettre d'aborder et de comprendre des éléments clés sur la forme sous laquelle les tensions inhérentes au SMI émergent aujourd'hui et peut-être dans les prochaines décennies.

Chapitre 4 :
Les déséquilibres commerciaux internationaux et la crise économique contemporaine : une lecture utile, mais limitée

Le débat sur le déficit étasunien était une référence fréquente dans la littérature économique jusqu'à la crise contemporaine lorsqu'il s'agissait de discuter des instabilités monétaires et du mauvais partage du capital entre pays riches et pauvres de nos jours. Mais dès que la crise financière s'est répandue, ce débat a perdu en influence dans les discussions économiques au profit de travaux focalisés sur les asymétries de l'Eurozone.

Dans ce quatrième chapitre le cas de l'Eurozone et celui du déficit des États-Unis (notamment avec la Chine) sont utilisés comme deux exemples de Zones Devise dans lesquelles, au-delà des intégrations monétaires – qualitatives et/ou quantitatives – il n'y a pas des formes de coordination puissantes entre les politiques nationales des pays concernés, mais des relations économiques libéralisées entre les agents Le résultat, dans un contexte de financiarisation et de transnationalisation, est l'émergence de modèles de croissance qui se révèlent insoutenables dans le long terme et qui conduisent indirectement à une évolution cyclique des déséquilibres nets entre les pays concernés mais aussi au niveau intersectoriel. Le cas des États-Unis – et le débat des *Global Imbalances* – sera abordé d'abord et ensuite l'étude sera focalisé sur les asymétries au sein de l'Eurozone.

***Section 1* : Déséquilibres aux États-Unis et crise de 2007**

Ce que nous avons trouvé pertinent de signaler sur les discours conventionnels parlant du déficit américain – et son caractère déstabilisateur – a déjà été exposé d'une façon théorique lors de notre approche théorique. Cela dit, il nous intéresse de voir de façon synthétique comment les grandes transformations économiques signalées auparavant – la financiarisation et la transnationalisation – affectent aujourd'hui la formation et la soutenabilité (ou insoutenabilité) des déséquilibres du compte courant étasunien, notamment auprès de ses partenaires asiatiques.

Pour cela, nous allons utiliser deux types de travaux. D'abord, afin de comprendre

l'importance de la financiarisation dans les déséquilibres contemporains, nous allons mobiliser un ensemble de travaux présentant des modèles contemporains de croissance à partir de l'étude du partage du PIB par facteurs de production. Dans ce sens, la croissance des États-Unis sera décrite comme le cas paradigmatique d'un modèle *debt-led*, ce qui explique la taille des importations nettes des dernières décennies. En second lieu, nous aurons recours à la littérature sur les *Global Imbalances* afin d'identifier les facteurs concrètes qui expliquent la manque de coordination évidente entre les politiques économiques des États-Unis et celle de ses principaux partenaires. Nous constatons des différences évidentes à l'heure d'expliquer les déficits étasuniens et les asymétries de l'Eurozone. Or, il y a quand même des facteurs communs dans les dynamiques de croissance entreprises dans les deux scénarios qui nous sont très utiles pour comprendre, dans le cinquième chapitre, le rôle du SMI dans la formation des tensions observées dans l'économie contemporaine.

a. De l'économie politique aux modèles de croissance tirée par les exportations (export-led) et de croissance tirée par la dette (debt-led growth)

Les effets induits par le phénomène de la financiarisation sur plusieurs dimensions de l'économie ont été déjà abordés lors de notre troisième chapitre. Dans les prochaines pages nous allons pourtant centrer notre attention sur les travaux qui essayent d'expliquer l'effet que cet essor des finances a provoqué sur le rythme d'accumulation du capital. Et en particulier sur la capacité des nouveaux mécanismes financiers d'éviter les pressions négatives que les tendances observées dans la distribution du revenu des pays pourraient avoir sur le rythme d'accumulation (Stockhammer, 2009, 2014 ; Stockhammer, Onaran et Ederer, 2009). Dans les pages qui suivent, nous pourrons confirmer que ce retour aux fondements de l'économie politique qui mettait en relief la question de la répartition des revenus, se révèle être un aspect clé pour notre analyse finale des instabilités monétaires internationales contemporaines.

L'une des implications immédiates de cette reprise des débats sur la distribution du revenu est la réinterprétation du rôle du salaire au niveau macroéconomique. À la différence de l'économie standard, le niveau de salaire ne détermine pas seulement la position de compétitivité des entreprises, mais aussi le niveau de demande agrégée et le taux de profit et d'investissement d'une économie. Mais au-delà des effets de cette distribution primaire du revenu, notre intérêt porte sur la possibilité croissante de mettre en place, dans le cadre contemporain de financiarisation, des modèles d'accumulation du capital complémentaires

entre pays. Nous parlons ici de la « complémentarité » des modèles de *export-led* et *debt-led growth* (croissance tirée par les exportations et croissance tirée par la dette), qui se trouvent à la base des expansions économiques de certains pays associés entre eux par des liaisons financières et commerciales.

Certes, le partage de la richesse dans la société capitaliste et son effet sur la croissance n'est pas un nouvel objet d'étude. C'était déjà au cœur des débats dans l'économie classique. David Ricardo (1817) indiquait, par exemple, dans la préface de son ouvrage majeur, que le problème de l'Économie Politique était de déterminer les lois qui règlent la distribution.[128] Mais plus que sur les travaux des classiques, les modèles actuels se basent sur la recherche initiée par Michal Kalecki (1954), par laquelle il tenta d'intégrer et de relancer l'analyse en termes de classes dans un contexte historique marqué par la domination des idées keynésiennes[129].

À l'inverse des classiques, Kalecki remarquait les effets positifs qu'un changement de la répartition du revenu, favorable aux salaires, pouvait avoir sur le niveau de la demande agrégée. Kaldor résumait avec cet aphorisme la vision kaleckienne « les capitalistes gagnent ce qu'ils dépensent, et les travailleurs dépensent ce qu'ils gagnent » (Kaldor, 1955-1956, p. 96). Étant donné que le niveau d'épargne des travailleurs est supposé nul, une répartition plus favorable à ceux-ci mène à une hausse de la production et des niveaux d'emploi de l'économie.

L'approche de Kalecki, centrée non seulement sur les conflits dans la répartition mais aussi sur les effets de l'existence de structures de monopole et sur la question de la sous-utilisation de la capacité productive mise en place par les entreprises, fut reprise ultérieurement par des auteurs de courants divers (Baran et Sweezy, 1966 ; Rowthorn, 1982 ; Taylor, 1985). La ligne de recherche qui nous intéresse de remarquer ici et dont plusieurs travaux se sont fait l'écho ces dernières années est celle de Bhaduri et Marglin (1990). Eux-aussi expliquaient les effets que la lutte sur la répartition du revenu pourrait avoir sur le niveau de production économique d'un pays. Depuis un point de vue keynésien, ils réaffirmaient l'importance de l'effet positif d'une hausse du niveau de salaire réel sur la demande agrégée. Cependant, contrairement à

128 Sa défense du libéralisme commercial était fondée sur l'idée selon laquelle une réduction des barrières anglaises au commerce extérieur permettrait aux capitalistes de réduire le salaire de subsistance des travailleurs et de s'approprier, ainsi, une plus grande partie de la richesse nationale.

129 Dans la Théorie Générale de Keynes (1936), bien qu'il était proche de la théorie néoclassique sur certains aspects, on voit aussi une différenciation des agents économiques, avec la présence des travailleurs d'une part, des entrepreneurs d'une autre, et des rentiers.

Kalecki, cela ne voulait pas dire qu'une distribution du revenu plus favorable aux salaires entraînerait automatiquement un niveau plus élevé du revenu national. Chez Bhaduri et Marglin, étant donné les conséquences négatives sur l'investissement et les conséquences positives sur la consommation agrégée, l'effet total d'une hausse exogène du niveau de salaire réel sur le niveau de production d'une économie fermée dépend de la dimension de chacune des deux variables affectées[130].

Il s'agit, pour Bhaduri et Marglin, de réinterpréter la courbe *IS* de Hicks (1937) développée à la suite de la Théorie Générale de Keynes, par le biais du changement de la variable explicative. Dans leur interprétation, Badhuri et Marglin n'expliquent pas le niveau de revenu national en fonction du taux d'intérêt mais en fonction des changements exogènes de la répartition du revenu entre classes. Ces auteurs partent de l'hypothèse kaleckienne selon laquelle les travailleurs dépensent tout ce qu'ils gagnent, ce qui fait du profit des capitalistes la seule source d'épargne nationale. En langage algébrique, on a :

$I= I\ (h,z)\ ;\ Y^*=1 \quad I_h>0, \quad I_z>0$

S= shz

où *I* est l'investissement et *S* l'épargne nationale ; *s* est une constante du profit non investi, *h* équivaut au ratio de profit (*H*) sur le revenu national (*Y*) et *z* correspond au degré de capacité utilisée (*Y/Y**)[131]. À partir de l'égalisation de *I* et *S,* les auteurs obtiennent la pente de la nouvelle courbe *IS* qui illustre la relation entre *h* et *z* :

$dz\ /\ dh = (\ I_h - sz)\ /\ (sh - I_z)$

Si l'on assume que l'épargne est plus réactive que l'investissement aux changements du degré d'utilisation de la capacité, le dénominateur de l'équation est positif. Par conséquent, le signe final de l'équation dépend du résultat du numérateur. En fonction du signe, on aura deux scénarios différents. Ainsi, si

$I_h - sz < 0$

le niveau d'investissement montre un faible degré de réaction aux changements dans la

130 Étant donné qu'il s'agit d'une économie fermée, seuls deux éléments de l'identité keynésienne du revenu national (*PIB= C+I + DP + Xn* ; où *C* est le niveau de consommation ; *I* représente l'investissement ; *DP,* la dépense publique et *Xn* les exportations nettes), seront touchés par le modèle original : la consommation et l'investissement. Récemment, quelques auteurs ont travaillé sur la possibilité que la dépense publique soit affectée indirectement par la répartition primaire du revenu (p. ex. : Stockhammer, 2009).

131 Le modèle étant réalisé sur un horizon à court terme, la capacité de production installée *(Y*)* est constante ; *Y*=1.*

répartition ; suite à une hausse de la marge de profit *h*, la hausse des investissements ne compense pas la baisse de la demande dérivée de la chute de la partie attribuée aux salaires. On est, dans ce cas, dans un régime *stagnationniste*, ou *wage-led*, où les salaires assument le rôle dominant de la demande agrégée (Bhaduri et Marglin, *ibid*, p. 381). Si, au contraire, la pente de la courbe est positive,

$I_h - sz > 0$

la chute de la demande provoquée par la baisse de la part des salaires est moins significative que la hausse de la demande menée par la relance du niveau d'investissement. Il s'agit, dans ce cas, d'un régime *exhilarationniste* ou guidé par les profits et l'investissement.

Le fait qu'un pays soit guidé par les profits ou par les salaires n'entraîne pas nécessairement un préjudice pour l'une ou l'autre des deux parties. Ainsi, dans un régime *wage-led*, en cas de coordination, les entrepreneurs peuvent céder une partie du profit en faveur du salaire mais trouver plus qu'une compensation dans la hausse du revenu national, qui impacte positivement sur le profit total. De la même façon, sous un régime de *profit-led*, les salariés peuvent accepter une moindre participation dans le revenu national mais en être bénéficiaires indirectement par la hausse du revenu menée par les investissements.

Dans une économie ouverte, pourtant, les recettes sont très différentes, notamment pour les pays à régime de croissance tirée par les salaires. Dans la mesure où une économie est plus ouverte au commerce international – notamment les pays de moindre taille – une pression des salaires réels qui permet une baisse de prix peut entraîner un gain automatique de compétitivité. Par conséquent, dans certains pays, malgré l'importance motrice des salaires, on va avoir intérêt à suivre une logique exhilarationniste pour contrôler, voire réduire la participation des salaires afin de conserver ou améliorer le résultat des exportations nettes. Dans ce cas, la croissance économique du pays n'est plus « poussée » par la dépense des salaires nationaux à la hausse, mais par la demande internationale. Cette stratégie basée sur la pression à la baisse des prix et sur la dynamique des exportations n'est pas généralisable à tout le monde.

À partir des conclusions apportées par Bhaduri et Marglin, les travaux empiriques se sont multipliés lors des deux dernières décennies pour essayer de classer les différents pays selon leur régime de croissance tirée soit par les salaires soit par les profits (Bowles et Boyer, 1995 ; Ederer et Stockhammer, 2007 ; Naastepad et Storm, 2007 ; Allain,, 2008 ; Hein et Vogel,

2008 ; Stockhammer, Onaran et Ederer, 2009 ; Wang, 2009 ; Stockhammer et Stehrer, 2011 ; Molero, 2011, 2014 ; Onaran, Stockhammer et Grafl, 2011 ; Jetin, Kurt et Su, 2012 ; Onaran et Galanis, 2012).

La plupart des travaux cités ci-dessus démontrent que la quasi-totalité des économies étudiées présentent des régimes tirés par le salaire ; suite à une hausse du ratio du profit (*h*, si l'on reprend le langage algébrique de Bhaduri et Marglin) la hausse du niveau d'investissement ne compense pas la chute de la consommation provoquée par la chute de la partie attribuée aux salaires. Comme on le supposait, les grandes économies – les Etats-Unis, l'Allemagne, le Japon, la France…– présentent des traits de demande agrégée tirée par les salaires. Un cas évident est celui de la Zone Euro : puisqu'il s'agit d'une économie plutôt fermée, avec une proportion importante de commerce intra-zone sur le total de son commerce, il n'est pas intéressant d'adopter une stratégie de *profit-led* pour bénéficier d'une meilleure balance extérieure. De plus, toujours selon les résultats empiriques évoqués, ce n'est pas seulement l'ensemble de la Zone Euro, mais aussi la plupart des pays intégrants, qui semblent avoir des régimes de croissance tirée par la consommation intérieure. À l'intérieur de la zone, seuls des pays petits et ouverts comme le Pays Bas et l'Autriche ont des traits d'économies *profit-led* et pourraient chercher un effet expansif à partir d'une réduction de la proportion salariale sur le revenu national (Hein et Vogel, 2008 ; Stockhammer et Ederer, 2008). En dehors de la Zone Euro, et en ce qui concerne les pays développés, Onaran et Galanis (2012) observent un phénomène similaire dans le classement comme *profit-led* des économies australienne et canadienne, relativement petites par rapport à leurs partenaires commerciaux.

À ce classement il conviendrait d'ajouter au moins deux précisions qui concernent spécialement les régimes *profit-led*. La première vise à rappeler la relation positive entre l'évolution des salaires réels et la croissance de la productivité (Naastepad et Storm, 2007 ; Storm et Naastepad, 2009, 2012 ; Hein et Tarassov, 2010 ; Vergeer et Kleincknecht, 2010-2011). Cette observation décourage les stratégies de croissance basées sur la réduction de la participation des salaires. Le travail de Naastepad et Storm (2007) à ce sujet est très parlant. D'après leurs données, les États-Unis et le Japon seraient des économies tirées par les profits[132], mais les effets expansionnistes que la réduction de la part salariale aurait pu mener depuis les années quatre-vingts ont été contrariés par l'effet négatif sur la productivité.

132 Chez Stockhammer et Onaran (2012, p. 9-10), les résultats statistiques de Naastepad et Storm sont atypiques et contrastent avec le reste des travaux traitant de ces deux pays, qui les classent comme des économies *wage-led*.

En second lieu, la planète semble être sur le régime *wage-led.* [133] Par conséquent, une politique coordonnée de réduction de la part salariale aurait des effets dévastateurs sur l'économie mondiale. Donc, la stratégie de croissance basée sur les exportations ne peut pas être généralisable. La croissance basée sur la modération salariale et la hausse continue des niveaux d'exportations nettes est possible dans certains pays grâce à la mise en place, dans d'autres pays, de politiques expansives qui endommagent leur propre compétitivité commerciale internationale. Dans ce sens, Onaran et Galanis (2012) ont mené une recherche pour mesurer les effets sur les différents pays d'une augmentation simultanée de la participation des profits dans seize économies, développées et en développement, intégrantes du G-20. L'un des résultats remarquables de cette enquête reflète que certains pays qui basent leur croissance sur une stratégie exhilarationniste de contrôle de salaires pour dynamiser les exportations, ne peuvent plus être considérés comme *profit-led* lorsque cette pression sur les salaires est appliquée de façon conjointe par l'ensemble des pays. C'est le cas de pays développés comme le Canada ou de pays en développement comme le Mexique, l'Argentine ou l'Inde. En fait, seulement trois des pays étudiés continueraient à bénéficier des pressions sur les salaires si cette pression avait lieu non seulement dans le pays mais dans l'économie mondiale, à savoir : l'Australie, la Chine et l'Afrique du Sud (Onaran et Galanis, 2012 ; Stockhammer et Onaran, 2012).

La littérature développée ci-dessus a mis en évidence l'importance de la distribution primaire ainsi que le danger entraîné par l'application de politiques non-coordonnées à un niveau national et international. Cependant, la forme sous laquelle la vague néolibérale a touché les économies capitalistes (développées ou non) a obligé à mettre à jour cette analyse théorique face à des phénomènes qui pourraient paraître contradictoires.

L'un des effets de la restructuration des économies développées en faveur du capital a été la participation décroissante de la masse salariale dans le revenu national (Onaran, 2010). Cette contraction devrait se traduire par une réduction de la consommation privée, à cause de la grande propension à la consommation des ménages qui reçoivent un revenu salarial, par rapport aux ménages bénéficiaires de revenus du capital (Stockhammer, 2009, p. 6). De plus, ce transfert de revenu ne s'est pas traduit en niveaux d'accumulation de capital fixe plus élevés. Au contraire, Stockhammer (2004) indiquait que dans le contexte actuel les profits des entreprises non financières s'orientent davantage vers le marché financier – y compris le

133 Voir *Planet Earth is Wage-Led !* (Onaran, 2013).

rachat d'actions et le paiement de dividendes plus élevés.

Malgré tous ces facteurs, aussi théoriques qu'empiriques, et bien qu'à un rythme faible, la croissance économique s'est maintenue, notamment grâce au soutien de la consommation. Par ailleurs, les économies de certains pays continuent à être alimentées par le niveau d'exportations et les déséquilibres commerciaux globaux ne cessent d'augmenter. Ce constat pourrait paraître contradictoire avec la baisse observée de la participation des salaires dans les régions les plus développées, toujours si l'on est d'accord avec l'affirmation de Onaran et Galanis (2012) selon lesquels le monde est *wage-led*.

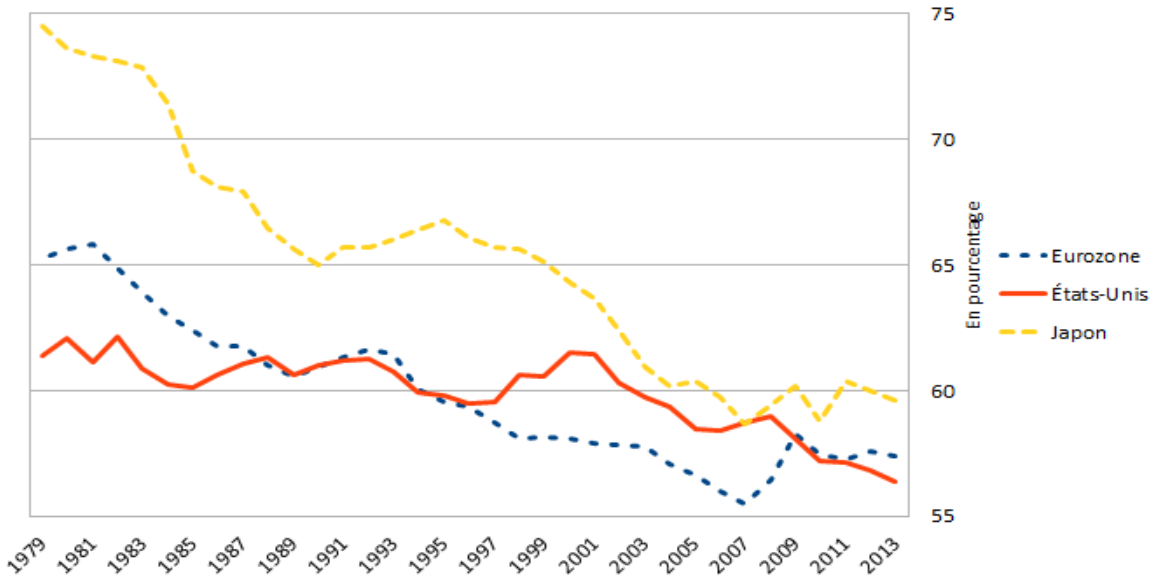
Les contradictions commencent à être éclaircies lorsque que l'on intègre dans l'analyse la financiarisation, non seulement comme un phénomène de dimension microéconomique mais aussi dans sa dimension macroéconomique. Ainsi, on peut expliquer le maintien du niveau de consommation par l'accès croissant des ménages au crédit et l'effet richesse provoqué par la dimension des bulles spéculatives. Dans certains pays, cela est si évident que les ménages ont eu – au moins jusqu'à avant la crise – une position débitrice nette et les entreprises une position créditrice.

Sur le plan international, le résultat actuel en est, pour certains auteurs, le développement, de deux types de croissance économique complémentaires mais insoutenables sur le long terme : d'un côté un groupe de pays qui alimentent la demande par l'endettement intérieur mais aussi extérieur (*debt-led growth*) ; de l'autre, des pays qui suivent une croissance tirée par les exportations (*export-led growth*). Ce sont des modèles complémentaires dans la mesure où la réussite de la stratégie de croissance du second groupe dépend de l'endettement croissant des pays du premier groupe, et celui-ci s'endette auprès des pays exportateurs. L'insoutenabilité, par ailleurs, est une conséquence finale de cet endettement croissant. Certes, comme indiqué par Stockhammer et Onaran (2012), il est impossible d'indiquer le niveau auquel vont se détériorer les conditions de renouvellement et d'augmentation des dettes. Or, à long terme, cette dynamique – encouragée souvent par des bulles spéculatives – finira par se renverser.

Comme pour le classement des régimes *wage-led* et *profit-led*, il peut y avoir des discordances entre les travaux empiriques essayant de classer les pays selon que leur croissance est tirée par la dette ou les exportations ou par aucune des deux. En ce qui concerne les Etats-Unis, les divers travaux en la matière n'arrivent pas à se mettre d'accord

sur le fait qu'il s'agit d'une économie dominée par les salaires ou par les profits (voir, entre autres, Bowles et Boyer, 1995 ; Stockhammer et Steher, 2011 ; Naastepad et Storm, 2006/7 ; Onaran et Galanis, 2012). Or, lorsqu'il s'agit de classer ce même pays dans le nouveau contexte de financiarisation, on trouve des éléments pour affirmer que le moteur principal de la croissance des États-Unis lors du début du XXIème siècle a été l'endettement interne croissant – public et privé –, celui-ci soutenu par le développement de bulles spéculatives (Stockhammer, 2012 ; Hein et Mundt, 2012 ; Stockhammer et Onaran, 2012 ; Lavoie et Stockhammer, 2012).

<u>Graphique 4.1</u> : Part du salaire dans le PIB au Japon, aux États-Unis, et dans l'Eurozone



Source : Auteur à partir des données de la *Annual Macroeconomic Database* (AMECO)

À côté de ce courant d'analyses, partant d'une vision globale et structurelle de l'évolution de l'économie capitaliste, il existe une autre série de travaux pour lesquels le point de départ sont les déséquilibres – les *Global Imbalances* – eux-mêmes. Ces deux groupes – d'un côté, ceux focalisés sur les modèles de croissance et de l'autre, ceux mettant la priorité sur l'étude des déséquilibres extérieurs– sont très différents les uns et les autres. Or, ils partagent tous une attention spéciale aux flux de capitaux nets entre pays : ils prennent les résultats des comptes courants des pays comme les indicateurs des grands flux de capitaux entre pays. Si l'on

revient au cas des États-Unis, par exemple, l'entrée massive de capitaux se reflète directement dans le déficit de son compte courant.

En ce qui concerne le second groupe de travaux, nous avons pu voir dans le premier chapitre, les différentes lectures que ceux-ci font des effets des GI en termes d'instabilité. Il y a ceux qui considèrent que les déséquilibres croissants sont un symptôme du comportement efficient des marchés financiers et ceux qui y voient l'instabilité inhérente dénoncée par Triffin. Notre intention n'est pas de revenir sur ce débat, mais plutôt d'aborder les discussions entretenues entre économistes (et aussi entre dirigeants politiques) qui visent à identifier les causes du plus grand déficit contemporain : celui des États-Unis.

Après notre revue des travaux de type Stockhammer et Onaran, concernant l'existence de modes de développement donnant lieu à des déséquilibres importants, nous estimons qu'une revue des facteurs nationaux ou régionaux provoquant ces GI rendra notre lecture plus complète. Certes, comme nous le constaterons plus tard pour le cas de l'Eurozone, la plupart des travaux n'imputent pas la responsabilité exclusive du déficit étasunien à un seul facteur ou pays. Au contraire, ils citent plusieurs causes explicatives et trouvent des interrelations entre elles.

Chez les hommes politiques on trouve des critiques plus focalisées sur une ou deux causes, souvent extérieures à la responsabilité du gouvernement qu'ils représentent. Cela dit, nous allons nous servir des explications données par les politiciens, car leurs interprétations simplistes nous permettent de présenter graduellement les facteurs et politiques économiques le plus souvent cités comme étant causes des déséquilibres étasuniens. D'abord, nous présenterons un ensemble de facteurs – dont le *Global Saving Glut* – qui exonéreraient les États-Unis de toute responsabilité. Puis nous verrons comment les politiques économiques de ce pays peuvent être des facteurs explicatifs d'un déficit extérieur qui, jusqu'en 2008, se détériorait sans cesse.

b. Les facteurs extérieurs qui expliqueraient le déficit extérieur des États-Unis.

Greenspan (2004a) occupait la place de président de la Réserve Fédérale quand, dans un discours devant l'*Economic Club of New York,* il exempta les autorités américaines du devoir d'ajuster le déficit extérieur courant de leur pays. À son avis, deux phénomènes repérés chez ses plus grands exportateurs nets (voir tableau 4.1), empêchaient temporairement

l'ajustement : la réaction d'une partie des agents exportateurs – notamment les européens – à la variation du taux de change du dollar, et le stockage massif de réserves de la part de certaines Banques Centrales et gouvernements asiatiques. En effet, dès le début du siècle le dollar avait suivi une tendance baissière, ce qui, en principe, aurait pu relancer les exportations américaines. Or, les exportateurs partenaires de ce pays avaient retenu leurs prix en monnaie nationale pour maintenir leur quota de marché. Ainsi, tandis que le taux nominal du dollar par rapport à l'euro avait chuté d'environ 12 %, la hausse des prix des produits importés par les États-Unis ne fut que de l'ordre de 9 %. Dans les pays asiatiques, la baisse du dollar allait être freinée par certains gouvernements – chinois et japonais principalement – pour éviter une forte appréciation comme dans le cas du yen japonais, ou même au point de conserver un taux fixe qui garantisse une position favorable dans la relation de change, comme pour le renminbi chinois (RMB). Cela mena à une accumulation de 240 milliards de dollars en deux ans dans ces deux pays, allant jusqu'à atteindre, en fin 2003, 650 milliards de dollars de réserves pour le Japon et 420 milliards pour la Chine.

Bernanke (2005) allait reprendre cette deuxième variable dans son speech au *Hormer Jones*, en avril 2005, à la veille de sa nomination comme remplaçant de Greenspan à la direction de la Réserve Fédérale. Son intervention est considérée comme la présentation de la thèse du *Global Saving Glut* (Clarida, 2005a, 2005b ; Hubbard, 2005). Bernanke se démarquait des explications du déficit américain basées sur des aspects purement commerciaux – qualité et composition des produits américains et étrangers, politiques spécifiques de commerce extérieur, pratiques injustes de dumping... –, et présentait une argumentation fondée sur la puissance américaine dans un contexte global de chute du prix des capitaux disponibles. L'investissement dans un pays, explique Bernanke, est forcément couvert par une quantité d'épargne équivalente, celle-ci étant déterminée par l'épargne nette des ménages, des entreprises et du gouvernement. Dans une économie ouverte comme celle des États-Unis, il existe la possibilité de chercher du financement ailleurs pour couvrir un possible excès du niveau d'investissement sur l'épargne. Aux États-Unis, le taux national d'épargne était descendu à 18 % du PIB en 1985, à 16 % en 1995 et 14 % en 2004. Mais un changement très significatif soutint les hauts niveaux d'investissement de ce pays : un excès d'épargne mondiale (le terme anglais est *Global Saving Glut*). Selon Bernanke, cet excès d'épargne, qui a un effet négatif sur le niveau des taux d'intérêt, a été provoqué non seulement par le vieillissement démographique de certains pays riches mais surtout par le changement de

stratégie économique des pays en développement.

Tableau 4.1 : Principales destinations et origines du commerce de biens et services des États-Unis en 2014

	Destination	Valeur (en milliards de dollars)	Pourcentage du total	Origine	Valeur (en milliards de dollars)	Pourcentage du total
1	Canada	312.0	19.2%	China	466.7	19.9%
2	Mexique	240.3	14.8%	Canada	346.1	14.8%
3	Chine	124.0	7.6%	Mexique	294.2	12.5%
4	Japon	67.0	4.1%	Japon	133.9	5.7%
5	Royaume-Uni	53.9	3.3%	Allemagne	123.2	5.3%
6	Allemagne	49.4	3.0%	Corée du Sud	69.6	3.0%
7	Corée du Sud	44.5	2.7%	Royaume-Uni	54.0	2.3%
8	Hollande	43.7	2.7%	Arabie Saoudite	47.0	2.0%
9	Brésil	42.4	2.6%	France	47.0	2.0%
10	Hong Kong	40.9	2.5%	Inde	45.2	1.9%
11	Belgique	34.8	2.1%	Italie	42.1	1.8%
12	France	31.2	1.9%	Taïwan	40.6	1.7%
13	Singapour	30.5	1.9%	Irlande	34.0	1.4%
14	Taïwan	26.8	1.7%	Suisse	31.2	1.3%
15	Australie	26,7	1.6%	Vietnam	30.6	1.3%

Source : United States Census Bureau (http://www.census.gov/foreign-trade/)

Les crises financières qui ont touché ces pays lors des années quatre-vingt-dix ont provoqué la fin des vagues d'entrée de capitaux étrangers et une réorientation politique de leurs économies vers l'obtention de grandes quantités de réserves monétaires officielles, notamment par le biais d'importants excédents courants, à partir de politiques commerciales de type mercantiliste (Gagnon, 2010). L'attractivité internationale du marché financier états-unien et concrètement du dollar, avec l'effet richesse déclenché par la hausse du prix des actifs, a permis d'alimenter la demande de capitaux pour l'investissement aux États-Unis.

Dans son discours, Bernanke mentionnait finalement des aspects à corriger dans cette dynamique. D'abord, un nécessaire renversement de la direction des flux nets afin que les pays émergents puissent faire face aux défis économiques et démographiques à venir ; ensuite, éviter les dangers que cela pourrait entraîner pour la compétitivité sectorielle états-unienne[134] et la capacité de financement du service de la dette extérieure de ce même pays. Or, à l'époque il ne considérait pas comme probable un épisode de turbulences financières lié au phénomène des déséquilibres courants, et il jugeait même positive la forte hausse de l'indice

134 Dans un article paru dans le *New York Times* à peine quatre mois plus tard, Krugman (2005) avait anticipé la chute de l'emploi dans les manufactures dès l'année 2000, au moment même où le nombre d'entreprises du secteur immobilier augmentait de façon spectaculaire.

de propriété immobilière ainsi que celle de la consommation des ménages (Bernanke, *ibid.*, p. 19-21).

Hubbard (2005) ne partageait pas une vision aussi optimiste de l'arrivée massive de capitaux aux États-Unis et mettait en garde contre la possibilité d'une mauvaise gestion des ressources entrant dans le marché financier états-unien. Le manque d'efficience dans l'allocation de ces ressources pourrait avoir de graves conséquences, avertissait-il. Le moyen principal d'éviter ce destin tragique était de convaincre les autorités des pays créanciers que le développement de leur marché financier aboutirait à une amélioration des conditions de vie.

L'administration américaine allait récupérer le discours de Hubbard dès les premiers épisodes de paralysie du marché financier mondial. Bien évidemment, le discours optimiste de Bernanke concernant la solidité du marché financier et la hausse des dépenses des ménages était devenu hors de propos après les premiers scandales financiers et la prise de conscience de la portée de la crise des crédits subprime. Paulson (Guha, 2009), le *Rapport Économique Annuel du Président* (2009) ou Greenspan (2010) se lamentaient de la possible sous-évaluation des risques du marché financier, due à l'entrée nette de capitaux. Déjà retiré de sa responsabilité comme directeur de la Réserve Fédérale, Greenspan admettait la nécessité de revoir et corriger les instruments de régulation financière. Mais il rappelait avant tout (2010, p. 202-203) que c'était la contention des niveaux de consommation des pays en développement – soit pour des raisons culturelles soit à cause d'un degré de développement insuffisant du marché financier –, en lien avec la forte hausse du PIB, qui avait fait passer ce groupe de pays d'un taux d'épargne de 24 % du PIB nominal en 1999 à 34 % en 2007. Et puisque cette hausse n'avait pas été suivie d'une hausse équivalente des niveaux d'investissement mondial, le résultat final avait été une chute des taux d'intérêt menant l'économie états-unienne au scénario de crise déjà cité.

L'hypothèse du *Global Saving Glut* a permis aux autorités américaines de présenter les pays asiatiques, et notamment la Chine, comme les premiers coupables de l'instabilité monétaire internationale. Néanmoins, il existe des travaux de type académique (Gruber et Kamin, 2005 ; Eichengreen et Park, 2006, Chinn, Eichengreen et Ito, 2011) qui, bien qu'ils admettent ce phénomène et reconnaissent les tensions que celui-ci a pu créer sur le SMI, l'expliquent comme une réaction logique après la succession des crises des années quatre-vingt-dix, et ne le présentent pas comme la seule variable responsable des déséquilibres courants, mais

comme un élément parmi un ensemble d'éléments étroitement liés et qui ne sont pas toujours facilement vérifiables.

c. Facteurs propres à la politique économique étasunienne expliquant le déficit et appels à la coordination internationale

Dans ce débat, les économistes ont eu souvent des difficultés méthodologiques pour établir la causalité entre les différents facteurs identifiés. Ainsi, Chinn et Frieden (2009) admettent la hausse de l'épargne des pays émergents mais ils ajoutent que ce phénomène devrait être considéré plutôt comme la conséquence d'autres facteurs, notamment certaines politiques irresponsables des autorités américaines. En fait, la causalité est souvent inversée dans le discours politique. Face à l'hypothèse de Bernanke, de Paulson et des institutions américaines, des représentants chinois (Zhou Xiaochuan, 2009 ; Li Ruogu, 2009, Hang Lei, 2011)[135] rappellent aux États-Unis qu'ils ont mené des politiques expansives, et leur reprochent leur responsabilité dans la situation d'instabilité monétaire contemporaine. Ce point de vue est également soutenu par une longue liste de travaux académiques parallèles.

Les grands points qui centrent la discussion sur la responsabilité des États-Unis dans les *Global Imbalances* sont au nombre de deux. D'une part, une politique fiscale expansive qui pousse à l'endettement public et alimente indirectement le déficit extérieur. D'autre part, une politique monétaire de très bas taux qui a alimenté un effet levier croissant et une croissance économique fondée sur la spéculation financière. Ces deux éléments sont aussi étroitement liés entre eux, mais dans notre revue ils seront abordés séparément.

Concernant la politique monétaire des États-Unis, elle a été critiquée dans un double sens. C'est, en réalité, un aspect qui concentre deux débats dans la science économique dès les années quatre-vingt-dix. D'une part, la Réserve Fédérale a été accusée *ex-post*, de ne pas avoir suivi, pendant la première moitié des années 2000, une politique qui assure un taux d'intérêt optimal étant donné les objectifs d'inflation et de croissance à long terme. D'autre part, il semble que la gestion conventionnelle de l'autorité monétaire du taux d'intérêt se révèle

135 Zhou Xiaochuan a occupé des postes de hauts cadres dans l'administration chinoise, y compris en tant que gouverneur de la Banque Centrale Chinoise. Li Ruogu était président de la Banque d'Exportation et Importation Chinoise. Par ailleurs, en avril 2011, lors d'une réunion bilatérale entre la Chine et les États-Unis, Hong Lei (*Beijing Today,* 2011), porte-parole du Ministère des Affaires Étrangères demandait publiquement une plus grande responsabilité américaine dans l'émission de bons du Trésor. Il faut savoir que quelques jours avant cette déclaration l'agence *Standars&Poors* avait dégradé les perspectives de notation de la dette américaine.

insuffisante face à l'essor de la finance et à la volatilité des prix des actifs financiers.

Par rapport au premier point, la critique référentielle a été celle apportée par John B.Taylor (2007, 2009) quelques mois après le début de la forte dégradation du marché immobilier états-unien. Les travaux de cet économiste (dont notamment, celui de 1993) était déjà devenu une référence dans le Nouveau Consensus Monétaire des années quatre-vingt-dix, dans le cadre des efforts monétaristes et néoclassiques de reformuler la courbe de Phillips (Phillips, 1958 ; Friedman, 1968 ; Sargent et Wallace, 1975 ; Lucas, 1976 ; Kydland et Prescott, 1977 ; Tobin, 1980 ; Lucas et Sargent, 1981)[136]. Dans ce sens, Taylor *(ibid.)* développe et donne une équation qui prétend synthétiser les grandes innovations autour d'une règle – connue comme *la règle de Taylor* – qui devait être respectée par l'autorité monétaire de chaque pays. Celle-ci devait fixer le taux d'intérêt nominal selon le niveau donné par la règle, en fonction de l'écart entre les niveaux d'inflation et de production nationale et les niveaux cibles.

Quatorze ans plus tard, Taylor allait reprendre sa règle comme base pour la critique de la gestion de la Réserve Fédérale. À son avis, au début des années 2000, et contrairement à l'époque de la *Grande Modération* (1980-2000), de nombreux pays, dont les États-Unis, s'étaient lancés dans une politique monétaire trop laxiste, avec des taux directeurs bien en-dessous de ce que sa règle aurait conseillé (graphiques 4.2 et 4.3). Dans le cas des États-Unis c'est cette politique de régulation financière insuffisante, et non pas une inexistante hausse de l'épargne mondiale, qui avait encouragé la multiplication des demandes de construction immobilière et, finalement, le développement d'une bulle spéculative dans ce secteur, entraînant des hausses annuelles des prix des maisons de 10 à 20 %. Si les États-Unis avaient respecté la règle (voir graphique 4.2), conclue Taylor, l'effondrement du marché immobilier aurait pris moins d'ampleur.

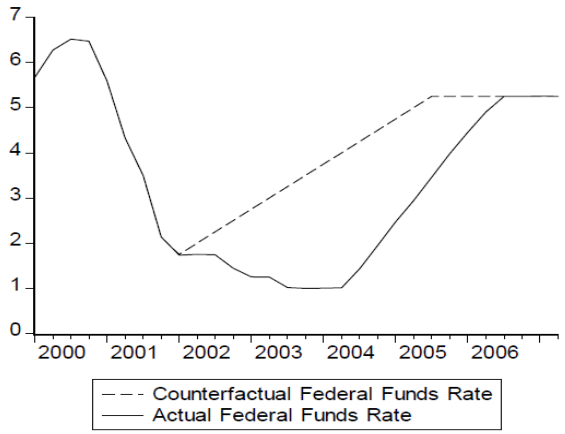
La critique ci-dessus eut une si large répercussion que deux ans plus tard, Greenspan (2010, p. 235-240), allait y répondre. L'axe de la défense de sa gestion était fondé sur l'apparente incapacité de la Réserve Fédérale à guider les taux à long terme[137]. Pour Greenspan, c'est l'évolution des prix qui marquait la demande de construction de nouvelles maisons et non pas

136 La courbe développée par Phillips montrait l'existence d'une relation inverse entre l'évolution des salaires monétaires et le niveau de chômage. Or, les nombreuses réinterprétations ultérieures ont plutôt été centrées sur le niveau de production et d'inflation. Un inventaire actualisé des diverses interprétations de la courbe de Phillips peut être lu dans l'ouvrage de Hoang Ngoc (2007).

137 L'*énigme de Greenspan* (ou *conundrum,* selon le terme anglais) devint célèbre lorsque, dans son intervention devant le *Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs,* en fevrier 2005, Greenspan annonça que la hausse de 150 points basiques du taux directeur n'avait pas mené à la hausse estimée des taux à long terme.

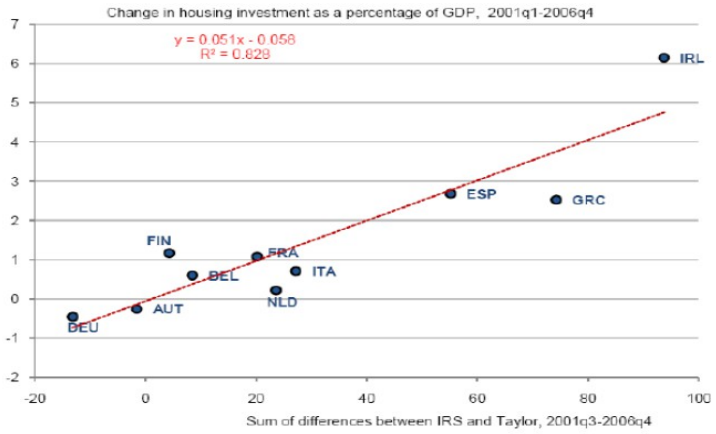
les taux de la Réserve Fédérale. Et puisque les prix n'étaient plus déterminés par les taux à long terme du marché, l'incapacité d'influencer ces taux innocentait indirectement la gestion de la Réserve Fédérale dans la formation de la bulle spéculative immobilière.[138]

<u>Graphique 4.2 :</u> Taux de référence de la Fed Vs. Taux qui aurait respecté la loi de Taylor



Source : Taylor (2007)

<u>Graphique 4.3 :</u> Investissement immobilier Vs Déviation par rapport à la règle de Taylor



Source : Taylor (2009)

138 Une étude plus récente, développée par la Réserve Fédérale (Dokko *et al.*, 2009), soutient l'argument de Greenspan et détermine que dans d'autres pays ayant expérimenté une bulle spéculative dans ce même secteur, la hausse des prix ne semble pas être en corrélation avec les écarts de la politique monétaire par rapport à la règle de Taylor.

Après avoir défendu la politique monétaire récente, Greenspan attaque la méthodologie utilisée par Taylor pour expliquer le phénomène monétaire. La règle de Taylor, rappelle-t-il, est censée prendre en compte l'évolution des prix à la consommation et non pas celle des actifs financiers. Et puisqu'il n'y a aucune corrélation positive entre les prix à la consommation et ceux des maisons, il conclue que la méthodologie de Taylor est erronée, voire trompeuse.

L'un des points intéressants de cette critique pour notre recherche réside dans la complexité, reconnue par Greenspan, de contrôler un possible boom dans le marché financier grâce au taux d'intérêt directeur, instrument sacrifié au nom de la stabilité des prix à la consommation. Dans le cas concret des États-Unis, les autorités retenaient le taux pour éviter un possible scénario de déflation, mais cela pouvait alimenter, dans le même temps, la spirale inflationniste dans le marché financier. Dans ce sens-là, le nouveau consensus monétaire est davantage remis en question face à l'essor des grands phénomènes de volatilité financière (p.ex. Goodhart, 2001 ; Goodhart et Hoffman, 2001 ; Goodhart et Persaud, 2008 ; Palley, 2011).

Comme nous l'avons dit quelques paragraphes plus haut, les États-Unis n'ont pas été accusés seulement sur le plan de leur politique monétaire ; leur politique fiscale expansive a également pris une place importante dans les débats sur le SMI à partir du début des années 2000, lorsque les déficits courants croissants semblaient impulser le niveau du déficit extérieur (courant) et donc l'endettement net de cette économie.

La possibilité d'une corrélation positive entre les deux variables macroéconomiques a reçu le nom de déficits jumeaux. Il ne s'agit pas d'une corrélation parfaite, mais plutôt d'une évolution semblable entre les deux variables : les variations dans la balance fiscale affectent positivement l'évolution de la balance courante. Une explication simple peut être fournie à partir de l'interprétation de l'équation keynésienne du PIB citée précédemment. Étant donné que la balance courante explique la capacité de financement net de l'économie, en cas d'équilibre de la capacité de financement privé, une augmentation de la dette publique entraîne une hausse similaire du déficit courant. Une autre explication offerte lie cette causalité aux effets de la hausse des dépenses publiques sur les dépenses privées et donc sur les taux d'intérêt. Une hausse relative de l'intérêt national sur le marché international ferait

augmenter le prix de la monnaie nationale et finirait par détériorer la compétitivité de la production nationale.

Ce terme de déficits jumeaux, repris dans la dernière décennie, était déjà utilisé dans la première moitié des années quatre-vingts pour expliquer la détérioration des comptes publics et extérieurs des États-Unis. Il faut préciser qu'il s'agissait alors d'un contexte de réduction des taux d'impôts des hauts revenus et de hausse des dépenses militaires imposés par Ronald Reagan. De même que dans la première moitié du mandat de Ronald Reagan, l'aspect fiscal du premier mandat de George Bush Jr. a été marqué par la baisse des impôts – notamment des classes les plus aisées – ainsi que par une constante augmentation des dépenses publiques. La détérioration de la balance courante dans les cinq premières années du nouveau siècle a été historique.

Mais malgré ce retour au premier plan du débat, l'hypothèse des *twin deficits* a été abandonnée pendant les années quatre-vingt-dix car l'évolution des deux variables citées remettait complètement en question l'existence d'une corrélation directe entre elles. En effet, tandis que l'administration Clinton réussissait à équilibrer les comptes publics au point d'avoir un excédent dépassant les 4 % du PIB, le déficit commercial, lui, dépassait de nouveaux plafonds et provoquait des entrées records dans le pays (Truman, 2004 ; Bernanke, 2005). Ce n'est pas le seul point faible signalé par les détracteurs de cette approche : les cas contemporains de pays comme l'Allemagne ou le Japon (celui-ci jusque avant la crise) montrent, à l'inverse du cas des États-Unis, un résultat où des pays très développés avec des déficits publics structurels similaires à ceux des États-Unis, aboutissent à des niveaux d'excédent courant très élevés (Cooper, 2008 ; Bernanke, 2005, p. 8).

Au-delà des exceptions dans le temps et dans l'espace, les études empiriques soutiennent l'évidence théorique d'un impact positif mais relativement faible de la politique fiscale sur le compte courant, non seulement aux États-Unis, mais également dans l'ensemble des pays développés. Dans le cas concret des États-Unis, en fonction de la méthodologie suivie par chaque étude économétrique, la dimension de cet impact est différente. Les travaux de Chinn et Prasad (2003), Chinn et Ito (2005a) ou Chinn, Eichengreen et Ito (2011) calculent un coefficient d'impact d'environ 0,2 – une variation de un dollar dans la balance fiscale mène à une variation du même signe de 0,20 dollar dans la balance courante. Un autre groupe d'estimations (Gruber et Kamin, 2005, 2007 ; Bussière, Fratzscher et Gernot, 2005 ; Erceg,

Guerrieri et Gust, 2005 ; Corsetti et Muller, 2006) reste plus modeste, les calculs plus élevés de cet impact ne dépassant pas le coefficient de 0,15.

À l'heure de proposer des mécanismes ou des politiques économiques pour rééquilibrer les balances nettes mondiales, ce faible coefficient est souvent mobilisé pour prévenir des effets limités qu'aurait un ajustement de la balance fiscale américaine sur l'endettement du pays vis-à-vis de l'étranger (Greenspan, 2004a ; Bernanke, 2005). En reprenant l'étude et les conclusions d'Erceg, Guerrieri et Gust (2005), Bernanke explique qu'un possible retour à l'équilibre fiscal aux États-Unis ne mènerait qu'à une réduction de son déficit commercial de l'ordre de 1 % du PIB (*ibid.,* p. 21).

C'est pour cette raison qu'on entend des économistes de référence qui, bien qu'ils reconnaissent la responsabilité des autorités américaines dans l'essor de ces déséquilibres globaux, prônent la prise de mesures de type expansif avant que le déficit ne se révèle insoutenable (Eichengreen et Park, 2006).

Avant la crise actuelle, de nombreux travaux avaient déjà anticipé la possibilité d'une crise qui mettrait en péril la stabilité des déséquilibres courants globaux et soumettrait le taux de change du dollar à un phénomène d'ajustement brusque. La recherche de Roubini et Setser (2004) est une référence parmi les économistes. À partir d'une critique sévère de ceux qui parlent d'un Bretton Woods II stable (Doodley, Folkerts-Landau et Garber, 2003), ils concluaient que l'ordre monétaire était proche de l'écroulement en raison des effets d'une hausse des taux d'intérêt, soudaine ou progressive, sur le système financier et au bout du compte sur l'économie.

Obstfeld et Rogoff ont étudié cette question dans une série de travaux pendant la première décennie du nouveau siècle (2000, 2007, 2009, 2012). En 2007, ces auteurs comparaient la situation des États-Unis à l'époque avec celle des années soixante-dix, où les tensions sur le marché financier international menaçaient la stabilité du prix du billet vert. De même qu'à cette époque-là, l'endettement extérieur de l'économie américaine prenait des dimensions non seulement absolues mais également en relation au PIB, à cause de l'insuffisante croissance économique. Finalement, les auteurs présentaient deux scénarios possibles d'ajustement du taux de change du dollar pondéré en fonction des échanges commerciaux *(trade-weighted dollar)*. Un premier, selon lequel l'ajustement se produit doucement et avec la mobilité de facteurs inter-frontaliers, et dans lequel le taux de change tombe d'environ 20-25 %. Et un

second scénario où l'ajustement produit est soudain et plus violent, avec une chute du taux de 40 à 50 %. En 2009, après le crash spéculatif et en plein dans une étape sévère de la crise, ayant pris en compte la forte volatilité observée pendant la crise, ils reprirent le scénario d'ajustement doux pour rappeler qu'il fallait que la tendance baissière du dollar se poursuive encore.

Finalement, Obstfled et Rogoff (2009) partageaient, avec la plupart des auteurs cités ci-dessus, l'idée selon laquelle la hausse des déséquilibres entre pays pourrait déclencher une crise. Plus ces déséquilibres prenaient d'ampleur, plus il y avait de possibilités pour que l'ajustement soit violent. Donc, la solution évidente était d'essayer de devancer l'ajustement brusque et de mettre en place les politiques nécessaires pour assurer un atterrissage doux. Les deux auteurs ajoutaient que cette tâche serait plus facile à entreprendre avec la collaboration des pays asiatiques largement excédentaires, dont notamment la Chine (2009, p. 35). Dans le but de chercher l'ajustement doux par le biais d'efforts collectifs, Mussa (2004) avait proposé un ajustement par le taux de change et par le niveau de demande des pays affectés, qui permette de rendre viable le déficit américain. Le taux de change réel du dollar devait être dévalué d'environ 30 %. Mais pour éviter tout danger il fallait le faire en douceur, et progressivement sur cinq ans. En ce qui concerne le niveau de demande, l'évolution de la demande américaine devait être inférieure à celle du PIB, tandis que celle du reste du monde devait dépasser la croissance du PIB.

Cet appel, parfois dramatique, à la mise en place progressive de politiques d'ajustement – qui sont censées permettre la réduction les déséquilibres extérieurs et évitent des réajustements plus agressifs imposés par le marché – peut être facilement justifié par la peur qu'une crise du système financier des États-Unis peut provoquer sur l'économie internationale. Cependant, ce n'est pas le seul cas dans la crise contemporaine où les pays ont été invités à coordonner leurs politiques afin de réduire les déséquilibres nets. Les pays de l'Eurozone se sont trouvés dans une situation similaire, voire plus grave, à cause de la détérioration des conditions financières. La *périphérie* de l'Eurozone a dû se soumettre à des politiques de type récessionniste pour accélérer le rééquilibrage de leurs comptes extérieurs déficitaires face à un *centre* qui n'a pas assumé de prendre des mesures expansionnistes et qui auraient certainement calmé le biais récessive que la crise a imposé à ses partenaires périphériques. L'approfondissement de l'étude du cas de l'Eurozone abordé dans la prochaine section nous permettra de constater l'existence de facteurs similaires à celui des États-Unis.

Section 2 *: Asymétries au sein de l'Eurozone : une lecture majoritaire de la crise*

L'intensité de la crise économique contemporaine dans l'Eurozone a permis de dévoiler des problèmes propres à la dynamique d'intégration dans le Vieux continent ; des problèmes que, par ailleurs, la totale intégration monétaire a pu aggraver. Certes, si nous prétendons faire une similitude entre la crise dans cette région et les tensions observées au sein de la Zone Devise Dollar (voir section 1 de ce chapitre), nous devons commencer par remarquer qu'il existe des différences notoires entre les deux. D'abord, contrairement au cas des États-Unis et les pays dépendants du dollar, l'Eurozone est le résultat d'une intégration monétaire – avec la subséquente perte de mécanismes de politique monétaire nationale par les pays membres – à l'intérieur d'une Zone Devise Euro plus complexe. Par ailleurs, malgré le processus de convergence mené pendant des décennies, la crise a mis en évidence l'absence d'une homogénéisation des économies nationales ainsi qu'une insuffisance de politiques de solidarité fiscale entre les pays membres.[139] Il n'existe pas, dans l'Eurozone, de projet d'intégration des pays membres autour d'une seule autorité politique, comme c'est le cas des États-Unis. En fait, suite aux instabilités internes, on entend même des discours prônant la rupture de l'union monétaire.

En dépit de ces particularités, il y a quand-même des éléments très similaires entre les deux cas – celui de l'Eurozone, et celui des déséquilibres extérieurs des États-Unis – qui rendent pertinente notre démarche dans ce chapitre. Avant tout, dans les deux cas, nous abordons les tensions créées dans les zones devise à partir des déséquilibres observés dans le compte courant. Il est vrai que pour chaque pays que nous citerons, son déficit (excédant) ne s'explique pas exclusivement par les excédents (déficits) opposés d'autres pays de la même zone devise : normalement les pays ont des positions créditrices et débitrices simultanées dans ses relations commerciales bilatérales avec d'autres pays. Ainsi, par exemple, l'Espagne cumulait des déficits record avant la crise et l'Allemagne, au contraire, voyait ses excédents augmenter sans que cela signifie que le déséquilibre de l'un soit la conséquence directe du déséquilibre de l'autre. Cependant, tel que nous l'avons indiqué pour le cas des États-Unis, on constate pour le cas de l'Eurozone que les déséquilibres internes dérivent des modèles de croissance opposés mais très liés entre deux groupes de pays, encouragés par le phénomène de

139 Ceci dit, nous sommes également conscients des fortes inégalités existantes à l'intérieur des pays membres déjà avant la naissance de la monnaie unique (European Union, 1999).

la financiarisation, l'intensification des relations économiques intra-Euro et la pression à la baisse sur la participation des salaires.

Dans ce sens, et comme dans le cas des États-Unis, une partie de la littérature économique contemporaine s'exhorte à classifier quelques pays de l'Eurozone selon s'ils sont *wage-led* ou *export-led*. Une interprétation riche et cohérente sur la crise européenne s'est développée à partir de l'approche de ces travaux. Cette interprétation ne s'arrête pas sur des questions comme celle de la crise de la dette publique ou des rigidités du marché du travail, souvent citées dans les diagnostics du FMI ou de la Commission Européenne (voir, par exemple, Allard et Everaert, 2010 ; Commission Européenne, 2013). Au contraire, elle essaye de comprendre la crise comme un résultat des dynamiques asymétriques internes à la Zone Euro depuis l'émergence de la monnaie unique ; dynamiques qui provoquaient des tensions et qui ont atteint leur apogée au moment où la crise globale a commencé. Ainsi l'existence d'un centre et d'une périphérie a pu être identifiée. Les pays du centre – géographique et économique, dont l'Allemagne – ont orienté leur stratégie de croissance vers l'exportation (croissance *export-led*), grâce à une politique de réduction des coûts réels salariaux et une puissante industrie. De l'autre côté, la périphérie, localisée fondamentalement dans l'Europe méridionale et occidentale, se révèle dépendante des importations venant du centre, et son économie est soutenue par la dette *(debt-led),* par d'éventuelles bulles spéculatives mais aussi par l'entrée nette de capitaux centraux (Stockhammer, 2009, 2014).

Cette ligne de recherche est d'un grand intérêt pour notre travail pour deux raisons. D'abord, parce qu'elle parvient à construire une explication par rapport à la crise européenne où l'aspect monétaire joue un rôle central. Ensuite, parce qu'elle révèle implicitement certains éléments indispensables pour expliquer les possibles dynamiques futures des zones devise. Par contre, dans la mesure où nous introduirons dans cette recherche d'autres éléments pour avoir une vision propre sur le développement et la gestion de la crise européenne, nous adopterons une position critique envers certains aspects partiaux de l'analyse centre-périphérie. Ces éléments introduits seront fondamentaux ultérieurement, à l'heure de définir notre perspective par rapport aux dynamiques futures des zones devise.

a. La crise de l'euro : au-delà des défaillances structurelles

La naissance de l'euro en tant que monnaie unique a très tôt commencé à poser des problèmes qui mettent en évidence la soutenabilité future du projet. Le remplacement des

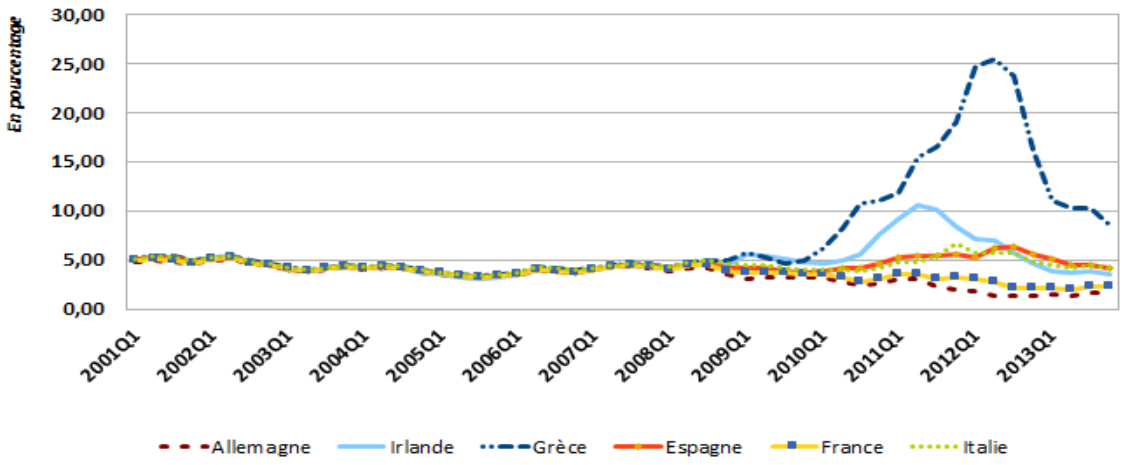
monnaies nationales par une monnaie continentale a fait disparaître le risque de dévaluation ou de dépréciation monétaire mais a fait émerger d'autres types de tensions. Dans ce sens, il y a des économistes qui parlent de l'euro comme d'une monnaie incomplète (Pissani-Ferry, 2011 ; Aglietta et Brand, 2013 ; Orléan, 2013 ; Ponsot, 2013a).

Les déséquilibres commerciaux entre pays riches et pays pauvres de la Zone Euro étaient, jusqu'à très récemment, ou bien ignorés (Mayer 2011), ou bien revendiqués comme étant la preuve de la bonne structure de la Zone Euro, laquelle encourageait l'emploi des fonds des pays puissants dans les pays moins développés dans une zone monétaire bien structurée (Schmitz et Von Hagen, 2009). Or, l'arrivée de la crise marqua le début d'une nouvelle vision, dans laquelle les déséquilibres étaient la preuve d'un important manque de coordination entre les pays intégrant la Zone Euro.

Précédemment dans notre recherche, nous avons pu constater que le Traité de Maastricht (1992) – récemment confirmé et endurci par la signature du Pacte Budgétaire (2012) – mettait l'accent sur des critères nominaux pour guider le processus de convergence des pays candidats et membres : une inflation à moyen terme, des plafonds sur la dette publique et sur le déficit budgétaire, et une politique monétaire centralisée. Or, en ce qui concerne la politique fiscale commune de l'Union Européenne (UE-27), le budget des dernières années arrive à peine à 1,5 % du PIB continental, et jusqu'à très récemment il a été dominé par les dépenses de la Politique Agricole Commune. Par ailleurs, si l'on ne parle que de la Zone Euro, et d'après la Banque Centrale, aucun mécanisme d'émission de dette publique n'était prévu pour financer la dépense publique à l'intérieur de la zone. Avec ces contraintes, les efforts en matière de convergence industrielle et de rééquilibrage des revenus nationaux restent fortement handicapés par le manque d'instruments puissants.

Au niveau de l'intégration financière, la dérégulation a occupé un rôle prioritaire depuis l'Acte Unique (1987), mais la création du Plan d'Action pour les Services Financiers (PASF) et sa consolidation dans l'Agenda de Lisbonne (2000, 2003, ...) a permis de créer un espace financier homogène opérant dans toute la zone monétaire et de faire converger les taux à long terme des différents pays intégrants durant les quatre ou cinq premières années de circulation de la monnaie unique (voir graphique 4.4).

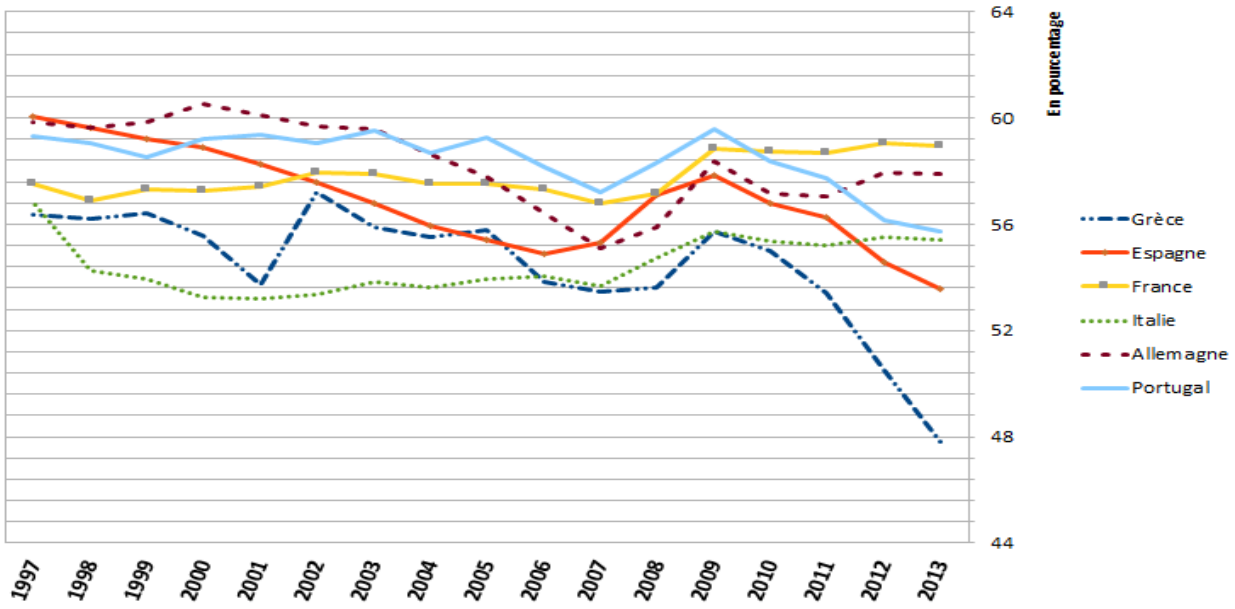
<u>Graphique 4.4</u> : Taux d'intérêt des bons du Trésor Public à 10 ans



Source : Eurostat

La performance économique de cette première étape a été modérée, avec un taux de croissance moyenne d'environ 2,5 %, un taux décroissant par rapport aux années quatre-vingt-dix et inférieur au taux proche des 3 % des États-Unis dans la même période. Bien que modérée, cette croissance a été possible grâce à la force de la demande intérieure. Or, contrairement aux propositions des études empiriques développées à partir du travail de Bhaduri et Marglin – qui indiquaient le caractère *wage-led* de la plupart des pays européens – ce n'est pas la participation croissante des salaires dans le revenu qui l'a financée. En fait, l'importance relative des salaires à l'intérieur de la zone a continué la tendance baissière, caractéristique des économies les plus développées, commencée dans les années soixante-dix. Le principal moteur de la croissance européenne avant la crise a été la forte hausse du recours à la dette. Géographiquement localisée dans quelques pays européens, cette dette grimpante a bénéficié à l'ensemble de la zone monétaire. Le cadre d'intégration monétaire et financier, coexistant avec des réalités et des politiques économiques nationales très hétérogènes a permis l'essor de deux modèles d'accumulation qui se sont complétés malgré (ou grâce à) leur parcours divergent ; comme nous l'avons avancé plus haut, un premier groupe de pays – la périphérie – a pu augmenter sa demande grâce au boom de crédit, tandis qu'un second groupe – localisé dans le centre géographique et économique européen – a pu développer un modèle *export-led* tiré par la demande périphérique.

<u>Graphique 4.5</u> : Part du salaire par rapport au PIB pour quelques pays de l'Eurozone



Source : Auteur à partir des données online de la *Annual Macroeconomic Database* (AMECO)

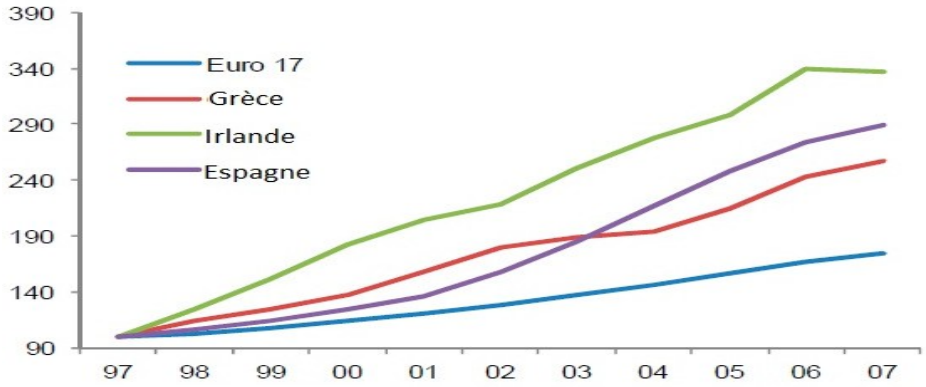
Le premier groupe a été appelé le groupe des P-I-I-G-S, pour faire référence, péjorativement, aux lettres majuscules des pays : le Portugal, l'Italie, l'Irlande, la Grèce et l'Espagne. Dans tous ces pays, les symptômes les plus sévères de la crise se sont reflétés dans la hausse du coût du service de la dette publique. Ces pays ayant théoriquement mené une politique de gaspillage du budget public pendant l'expansion économique, étaient, depuis lors, obligés d'entreprendre des politiques agressives de réduction des dépenses publiques. Cependant, une observation des chiffres de l'endettement public relatif au PIB nous montre que la tendance générale était marquée par les excédents fiscaux et la réduction du poids de la dette publique. Seul le Portugal allait enregistrer une légère hausse (d'environ 60 à 70 % du PIB) entre 2001 et 2006.

En ce qui concerne le niveau d'investissement, la Formation Brute de Capital Fixe ne dépassait pas les 25 % du PIB des pays. Seules l'Espagne et l'Irlande enregistraient des niveaux d'investissement croissants, mais cette tendance était en grande partie due à la présence d'une bulle spéculative dans le secteur du bâtiment (Lapavitsas *et al.,* 2010, p. 15).

Avec des niveaux d'investissement stagnants (sauf en Irlande et en Espagne) et des politiques fiscales excédentaires, la croissance restait dépendante de l'évolution positive de la consommation privée. Cela était notamment le cas du Portugal et de la Grèce, où la

consommation des ménages représentait respectivement 60% et 70% du PIB (*ibid,* p. 16). Or, étant donné la pression baissière sur la participation des salaires, la consommation était financée à la base par une hausse des niveaux d'endettement des ménages. Dans ces deux pays, en fait, le taux d'épargne descendait rapidement et devint négatif dès 2004. Par ailleurs, en Espagne et en Irlande, l'endettement des ménages fut accompagné par une hausse de celui des entreprises non-financières.

<u>Graphique 4.6</u> : Évolution des prix immobiliers (Euro 17, Grèce, Irlande, Espagne)



Source : Shik Kang et Shambaugh (2013) à partir des données de Haver Analytics

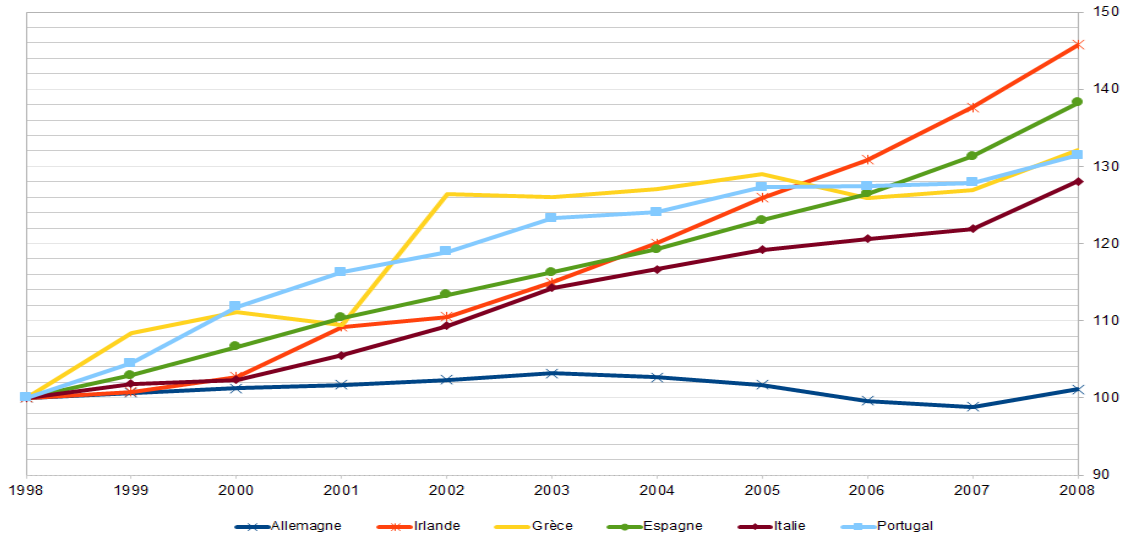
Note : Indicateur du prix libre du secteur du bâtiment en Espagne, prix résidentiel en zones urbaines en Grèce et prix résidentiel dans tout le pays pour l'Irlande et l'ensemble de l'Euro 17.

Parallèlement à cette demande basée sur l'expansion du crédit, la structure de coûts et de prix de ces pays augmentait au-dessus de la moyenne de la zone européenne. L'un des aspects par lesquels se révèle cette hausse est le coût unitaire du travail (obtenu par la division de la rémunération nominale du travail par le niveau de production réel). Comme le montre le graphique 4.7, même si la différence interannuelle n'était pas très significative, la différence en termes de compétitivité par rapport aux pays en-dessus de la moyenne était importante.

Face à cette périphérie, un groupe de pays *centraux* ayant une structure industrielle et de service très avancée, dans lequel on peut mettre l'Allemagne, la Hollande ou l'Autriche, a acquis une position compétitive très avantageuse à l'intérieur de l'Europe. Dans la littérature économique reproduisant l'explication *centre-périphérie* européen, le cas paradigmatique est celui de l'Allemagne. À partir d'une politique de forte restructuration interne dans les années

quatre-vingt-dix, concernant le marché du travail ainsi que la structure entrepreneuriale, l'économie allemande commença l'expérience de la monnaie unique européenne avec une forte pression sur les salaires (Flassbeck et Lapavitsas, 2013), ce qui allait lui permettre de mettre un terme à la position déficitaire commerciale de son économie et de cumuler des excédents croissants.

<u>Graphique 4.7</u> : Évolution du coût unitaire du travail (1998 = 100)



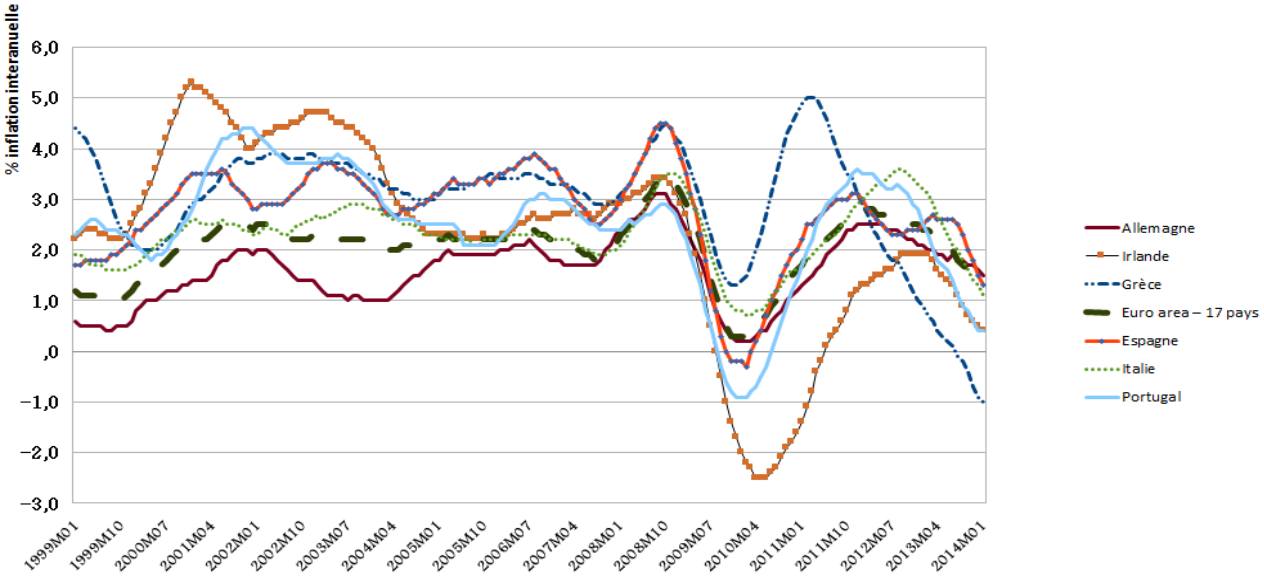
Source : Élaboration à partir des données online de la *Annual Macro-economic Database* (AMECO)

Le niveau de salaire réel stagnant et les niveaux d'endettement restant stables, la consommation privée ne pouvait pas tirer l'économie. La formation brute de capital fixe non plus ; restant dans des niveaux inférieurs à celle de ses partenaires européennes, elle n'allait pas relancer la croissance allemande. Comme nous l'avons dévoilé précédemment, le principal moteur de cette économie était la dynamique positive des exportations dérivée de la contention des coûts et des prix. En fait, grâce à cette politique, le pays allait maintenir pendant les cinq premières années une inflation inférieure au taux ciblé de 2 % déterminé par la BCE pour les pays membres.

À partir d'une étude comparative, il est facile de constater que les deux régions citées ont suivi des régimes d'accumulation antagoniques qui n'ont été visibles qu'après l'éclatement de la crise économique. Les différences cumulées entre les deux à partir de la mise en circulation de l'euro en termes de coût unitaire du travail (CUT) ou d'inflation (graphique 4.7 et 4.8), illustrent une tension croissante et difficilement soutenable entre pays. Ainsi, selon le

graphique 4.7, en dix ans (1998-2008), les CUT de l'Irlande se sont accrus plus de 40% tandis que ceux de l'Allemagne n'ont pratiquement pas subi de hausse. Entre 2000 et 2008, Stockhammer (2014) chiffre à plus de 24 % la hausse des CUT des pays périphériques, une moyenne de 16 % pour l'ensemble de la Zone Euro et un faible 3 % pour l'économie allemande. Pour le cas allemand, on pourrait penser que cette stagnation est compensée par une dynamique similaire des niveaux de productivité. Bien qu'il est vrai que la productivité dans ce pays n'a pas évolué, les chiffres mobilisés par Lapavitsas et al. (2010) illustrent que le rythme de croissance de la productivité de ce pays – avec une hausse régulière d'un peu plus de 20% de 1995 à 2007 – a suivi de près celui du Portugal et la Grèce et a été même plus fort que celui de l'Espagne.[140]

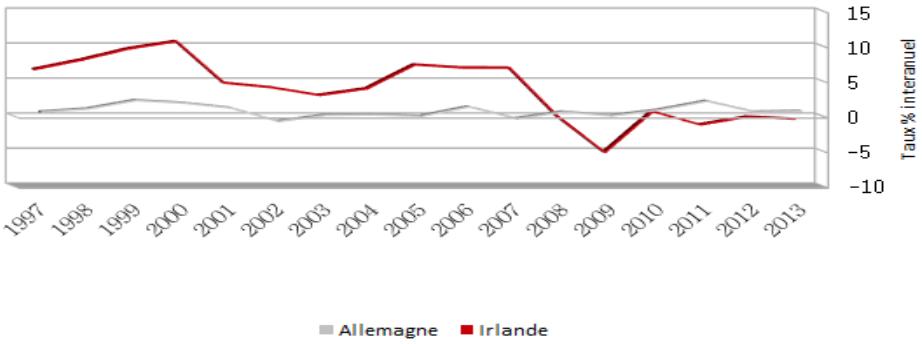
<u>Graphique 4.8</u> : Évolution de l'inflation dans quelques pays de l'Eurozone



Source : Élaboration à partir des données online de l'Eurostat

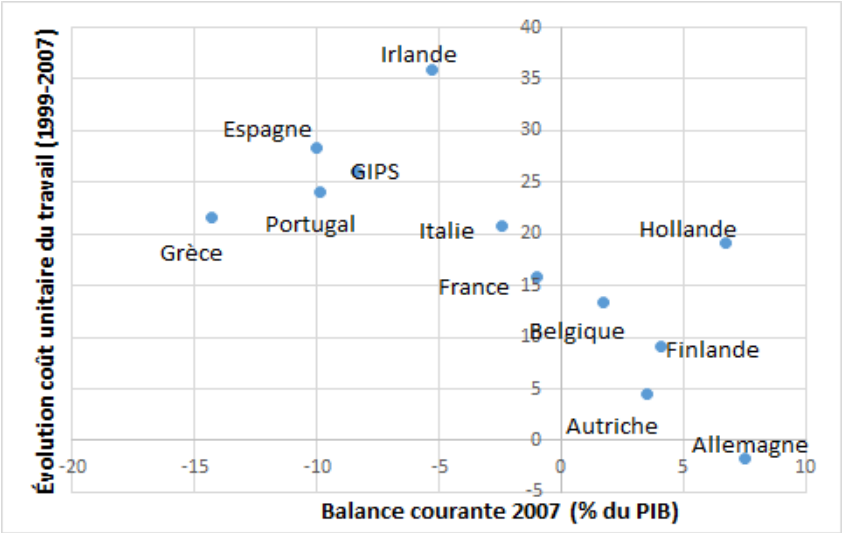
140 L'approche ici présenté et développé notamment par des travaux de type post-keynésien, explique les divergences entre pays de l'Eurozone presque complètement par des indicateurs macroéconomiques concernant le prix et la productivité du travail. Cette agrégation empêche de voir quelles sont les divergences productives entre pays et analyser le développement des secteurs dans lesquels chaque pays s'oriente. Cette approche alternative (voir, par exemple, Belitz et al. 2009) illustre, par exemple, que l'Allemagne s'est spécialisée en secteurs de très haute technologie. Bien qu'il nous semble très important de souligner cet aspect pour avoir une vision plus riche sur l'asymétrie dans l'Eurozone, notre objet n'est pas d'approfondir dans la spécialisation productive des pays mais de souligner le rôle central des relations financières dans le développement des tensions entre pays.

<u>Graphique 4.9</u> : Évolution interannuelle de la consommation privée en Irlande et en Allemagne



Source : Élaboration personnelle à partir des données de AMECO

<u>Graphique 4.10</u> : Relation entre l'évolution coût unitaire du travail (1999-2007) et la balance courante en 2007



Source : Élaboration personnelle à partir des données d'AMECO ET BCE

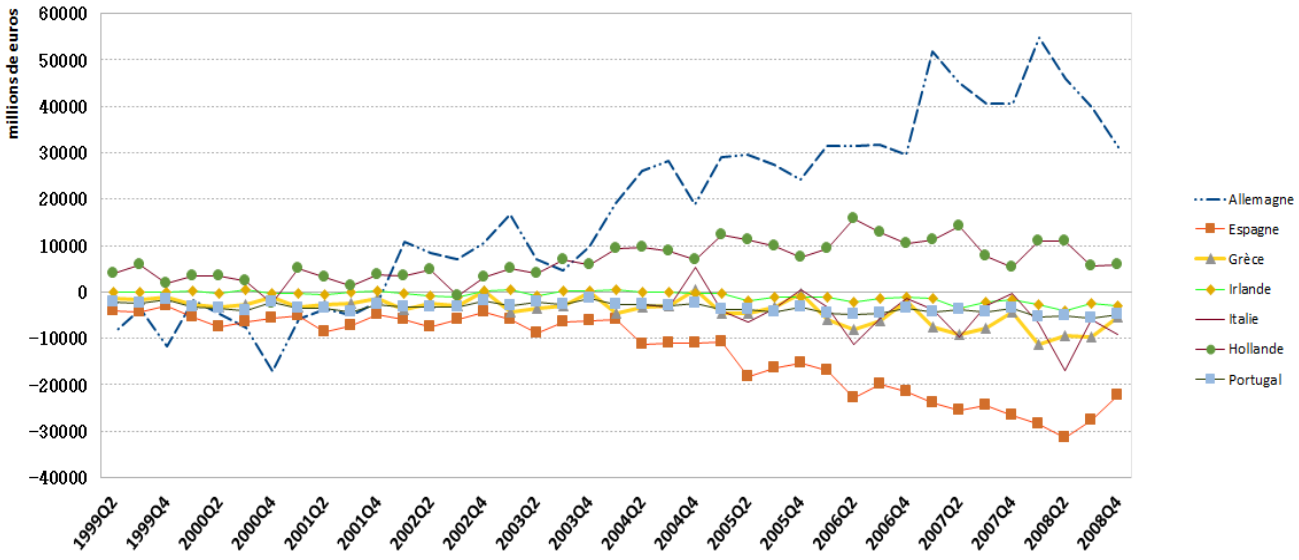
Malgré les tensions macroéconomiques qu'une telle dynamique peut supposer dans une même zone monétaire, les différences en termes de consommation se sont accrues en faveur des économies périphériques. Comme l'illustre le graphique 4.9 pour le cas de l'Irlande, le niveau de consommation des ménages de ce pays s'est montré beaucoup plus dynamique en comparaison avec le niveau de consommation des ménages allemands, quasi inchangé depuis

le début du siècle. L'une des conséquences dérivées de cette dynamique a été une asymétrie évidente entre les comptes courants des pays (voir graphique 4.10 et 4.11). Seule la crise a stoppé cette tendance divergente et a fait revenir à des taux négatifs la consommation des économies périphériques.

b. Les déséquilibres nets et les politiques d'ajustement après 2007

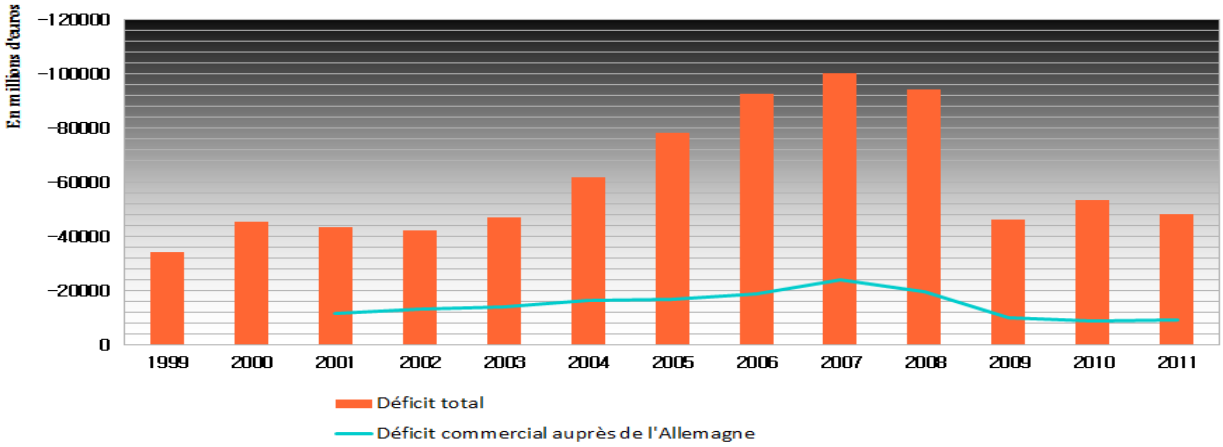
Très récemment, on a assisté à une multiplication de travaux voulant montrer les tensions cumulées à l'intérieur de la Zone Euro, à partir de l'observation des déséquilibres nets croissants enregistrés dans des indicateurs macroéconomiques fondamentaux. Le principal indicateur utilisé est celui des positions des balances courantes (et notamment les balances commerciales) de chaque pays et leur évolution depuis le début du siècle. Tandis que l'ensemble de la Zone Euro a eu une balance extérieure assez équilibrée avec ses partenaires commerciaux, la réalité intra-euro montre des déséquilibres nets croissants entre le centre et la périphérie. Dans ce sens, la symétrie existant entre les déficits courants de la périphérie et l'excédent allemand est significative. En 2007, alors que la menace de la crise n'était pas si forte, l'Allemagne enregistrait un excédent de 180 milliards d'euros, tandis que la somme des déficits nets du Portugal, de l'Irlande, de l'Espagne, de la Grèce et de l'Italie arrivait à 185 milliards.

<u>Graphique 4.11</u> : Évolution des balances courantes annuelles



Source : Élaboration personnelle à partir des données de Eurostat

<u>Graphique 4.12</u> : Déficit commercial espagnol, total et auprès de l'Allemagne



Source : Élaboration personnelle à partir des données du Instituto Nacional Estadística (INE)

Cela ne veut pas dire que la position nette de l'un soit expliquée exclusivement par l'excédent de l'autre. Comme nous pouvons le constater pour le cas de l'Espagne (graphique 4.12), bien que le déficit commercial bilatéral avec l'Allemagne soit significatif et ait suivi une tendance haussière jusqu'à la crise, il ne représente qu'une partie du déficit net du pays (lequel est obtenu par l'agrégation des excédents et déficits nets avec tous les pays). Cela s'applique également au cas de l'Allemagne : l'évolution de son excédent net est similaire à l'évolution de la somme des déficits nets des économies périphériques. Mais l'excédent commercial obtenu par le pays dans les dernières années est dû notamment aux forts déséquilibres favorables à des pays comme la France, les États-Unis ou le Royaume-Uni (Statistiches Bundesambt, 2014). Cependant, puisque les économies périphériques sont des économies plus petites et que, par conséquent, l'ampleur relative des déséquilibres est majeure, c'est cette relation centre-périphérie qui occupe le cœur du débat.

Cette analyse des déséquilibres nets a été menée notamment par Richard Koo (2009, 2011) et l'institut de recherche Nomura, à partir de l'étude des positions financières que les différents secteurs institutionnels ont expérimenté dans les principaux pays concernés par cette perspective centre-périphérie. Cet instrument est utile pour saisir la relation qui peut exister entre les positions des différents secteurs et le financement qui arrive de l'extérieur. De cette façon, on arrive à des conclusions plus approfondies que celles que l'on peut tirer de la simple

étude des balances entre pays.

Comme nous l'avons constaté dans l'exposition du cadre théorique, dans une économie fermée l'épargne positive nette d'un secteur sur une période est automatiquement compensée par une épargne nette du reste des agents qui sera du même montant mais de signe opposé. Par exemple, un déficit de la balance publique est accompagné d'une position créditrice équivalente du secteur privé. Si l'on décompose le secteur privé en « ménages », «entreprises financières » et « entreprises non financières », la logique est identique : la somme de toutes les positions financières nettes à chaque instant est de zéro. À cela il faut ajouter le secteur « Reste du Monde » (RM), puisque notre cas d'étude intègre des économies ouvertes où, par ailleurs, les capitaux internationaux circulent avec un fort degré de liberté.

E (Épargne publique) + E privé = 0 <=>

E Gouvernement + E Sociétés (financières+non financières) + E Ménages + E Reste du monde= 0

Cette simple logique mathématique appliquée aux positions nettes des secteurs nationaux ne permet pas de conclure de façon pertinente sur le comportement d'une économie et de ses acteurs. On ne peut pas savoir si elle est en phase expansive ou de contraction. Mais, compte tenu des éléments décrits précédemment, nous pouvons déduire, pour les pays européens étudiés, certaines dynamiques existant non seulement dans la phase d'expansion mais aussi dans la phase récessive. Dans ce sens, nous faisons deux observations principales : la première est le constat de modèles d'accumulation opposés entre centre et périphérie précédemment décrits ; la seconde est le renversement des déséquilibres nets intersectoriels et internationaux dès le début de la crise, et donc la mise en évidence du caractère insoutenable des régimes d'accumulation décrits.

En ce qui concerne le premier aspect, Koo (2011) montre que la divergence de modèle que nous avons remarquée entre le centre et la périphérie de la Zone Euro a un reflet clair dans la balance de paiements de la plupart des pays. Ainsi, les économies espagnole et irlandaise ont suivi une évolution semblable à celles des États-Unis et d'Angleterre. Dans tous les cas, le secteur extérieur apparaît comme principal créancier face à la position débitrice croissante des

ménages. La différence principale entre le Royaume-Uni et les États-Unis d'une part, et l'Espagne et l'Irlande d'autre part, réside dans le comportement du secteur public et des entreprises non financières. Tandis que pour les deux premiers le secteur public enregistre des positions déficitaires croissantes, dans les deux autres c'est le secteur corporatif non financier qui enregistre un fort effet de levier.

En Allemagne, le graphique illustre une position sectorielle inverse par rapport à ces quatre pays, ce qui est cohérent avec le régime d'accumulation que nous avons décrit dans les lignes précédentes. Le graphique 4.13 montre que les ménages ont enregistré des positions créditrices nettes d'une année sur l'autre et que le secteur corporatif a vu sa position créditrice augmenter à partir de 2003, très symétriquement à l'évolution négative du secteur extérieur (endettement net de l'extérieur vis-à-vis de l'économie allemande). Cette symétrie étonnante peut être interprétée comme un symptôme du caractère exportateur de l'économie allemande. Par ailleurs, le secteur public occupe une position nettement déficitaire par rapport aux autres secteurs.

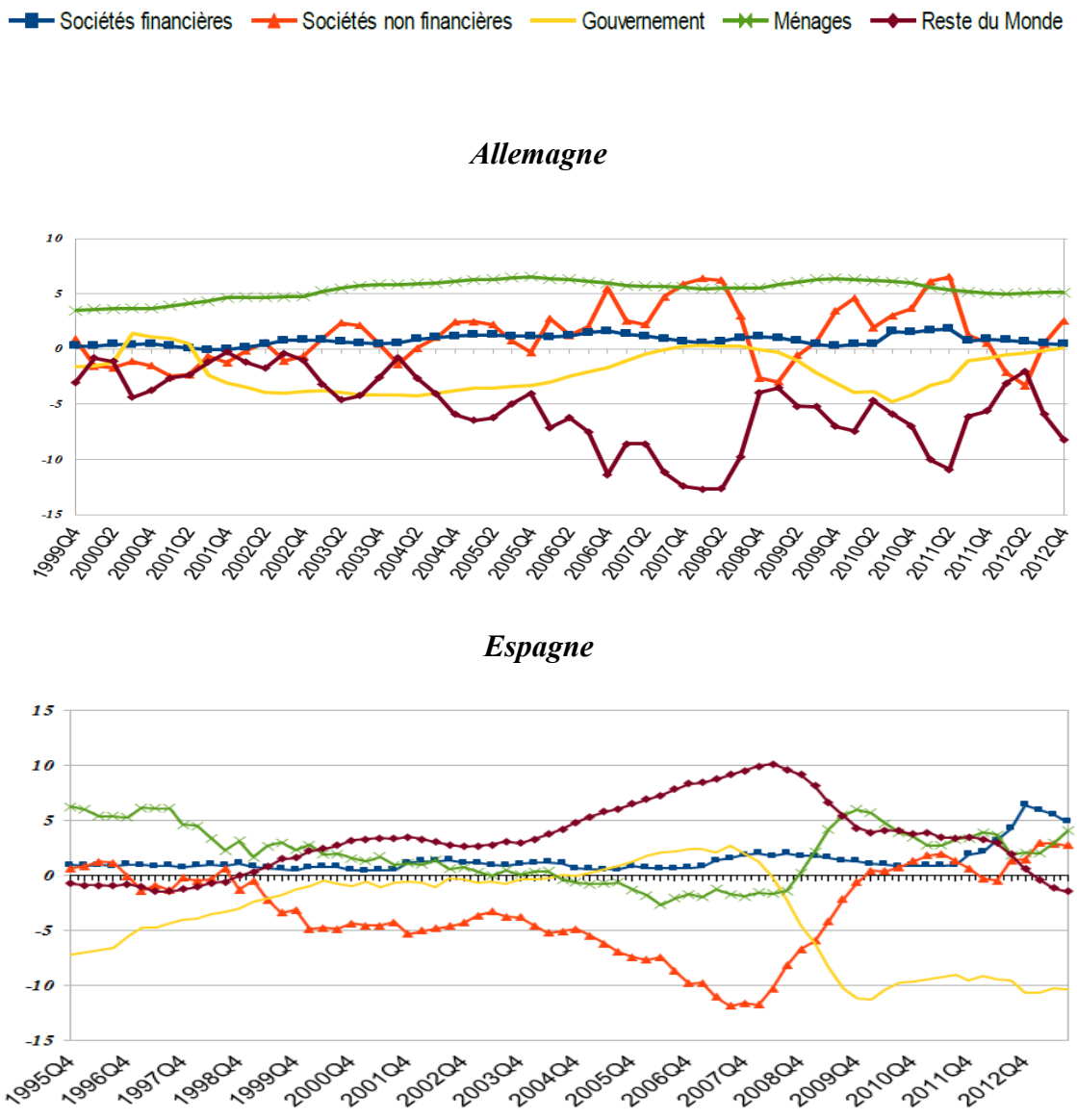
Cela dit, l'aspect par lequel plusieurs économistes se sont faits l'écho du travail de Koo est le concept de la *balance sheet recession* ou « récession de bilan ». Avec ce concept, Richard Koo veut identifier les dynamiques de désendettement dans un contexte de récession, dynamiques qui font suite à un processus d'endettement propre à une phase d'expansion. L'exemple utilisé pour identifier ce phénomène est celui du Japon de la fin des années quatre-vingt-dix, lorsque l'endettement des entreprises du pays donna lieu à une situation de stagnation, dans laquelle ce secteur ralentit son activité entrepreneuriale et essaya de réduire sa dette. Selon Koo, on pourrait appliquer cette situation à la crise que subissent à l'heure actuelle les États-Unis et l'Europe.

Autant aux États-Unis qu'au Royaume-Uni et dans l'Eurozone, la crise a provoqué une hausse soudaine des niveaux d'épargne privée de respectivement 9,3 %, 7,7 % et 4,09 % du PIB. Cette hausse a été compensée par une relance de la politique budgétaire d'un niveau presque équivalent. À l'intérieur de la Zone Euro, ces ajustements ont été très sévères dans certains cas. L'Islande et l'Espagne, par exemple, ont vu l'épargne privée monter encore plus brusquement : 17,19 % du PIB pour le premier pays, et 21,55 % pour le second. Cela a été accompagné d'une diminution du déficit extérieur et d'un effort déficitaire de la part des administrations publiques. La contrepartie a été l'évolution allemande, où la position

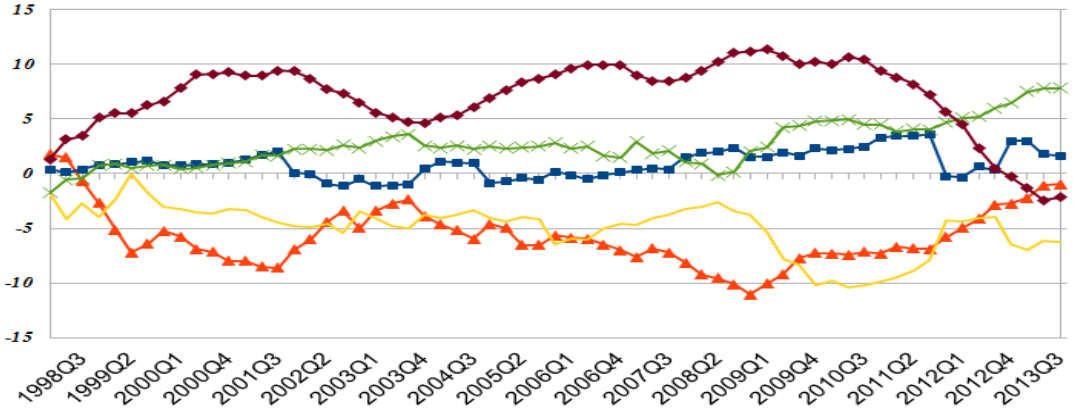
excédentaire nette du secteur corporatif et la position déficitaire du secteur extérieur se sont rapidement rapprochées de l'équilibre financier dans la première moitié de l'année 2008.

L'évolution des positions nettes inter et intra-nationales à partir de cette récession des bilans initiale, ne peut pas être comprise sans expliquer d'abord deux éléments essentiels qui ont pris une grande importance dans la réalité économique de l'Eurozone dès 2008-2009 : les va-et-vient spéculatifs sur le marché financier sur la dette publique des pays périphériques, et la réaction et mise en place de mesures anti-crise dans ces pays.

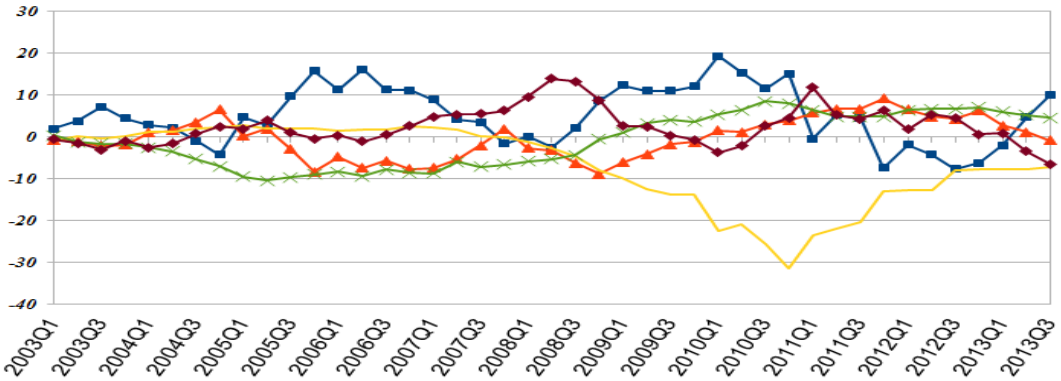
<u>Graphique 4.13 :</u> Balance financière nette sectorielle en Allemagne, Espagne, Portugal, Grèce, Irlande (en % du PIB trimestriel)



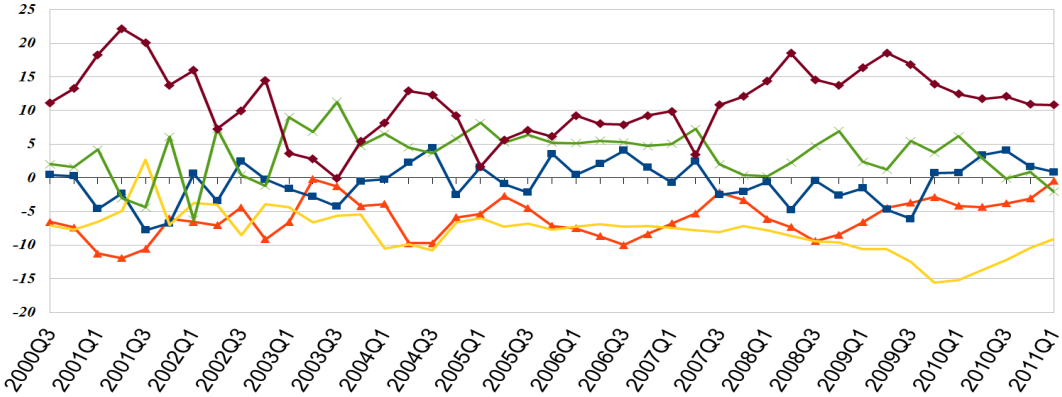
Portugal



Irlande



Grèce



Source : Élaboration personnelle à partir des données de la BCE, Banco de España, Bank of Ireland et Banco du Portugal

Note : Données consolidée pour le cas de l'Espagne et l'Irlande ; non consolidées pour le reste. Moyenne trimestrielle faite avec les trois trimestres précédentes.

En ce qui concerne le premier aspect, nous avons déjà remarqué que les pays périphériques étaient arrivés à la crise après avoir suivi des années de contention et d'équilibre des comptes publics. En fait, ce groupe de pays ne se distinguait pas par ses hauts niveaux de dette par rapport au PIB. Seuls les cas grec et italien avaient un ratio qui dépassait les 100 %[141]. Par contre, les niveaux de dette publique en Espagne, en Irlande, au Portugal ou à Chypre, étaient même inférieurs à la moyenne de la Zone Euro. Cela dit, la mise en place de politiques de dépense publique anti-crise, ainsi que l'effondrement des indicateurs de production nationaux ont fait grimper leurs niveaux d'endettement relatif dès 2008. Les mouvements spéculatifs apparus à l'époque ont conduit les pays membres à abandonner l'étape de taux d'intérêt homogènes et à retourner à un scénario de divergence des taux d'intérêt. Dans ce sens-là, tandis que la dette allemande a été utilisée en tant que refuge pour les investisseurs, les pays périphériques ont subi une forte détérioration des conditions pour mener un refinancement de leur ancienne dette, ainsi que pour mettre en place des politiques budgétaires contre-cycliques. La Grèce a sûrement été le pays le plus touché par la spéculation sur sa dette souveraine : début 2012, le Bon grec à 10 ans offrait 25-30 % d'intérêt sur le marché primaire. Cela a débouché sur une restructuration d'une partie de la dette publique menée principalement par les autorités européennes, le FMI, les gouvernements français et allemand et l'Institut de la Finance Internationale (*IIF*). À la même époque, le Portugal allait payer la sienne à plus de 13 %, un niveau similaire à celui que l'Irlande avait dû payer pour la sienne lors de l'été 2011. Les *spread* des bons de l'Espagne et de l'Italie, bien qu'inférieurs à ceux des pays préalablement cités, allaient eux-aussi monter, objets de pressions sur les marchés financiers, jusqu'à atteindre des niveaux proches de 7 % d'intérêt en juillet 2012. Cette hausse générale du service de la dette a fait gonfler considérablement la partie du budget public dédiée au service des engagements vis-à-vis du capital financier (Medialdea, 2011), mais elle a mis en danger la capacité des États à répondre aux engagements avec leurs créanciers, la plupart étant des institutions financières européennes (Lapavitsas *et al.,* 2010).

Ce panorama catastrophique dans la périphérie, avec une dette publique dont le refinancement semble être de plus en plus insoutenable, et une perte de compétitivité qui empêche une issue autonome à la crise dans le cadre institutionnel actuel, a fait ressortir des messages d'analystes et de politiciens qui hésitent sur la durabilité de la zone monétaire et questionnent la pertinence pour les pays d'y rester. L'essor de ce type de discours a été, en fin

141 Pour le cas de la Grèce, en plus, ainsi que pour celui du Portugal, la plupart des détenteurs de cette dette publique sont étrangers (Lapavitsas *et al.,* 2010, p. 9).

de compte, une mise à l'épreuve de la capacité de coopération entre les autorités des pays membres, qui ont opté pour conserver l'union monétaire dans le continent. Dans ce contexte, on aurait pu espérer un effort de coordination autant en matière financière que sur le plan des politiques macroéconomiques, où les pays en meilleure situation auraient été plus à même d'entreprendre des politiques plus agressives afin de contenir le phénomène déflationniste. Cependant, dans aucune de ces deux sphères les mesures prises ne peuvent être considérées comme coopératives.

En ce qui concerne l'aspect financier, tant les gouvernements centraux que les institutions monétaires et exécutives européennes ont insisté dès le début sur la nécessité de mesures de « consolidation » fiscale et sur le remboursement intégral de la dette. En fait, la politique initialement expansionniste de la plupart des États a été contrecarrée par l'endurcissement des directives – soutenu principalement par l'Allemagne – en faveur d'une politique fiscale austère qui donne la priorité au paiement du service de la dette. Dans cette lignée, a eu lieu en 2012 la signature du Traité Budgétaire, un texte de loi qui oblige les pays signataires à respecter un équilibre budgétaire plus important que dans les accords précédents. Le nouveau traité limite le déficit structurel maximum à 0,5 % où 1 % selon le cas, et envisage des mécanismes automatiques pour réduire la dette cumulée au-delà de 60 % du PIB. Cette soumission des politiques fiscales nationales à l'objectif d'équilibre a dû être réaffirmée par les lois de chaque pays.[142]

Cependant, au fur et à mesure que l'absence de soutien européen aux dettes publiques a encouragé la montée du prix du financement, les institutions européennes ont dû mettre en place des mécanismes de soutien afin de soulager cette détérioration et d'éviter ainsi ses effets systémiques. Il est important de rappeler l'importance de l'utilisation de la dette souveraine en tant qu'actif collatéral dans la finance privée contemporaine (Gabor, 2013). Consciente du danger financier non seulement pour les pays périphériques mais aussi pour l'ensemble du marché européen, la BCE a dû inclure, parmi les mesures non conventionnelles, le rachat de bons de dette souveraine sur le marché secondaire à travers le programme des *Securities Market Programme (SMP),* initié en mars 2010 et remplacé en septembre 2012 par l'*Outright Monetary Transactions (OMT).* La BCE, qui a limité ces opérations à des situations extrêmes, s'est obligée à stériliser la liquidité émise dans chaque rachat de titres et détenait, encore en

142 Dans le cas de l'Espagne, les autorités avaient signé, en septembre 2011 déjà, une réforme constitutionnelle obligeant l'État à mener une politique fiscale équilibrée et visant le paiement prioritaire du service de la dette.

février 2014, environ 185,7 milliards d'euros en dette (dont presque la moitié est composée de titres de dette publique italienne). Or, malgré les effets positifs de ces mesures sur la capacité de remboursement des engagements de dette publique, elles n'ont pas fait varier les perspectives de stagflation qui menacent l'Eurozone. C'est pour cela que la BCE envisage depuis 2014 la prise de mesures d'émission de liquidité plus agressives. Dans ce sens, peut-être l'initiative la plus remarquable de la part de la BCE est-elle le programme dit de *Quantitative Easing* annoncé le 22 janvier 2015. Par ce programme, la BCE s'engage à acheter des titres privés et publics par la création monétaire et pour une valeur de 60 milliards par mois jusqu'en septembre 2016.

En ce qui concerne l'action coordonnée des États, les 27 membres de l'Union Européenne ont constitué en 2009 le Fonds Européen de Stabilisation Financière (FESF), visant à fournir une aide financière temporaire aux pays membres en difficultés. Ce mécanisme, qui opère par le biais d'émission d'obligations propres dans le marché, a été élargi, autant dans sa dotation initiale que dans ses fonctions, jusqu'à son remplacement, en 2013, par le Mécanisme Européen de Stabilité (MES), doté finalement de 700 milliards de dollars (Massion et Arthuis, 2014).

L'application de ces mécanismes – de l'ancien et de son remplaçant – est soumise dans les deux cas à une forte conditionnalité imposée par la Commission Européenne et la BCE et, si possible, en accord avec le Fonds Monétaire International. Cette conditionnalité, selon le Ministère Français des Finances (2014, p.2) « peut prendre la forme, notamment, d'un programme d'ajustement macro-économique ou de l'obligation de continuer à respecter des conditions d'éligibilité préétablies »[143].

Cette conditionnalité a été le principal moyen par lequel le centre de la Zone Euro a transmis aux pays périphériques l'obligation d'ajustement des déséquilibres précédemment indiqués. La Grèce, l'Irlande ou le Portugal, en tant que pays récepteurs de plans de sauvetage, ont été directement touchés par les réformes imposées par leurs bailleurs. En Espagne – et plus récemment à Chypre – l'aide financière a été présentée comme un support pour assurer la stabilité du système financier plutôt que pour injecter des capitaux dans l'économie (*European Stability Mechanism,* 2014). Mais cela ne l'a pas dispensée de devoir mettre en place des politiques d'ajustement – sur les dépenses publiques, le système d'impôts, le marché du

143 Il est significatif que cette indication soit mentionnée en note de bas de page dans l'« Extrait du Bleu Budgétaire de la Mission : Engagements Financiers de l'État » (Ministère des Finances Français, 2013, p. 2).

travail, … – similaires à celles de ses voisins périphériques.

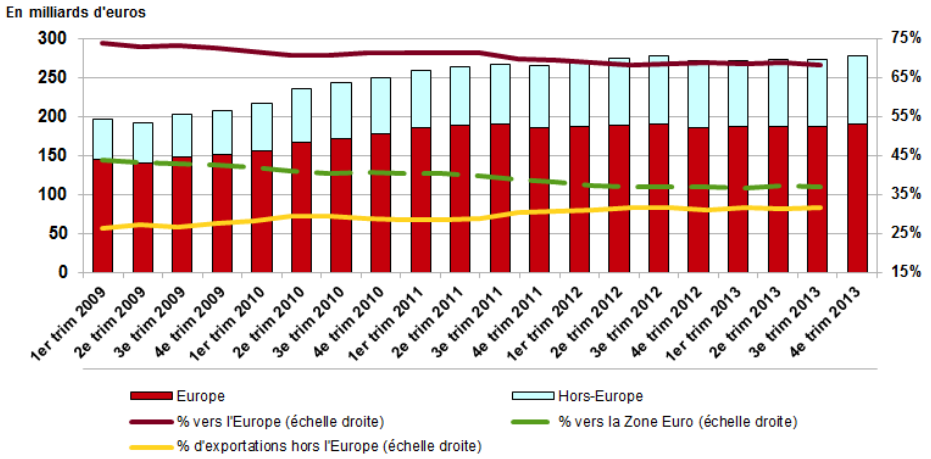
Hormis leurs effets sur la structure des marchés financiers nationaux et sur le secteur public, les politiques d'ajustement ont été orientées à la réduction des déséquilibres extérieurs grâce, notamment, à une plus grande pression sur les salaires (IMF, 2011 ; OECD, 2013). Toutefois, il s'agit d'un ajustement récessif où les pays excédentaires ont contourné tout engagement à collaborer en mettant en place des politiques expansives. C'est pour cette raison que les coûts observés et attendus en termes d'emploi, de croissance et de pauvreté sont significatifs (voir p. ex. : Onaran, 2010 ; Stockhammer et Sotiropoulos, 2014).

Malgré tout, les fortes dévaluations internes – dans le contexte cité d'endurcissement des conditions d'accès au marché financier – ont mené à un rapide rééquilibrage des dangereuses tendances observées durant la phase expansive. La plupart des pays périphériques ont réduit le coût de la main d'œuvre et, en dépit de la faible expansion des salaires des pays centraux, ont réduit leur position courante déficitaire, voire sont arrivés à avoir de timides excédents. L'Allemagne, par ailleurs, a réussi à relancer sa position extérieure excédentaire, affectée dans les premières étapes de la crise par la récession des balances financières périphériques. Cela a été possible grâce à la lente réorientation de ses exportations vers des régions extérieures à l'Eurozone (graphique 4.14).[144] Au total, si l'on prend l'effet total de ces transformations dans le centre et dans la périphérie sur l'ensemble de l'Eurozone, on remarque que la balance courante nette de l'union monétaire est revenue à des chiffres positifs.

Toutes ces grandes dynamiques provoquées par un changement brusque dans les conditions d'accès au marché financier, ainsi que par les politiques macroéconomiques des pays, apparaissent clairement dans les positions financières nettes enregistrées entre pays et par les secteurs à l'intérieur de chaque pays. Par exemple, en ce qui concerne la politique fiscale, la politique expansive menée par la plupart des pays juste au début de la crise est évidente, ainsi que la politique de « consolidation » fiscale ultérieure, notamment à partir de la fin 2010 et du début 2011.

144 Comme le montre le graphique 4.14, la baisse de la partie relative des exportations vers l'Europe sur le total des exportations allemandes peut s'expliquer par la baisse des exportations à l'Eurozone.

<u>Graphique 4.14</u> : Destination des exportations allemandes (base désaisonnalisée)



Source : Deutsche Bundesbank

Une autre évidence est la réduction des positions débitrices des principaux secteurs qui ont soutenu la croissance pendant l'expansion économique irlandaise et espagnole, à savoir : le secteur corporatif non financier et les ménages. Dans les deux pays, la crise impose, entre 2007 et 2009, la correction accélérée des déséquilibres que les bonnes conditions financières précédentes avaient rendus possibles.

Mais l'indicateur qui montre le plus clairement ce bouleversement dans les positions nettes après la crise est celui de la balance courante. Aussi bien dans les graphiques par pays que dans ceux illustrant l'ensemble des balances courantes centrales et périphériques, le retour temporaire à l'équilibre des déficits courants périphériques apparaît clairement.

c. Les limites de l'approche des asymétries et la nécessité d'analyser les tensions des flux monétaires internationaux.

Cependant, l'approche des relations monétaires internationales à partir de l'observation des positions nettes reste – comme nous l'avons avancé dans le premier chapitre – assez limitée et ignore, dans le cas de la Zone Euro, le potentiel récessionniste de la crise même dans un scénario comme celui de 2012-2015, où les déséquilibres de certaines positions financières nettes se sont déjà annulés ou fortement réduits mais où les perspectives pessimistes de croissance persistent.

Pendant la période d'expansion le message de l'approche des *Global Imbalances*, partagé indirectement par la plupart des auteurs étudiant la crise européenne, affirmait que les flux

nets créaient des tensions sur les balances de paiement internationales et alimentaient les bulles spéculatives dans les pays récepteurs (voir, entre autres, Hubbard, 2005 ; Guha, 2009 ; Stockhammer, 2014). Ainsi, il n'est pas rare de trouver actuellement des positions qui affirment que le retour à l'équilibre des balances représente le pas préalable pour relancer une croissance plus solide dans la Zone Euro.

En Europe, comme dans le débat général des *Global Imbalances*, toute analyse qui prend les déséquilibres nets comme facteur explicatif de la récession, oublie l'importance de la dimension brute des positions financières des agents, tant au plan national qu'international. Sur le plan national, nous pouvons constater le retour aux positions financières annuelles, en Espagne et en Irlande, des secteurs qui avaient été déficitaires pendant l'expansion. Cependant, la dynamique de désendettement se poursuit tant que les conditions dans le marché financier l'imposent. Cela peut être mieux expliqué par les cas paradoxaux du Portugal et de la Grèce. Dans ces deux pays, aucun phénomène de *balance sheet recession* ne peut être détecté à première vue : aucun secteur qui ne soit revenu rapidement à des positions moins déficitaires. En fait, le secteur ménages, dont la consommation par le crédit a été l'un des moteurs de la croissance économique des deux pays, a enregistré des balances financières annuelles excédentaires. Comme nous le verrons ultérieurement, cela n'a pas empêché que, dans les deux pays, ce secteur commence, après la crise, à réduire l'effet de levier considérable mené durant les années de croissance.

Sur le plan international, les limites de l'approche par les flux nets sont plus évidentes encore. Après avoir enchaîné des déséquilibres courants croissants, les politiques économiques dites *anti-crise* ont reconduit les pays périphériques vers des positions plus équilibrées. Dans ce nouveau contexte, les excédents courants allemands ne s'expliquent plus par l'asymétrique commerce intra-Zone Euro mais en dehors de la zone monétaire. Cela ne veut pas dire que les balances bilatérales entre les pays membres sont équilibrées. Pourtant, même si c'était le cas, cela ne signifie pas que les pays n'enregistrent pas de flux privés entre eux. Comme nous l'avons vu dans notre exposition et critique du débat des *Global Imbalances*, les pays peuvent enregistrer des flux massifs de sortie et d'entrée de capitaux sans pour autant affecter le solde de la balance commerciale. Comme nous l'avons expliqué lors de notre présentation des zones devise, ce n'est pas seulement un scénario possible sur le plan théorique, mais une réalité de plus en plus évidente dans le contexte actuel de libéralisation des marchés financiers : plusieurs régions enregistrent des soldes courants proches de zéro

mais cumulent une quantité croissante d'actifs et passifs vis-à-vis des agents étrangers.

Certes, la perspective présentée dans les pages précédentes nous a permis d'identifier les asymétries à l'intérieur de la Zone Euro. Les modèles d'accumulation *debt-led* et *export-led* apparaissent comme des formes complémentaires permettant de résoudre, au moins temporairement, les limites à l'accumulation imposées dans la phase néolibérale par la pression sur les salaires. Dans ce sens, l'approche citée montre que la libéralisation des comptes de capital permet d'aboutir à des déséquilibres courants plus significatifs.

Cependant, au moment d'aborder et d'expliquer la relation monétaire entre pays de la Zone Euro, cette littérature utilise indirectement l'approche des *Global Imbalances* et limite l'analyse des instabilités au rôle joué par les flux nets entre pays ; dans le cas européen, concrètement, cette approche explique que c'est dans un cadre de déséquilibres que les pays du centre de la zone ont contribué à la hausse de la consommation et à la formation de bulles à l'intérieur des pays périphériques. Face à cette approche, et en adéquation avec les conclusions indiquées dans notre présentation du cadre théorique, dans le prochain chapitre nous mettrons l'accent sur l'importance des relations financières, ainsi que des flux bruts, pour expliquer le phénomène d'expansion et de récession de l'Eurozone et finalement, pour pouvoir identifier certains éléments structurels qui nous permettent d'appliquer notre analyse à d'autres zones devise.

Conclusion du quatrième chapitre

Deux cas paradigmatiques, où l'on constate la nécessité de coordination des politiques économiques entre pays, ont occupé notre quatrième chapitre. Le premier concerne le déséquilibre du commerce extérieur des États-Unis et le seconde celui des asymétries repérées entre le centre et la périphérie de l'Eurozone. Au lieu d'essayer la mise en place d'une coordination des politiques économiques, les pays s'insèrent dans des chaînes internationales d'accumulation de capital et adoptent unilatéralement des politiques qui vont affecter les résultats nets de leurs balances extérieures.

À cette dynamique est étroitement lié le processus de financiarisation, avec toutes ses composantes décrites dans le troisième chapitre. Un tel processus permet que, face à la stagnation des salaires réels et à la déviation des investissements vers les activités spéculatrices, la demande agrégée des pays augmente poussée par des niveaux croissants de dette et/ou par l'exportation (les modèles *debt-led* et *export-led*). La fin de la complémentarité de ces deux modèles n'est pas déterminée par une décision politique internationale visant à rééquilibrer les balances extérieures mais par un renversement des conditions financières, celles-ci étant déterminées en même temps par des phénomènes de formation et d'éclatement de bulles spéculatives.

Au sein de l'Eurozone, la crise a mis en évidence le manque d'une intégration industrielle, commerciale et fiscale. Le résultat en est que l'ajustement se fait par un biais déflationniste, plus spécialement dans les pays périphériques. Aux États-Unis, le déficit extérieur s'est réduit sans que des mesures d'ajustement aussi sévères que dans le cas européen aient été mises en place. Cela dit, les autorités étasuniennes continuent à regarder de travers les politiques de leurs grands créanciers nets, dont la Chine.

Toute démarche future visant la coordination des politiques macroéconomiques des pays sera positive, aussi bien en termes de justice sociale que de stabilité économique. En ce qui concerne le premier aspect, tant que les États-Unis maintiennent une balance courante équilibrée, ils ne profiteront pas sur le plan commercial du *privilège exorbitant* de payer l'excès d'importations au moyen de sorties de capitaux.

Sur le second aspect, les déficits croissants, y compris ceux des émetteurs de monnaie-clé,

sont souvent interprétés par les agents comme des symptômes de faiblesse du pays ou de la région concernée et pourraient déclencher des sorties soudaines de capitaux. Si cela arrivait dans le cas des États-Unis, une attaque menaçant le dollar pourrait avoir des effets systémiques sur l'ensemble de l'économie.

Cependant, même dans le cas hypothétique (et peu probable) où les pays arrivent à coordonner leurs politiques et à réduire ainsi les *Global Imbalances*, les pays n'auraient pas annulé complètement les tensions sur les balances de paiements des pays, notamment celle des États-Unis.

Dans le cinquième et dernier chapitre nous développerons une analyse qui rend compte des tensions monétaires entre pays, indépendamment des résultats nets de leurs comptes courants. Les cas de l'Eurozone et celui des États-Unis constitueront à nouveau les références d'étude à partir desquelles nous tirerons des conclusions plus générales.

Chapitre 5 :
Relations monétaires internationales et gestion de la liquidité : la nécessité d'une réforme

Le défi qui se présente dans ce dernier chapitre est double. D'abord, il faut prouver que l'on ne peut pas comprendre les formes d'instabilité observées dans la crise contemporaine sans prendre en compte d'abord les tensions inhérentes du SMI. Ensuite, face à cette instabilité, nous devons proposer des réformes sur le plan monétaire international qui pourraient réduire sinon éviter les tensions identifiées.

Pour un tel double objectif nous ne partons pas de zéro ; d'abord, nous avons constaté que, depuis sa généralisation, les pays (émetteurs de monnaie-clé ou pas) ont expérimenté cette tension inhérente sous différentes formes ; de plus, lors du troisième chapitre, nous avons identifié des dynamiques actuelles de l'économie contemporaine et développé des catégories dont nous avons pu nous servir pour comprendre les traits principaux qui marquent l'évolution des relations monétaires internationales sous une perspective historique.

Le quatrième chapitre nous a déjà fourni quelques éléments pour avancer dans le premier objectif visé. Mais nous avons quand même trouvé des limites significatives dans les explications revues. Le danger principal, à notre avis, ne réside pas dans les possibles flux nets entre pays, mais dans l'incapacité structurelle d'assurer une gestion de la liquidité internationale dans un cadre de stabilité. Cet aspect, souvent repéré dans ce travail de thèse depuis l'approche théorique, sera appliqué au contexte actuel dans la première section de ce nouveau chapitre. Les cas des États-Unis et de l'Eurozone seront toujours les références principales, mais l'objectif est de développer une explication qui serve à expliquer les tensions potentielles au sein des Zones Devise en général.

Le cas de l'Eurozone est d'une grande utilité pour notre recherche pour plusieurs raisons. D'abord, il peut être constaté que le problème de la gestion de la liquidité internationale ne disparaît pas en supprimant des monnaies nationales au profit de grandes monnaies régionales, ce qui ne revient qu'à transformer les formes sous lesquelles le problème se rend visible. Ensuite, car le centre et la périphérie de cette zone monétaire sont des cas évidents où la financiarisation et la transnationalisation ont été fondamentales dans le développement de

modèles de croissance opposés et dans la crise ultérieure. Et enfin, car l'Eurozone dispose d'un mécanisme public de canalisation des flux entre pays membres qui ressemble à la structure que nous envisagerons sur le plan international mais sa configuration n'a pas empêché la formation d'instabilités de type financier ni n'a encouragé l'ajustement des balances extérieures au moyen d'un biais expansionniste.

Par ailleurs, ce cas concret nous servira comme premier appui pour argumenter que les comptes courants en déséquilibre sont de simples effets dérivés des dynamiques économiques démarrées dans un contexte d'intégration monétaire, l'essence de l'instabilité étant mieux expliquée par la hausse des flux de capitaux bruts dans un contexte de conditions financières très favorables.

La solution passe par la transformation de l'espace des relations monétaires internationales avec la mise en place d'un mécanisme capable de gérer la création, circulation et destruction de la liquidité de manière qu'elle n'alimente pas des dynamiques financières déstabilisatrices mais qu'elle serve exclusivement au développement des relations économiques déclarées prioritaires.

***Section 1* : Incorporation des relations financières à l'étude des dynamiques de l'Eurozone et d'autres Zones Devise.**

L'intégration, aussi bien quantitative que qualitative, des zones monétaires nationales autour de ce que nous avons appelé des « zones devise », constitue, selon notre étude, la réponse fondamentale, sur le plan monétaire, aux grandes évolutions de l'économie internationale, principalement la transnationalisation de l'accumulation de capital et la financiarisation de ce processus. Cette vision générale nous a permis d'expliquer, au-delà des formes politiques concrètes, les signes d'une possible formation de trois grandes zones devise : l'une autour du dollar, une autre autour de l'euro et une coordination croissante en Asie.

Par ailleurs, l'ampleur de la crise contemporaine a touché spécialement les pays les plus développés des deux premières zones devise citées, et elle a même conduit à envisager l'éclatement de la monnaie unique dans le continent européen. Cela dit, on ne peut pour l'instant pas identifier les risques potentiels de cette dynamique d'intégration monétaire, quantitative et qualitative. Comme nous venons de l'expliquer, les arguments donnés pour

justifier de la crise de la Zone Euro concernent principalement des aspects internes aux politiques et aux institutions de la région ; peu de conclusions peuvent être tirées au sujet des intégrations monétaires contemporaines de manière générale.

Dans cette partie de la recherche nous prétendons dépasser cette analyse limitée géographiquement à la Zone Euro et établir les bases d'un raisonnement capable de montrer l'aspect sous lequel peuvent se présenter les tensions monétaires internationales dans le nouveau scénario monétaire international décrit. La caractéristique essentielle du SMI n'a pas changé – l'utilisation de monnaies nationales dans les opérations internationales – mais au sein de ce système coexistent des processus d'intégration très hétérogènes. C'est pourquoi, à partir du cadre théorique choisi, nous devons montrer les nouvelles formes que peut adopter l'instabilité monétaire, non pas dans une seule zone monétaire, mais dans l'ensemble du SMI.

Dans un premier temps, nous continuerons à nous servir du cas de la Zone Euro comme référence d'étude. Ce choix peut paraître paradoxal puisque nous venons de dire que les caractéristiques particulières de cette zone pour expliquer la crise limitent fortement tout essai d'appliquer la même analyse dans un cadre plus général d'étude du SMI. Cependant, dans les pages qui suivent nous n'allons plus centrer notre analyse sur des aspects ou des critères spécifiques à l'intégration européenne mais sur les formes de relations monétaires entretenues par les pays. Cette nouvelle perspective sera déterminante pour pouvoir, par la suite, élargir notre analyse à l'ensemble du SMI et des processus d'intégration monétaire.

Selon la littérature citée jusqu'ici, y compris celle concernant les tensions centre-périphérie européenne, il existe un problème monétaire lorsque l'on observe un déséquilibre de flux monétaires entre pays. La finance, dans ce cadre, vient augmenter la taille des déséquilibres potentiels grâce à sa plus grande capacité à trouver des capitaux globaux qui financent des positions déficitaires. Ces balances déséquilibrées et leurs ajustements lors des crises deviennent alors des variables centrales dans l'explication des phases de croissance et dans les ultérieures récessions économiques. C’est, en résumé, la vision que l'on déduit des travaux cités dans le point précédent.

Selon notre approche, le principal problème monétaire sur le plan international est lié à l'incapacité d'assurer un cadre de stabilité dans la gestion de la croissante liquidité privée. La financiarisation de l'accumulation, dynamique actuelle du capitalisme, rend plus grave encore ce problème de liquidité. L'éloignement des balances financières équilibrées de la part de

certains secteurs ou pays – ayant lieu, dans notre cas, entre le centre et la périphérie – n'est qu'un symptôme possible de la combinaison de cet essor des finances et des potentiels manques de coordination entre des pays expérimentant une intégration monétaire. Dans ce sens-là, les balances financières nettes déséquilibrées deviennent un problème secondaire. Une position déficitaire peut, malgré tout, détériorer les conditions permettant à un pays de faire face à une possible crise ; pourtant, le fait d'avoir une balance équilibrée, voire excédentaire, ne met aucun pays à l'abri des effets de cette crise. Cela peut s'appliquer autant à la relation entre les pays du centre de la Zone Euro et ceux de sa périphérie, qu'à la relation entre les États-Unis (déficitaires) et leurs pays créanciers nets (notamment la Chine).

Il n'existe que peu de travaux qui soulignent l'importance des flux bruts et qui l'abordent par le biais de recherches statistiques approfondies. En fait, dans notre critique sur le débat des *Global Imbalances* nous avons déjà observé que certains auteurs étaient conscients du fait que la circulation libre de capitaux financiers entre pays peut conditionner la balance courante d'un pays. Mais à l'heure d'analyser ce déplacement de capitaux, ces auteurs ne retiennent que les flux bilatéraux associés aux opérations courantes. Des travaux récents comme celui de Ferreiro, Peinado et Serrano (2013) revendiquent la nécessité de dépasser cette approche et de mettre l'accent sur d'autres flux internationaux moins observés jusqu'à présent. Cependant, leur travail statistique passe à côté de deux aspects importants. D'abord, ils prennent en compte les investissements directs à l'étranger (IDE) mais pas les investissements de portefeuille, plus significatifs par rapport aux montants totaux, ainsi que plus volatils (Lund et al., 2013, p. 41-42). De plus, ils n'incorporent pas à leur analyse la double dimension « entrée-sortie » des opérations financières, décrite par Cencini (2005) et rappelée précédemment dans notre recherche. Dans des travaux de type plus statistique, Lane (2006) ou Lane et Milessi-Ferretti (2005), entre autres, se sont servis depuis quelques années des données concernant les investissements de portefeuille, compilées dans le *Coordinated Portfolio Investment Survey (CPIS)* du FMI.

Deux arguments peuvent expliquer le faible nombre de travaux concernant les flux financiers et la portée limitée de certains d'entre eux. Le premier est bien sûr l'omniprésence du débat sur les déséquilibres nets globaux, qui a accaparé le temps d'un grand nombre d'économistes et empêché d'avancer dans l'identification des risques de type structurel. Le deuxième est la difficulté d'accès à des sources statistiques homogènes et centralisées. D'un côté, par rapport à la Position d'Investissement Internationale *(IIP),* le FMI offre, notamment

par le biais du *BOPM* et des *IFS*[145], des statistiques périodiques montrant les positions de chaque pays. Celles-ci permettent de faire des analyses dynamiques et des comparaisons entre pays par rapport à leur degré d'ouverture financière. Néanmoins, la ventilation des stocks cumulés dans l'*IIP* n'offre qu'un classement résumé de ceux-ci selon le type d'actifs et ne montre pas les relations financières bilatérales entre agents résidents et non-résidents masquées par les montants totaux. Pour cela il faut faire appel à d'autres types de sources statistiques. En ce qui concerne les opérations courantes bilatérales – spécialement les commerciales – le plus fréquent est d'utiliser les statistiques des Banques Centrales et d'autres institutions nationales. Par ailleurs, en ce qui concerne les IDE, eux aussi peuvent être consultés dans des sources nationales, par le biais d'organismes comme l'OCDE, l'UNCTAD et le FMI (ce dernier avec l'instrument *Coordinated Direct Investment Survey* (*CDIS)*, qui offrent des bases de données étendues et centralisées sur ce type d'opérations. De plus, cette dernière institution a récemment développé d'autres types de mécanismes de suivi statistique, notamment grâce au *CPIS,* qui enregistre les opérations d'investissement de portefeuille depuis 2001. Le FMI a aussi effectué un réajustement de ses statistiques pour réagir au développement de nouvelles pratiques dans l'économie mondiale.[146] Enfin, une autre source par le biais de laquelle on peut quantifier et interpréter les liens entre les pays est celle fournie par la Banque des règlements Internationaux (BRI) (BIS), qui reflète les dépôts et les prêts internationaux gérés exclusivement par les banques centrales. Cet ensemble de sources très hétérogènes permet d'identifier les grands traits des relations financières entre agents de différents pays et de développer des comparaisons entre pays et entre périodes. Cependant, étant donné la persistante hétérogénéité des critères dans le classement des stocks, toute agrégation de données statistiques devient très compliquée et conduit à commettre des erreurs, comme par exemple la double utilisation des données. C'est pour cette raison que le recours à une seule source statistique, deux tout au plus, est devenue normale dans les recherches sur les liaisons financières internationales.

Cela dit, il existe quelques travaux qui ont essayé, dans les vingt-cinq dernières années, de mobiliser plus d'une ressource statistique à la fois pour montrer un panorama général. Peut-

145 *BOPM (Balance of Payments Manual)* et *IFS (International Financial Statistics)* sont des outils périodiquement mis à disposition par le FMI.

146 À partir du mois d'août 2012, la méthodologie BPM-5 est passée au BPM-6, ce qui entraîne des changements comptables à la fois dans le compte courant, dans le compte de capital et dans le compte financier. Par rapport à ce dernier, la plupart des changements ont été centrés sur la présentation des IDE et la frontière entre ces investissements directs et les investissements de portefeuille. Cela se traduit forcément par des ajustements entre les statistiques du *CDIS* et du *CPIS.*

être les principaux précurseurs des essais contemporains sont-ils le travail de Sinn (1990) et celui de Rider (1994). Plus tard, Lane et Milessi-Ferretti (2001, 2007) ont fait des compilations statistiques plus récentes pour 145 pays, avec les données *BOPM* et *IFS* du FMI, ainsi que les statistiques de la Banque Mondiale, de l'OCDE et de la *BRI*. L'étude de Kubelec et Sa (2010) a, elle aussi, mobilisé quatre sources statistiques différentes, mais pour un ensemble de pays moindre (18 pays). Un aspect intéressant de ce travail consiste dans la représentation graphique des relations financières bilatérales, qui montre qu'il existe encore une centralisation de celles-ci autour du Royaume-Uni et des États-Unis. Cependant, pour ce qui concerne notre recherche, Kubelec et Sa identifient déjà, dans leur analyse empirique qui va de 1980 à 2005, deux éléments internes à la Zone Euro, éléments auxquels il est souvent fait référence aujourd'hui pour expliquer les tensions existant entre les pays membres. D'abord, le volume de capital géré par les places financières du Luxembourg et de l'Irlande, un volume très élevé en comparaison avec les autres pays de la Zone Euro. Et en deuxième lieu, la croissance, dans les dernières années de l'observation, des actifs et des passifs stockés entre, d'une part la France et l'Allemagne, et d'autre part les pays périphériques (l'Espagne, l'Italie et le Portugal).

Waysand, Ross et Guzman (2010) ont appliqué cette compilation de données exclusivement aux pays de l'Union Européenne. Ils admettent la difficulté d'agréger correctement les données statistiques ainsi que l'existence d'un manque de correspondance entre des données de différentes institutions, à cause principalement de l'opacité et de l'hétérogénéité dans l'accès à l'information. Malgré tout, ils montrent l'existence d'un tissu de relations financières profondes entre les pays de la Zone Euro, mais aussi entre les pays développés de cette zone et des centres financiers puissants comme le Royaume-Uni et la Suisse.

Nous ne cherchons pas à faire un autre bilan approfondi et descriptif des positions bilatérales financières entre les pays membres. Ce qui nous intéresse c'est de voir comment la hausse de ces positions bilatérales a alimenté les tensions avant la crise et détermine l'évolution économique passée, contemporaine et future de l'ensemble de l'union monétaire. Nous montrerons l'énorme portée des stocks financiers autant sur le plan national que sur le plan international, par le biais des diverses sources statistiques annoncées. Cela dit, nous mettrons l'accent sur les positions internationales des banques montrées par le *BRI*. D'abord car les volumes gérés par les banques en Europe sont représentatifs pour décrire les grandes phases d'expansion et de crise. Deuxièmement, car la particularité de l'architecture du système

bancaire de la Zone Euro – avec la coexistence de Banques Centrales nationales et une seule monnaie émise par une entité monétaires supranationale – le rend très intéressant pour l'analyse à partir de notre approche théorique. Cela nous permettra d'observer deux comportements différents dans les phases d'expansion (endettement) et de récession (désendettement) dans la zone : dans la première phase, on assiste à la réalisation d'opérations économiques internationales directement entre les institutions monétaires privées, avec une très faible intervention des mécanismes publics de « paiement monétaire ». Dans la phase récessive, par contre, on verra des phénomènes révélant une prise de conscience du risque acquis par l'ensemble des institutions financières et le retour massif à des mécanismes publics d'assurance et de stabilité.

Cette démarche nous permettra d'aboutir à un double objectif. D'abord, nous pourrons en tirer des conclusions différentes de celles annoncées par l'approche centre-périphérie développée dans le point précédent et focalisé sur les flux nets. Ensuite, cela nous fournira des conclusions plus générales qui pourront être appliquées dans l'analyse des dynamiques futures d'autres zones devise. Enfin, nous conclurons la première section de ce chapitre avec une étude des tensions financières entre les États-Unis et leur propre « périphérie », des tensions qui occupent le débat central sur la stabilité globale du SMI.

À la fin de cette section nous aurons observé différentes formes sous lesquelles les tensions se manifestent dans chaque zone devise (risque sur le taux de change, taux d'intérêt, soutenabilité des niveaux de dette publique...) ; mais toutes ces manifestations peuvent être expliquées par les évolutions d'un SMI à la base duquel se trouve l'utilisation de monnaies nationales dans la sphère internationale. Selon notre approche, les tensions ne sont pas évidentes seulement dans les pays à balances courantes déficitaires, mais aussi dans des pays avec des positions nettes théoriquement plus favorables (équilibrées ou excédentaires). Notre concept de « déficit de balance de paiements » repris des travaux de Triffin, a fini par être une caractéristique pleinement en vigueur actuellement et qui menace particulièrement la stabilité interne des zones devise.

a. L'expansion financière dans l'Eurozone

On peut commencer notre analyse sur l'Eurozone à partir d'un constat que l'on retrouve dans l'ensemble des travaux portant sur la crise financière : dès le début du XXIe siècle et jusqu'à la crise de 2007-2008, les agents économiques des pays périphériques de

l'Eurozone – dans notre recherche ce sont la Grèce, l'Espagne, l'Italie, le Portugal et l'Irlande – ont profité des conditions financières favorables et de leur appartenance à l'euro pour multiplier leurs opérations dans les marchés financiers. Nous avons déjà montré dans les pages précédentes que certains secteurs cumulaient, année après année, des positions financières déficitaires nettes difficiles à soutenir sur le long terme. Or, nous en avons conclu qu'en se contentant de la lecture des positions nettes internationales ou intersectorielles, on court le risque de sous-estimer la dimension de l'expansion financière chez les pays périphériques de l'Eurozone et, ainsi, de passer à côté des principales conséquences d'une crise sur ces pays.

En général, dans chaque pays cité et pour chaque secteur économique – ménages, gouvernements, sociétés financières et non-financières, et le reste du monde – l'actif et le passif financiers ont augmenté à un rythme similaire (voir graphique 5.1). Le cas extrême est celui de l'Irlande, où les actifs financiers ont augmenté jusqu'à représenter 29 fois le PIB au début 2010[147], ou 24 fois si l'on prend en compte les données de Cingolani (2013, p. 260). Dans ce pays, comme au Luxembourg, où les actifs représentent 126 % du PIB *(ibid.),* une partie considérable de la hausse s'explique par l'importance des institutions financières et non financières internationales qui s'y installent – comme des multinationales (MTN) – afin de profiter des conditions fiscales avantageuses du pays (Cussen et O'Leary, 2013).

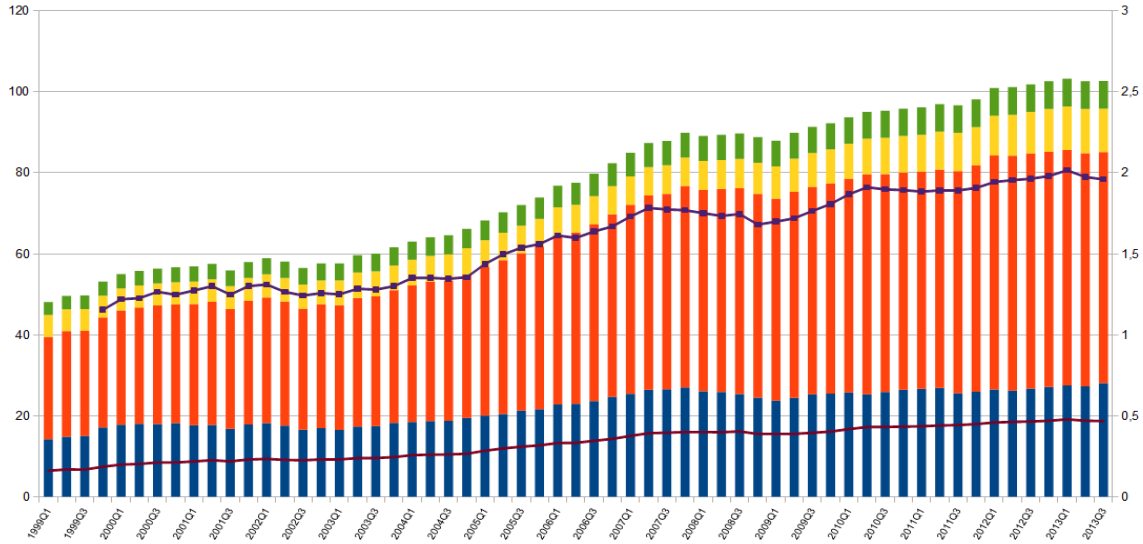
Mis à part des cas exceptionnels comme celui de l'Irlande, la hausse des positions financières peut être vérifiée dans tous les secteurs des pays périphériques. Les secteurs qui ont enregistré des résultats nets très déficitaires ont également expérimenté une hausse beaucoup plus significative des positions brutes. Mais ce n'est pas un phénomène exclusif de ces secteurs. Par exemple ce sont les sociétés financières, qui ont souvent été proches de l'équilibre financier, qui ont enregistré la plus grande expansion financière, ce qui s'explique par leur rôle d'intermédiaire. Un autre scénario, qui pourrait paraître paradoxal est celui des secteurs ayant eu des balances excédentaires avant la crise. Par exemple le secteur ménage au Portugal et en Grèce, que nous avons décrit plus haut comme ayant des balances annuelles positives : en termes bruts, ce secteur a cumulé dans les deux pays des passifs de plus en plus élevés : de 2000 à fin 2007 ils ont doublé pour le cas du Portugal et quadruplé en Grèce.

147 Calcul élaboré par nous-mêmes à partir des statistiques en ligne de la Banque Centrale d'Irlande.

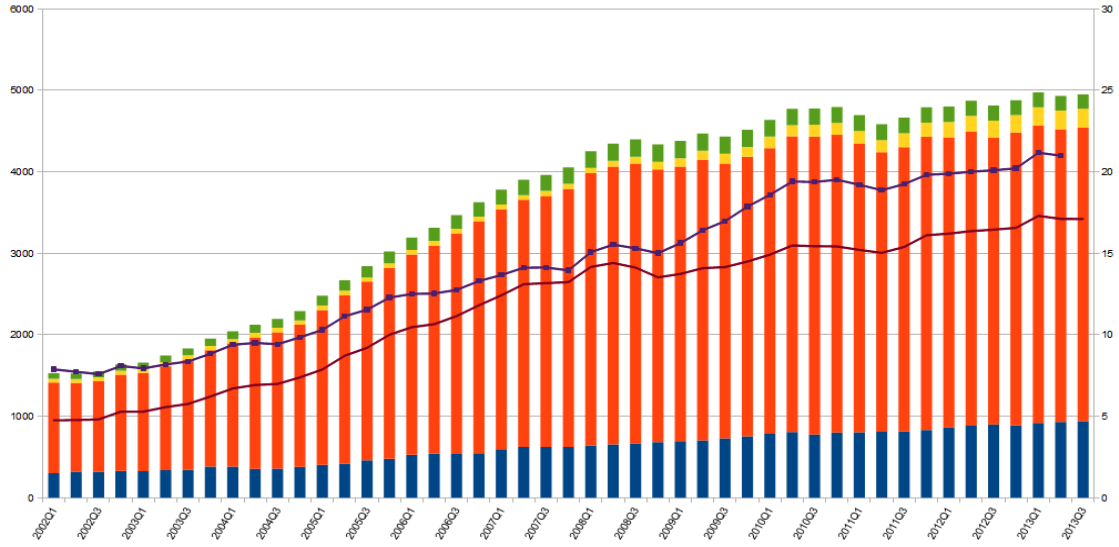
<u>Graphique 5.1</u> : Passifs bruts sectoriels (non consolidés) et passifs extérieurs

Ménages
Gouvernement
Sociétés financières
Sociétés non financières
Passif extérieur
Passif extérieur/PIB (échelle droite)

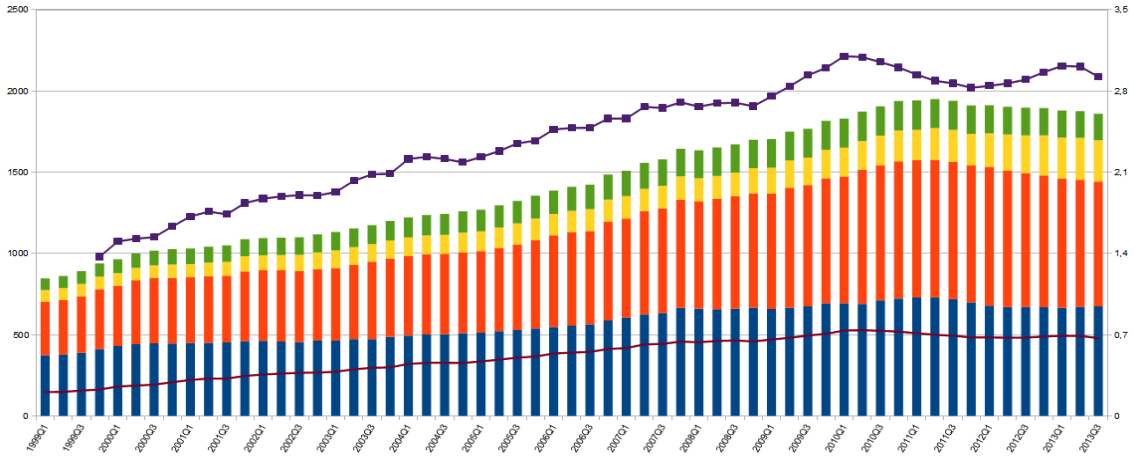
Euro-17 (en billions)



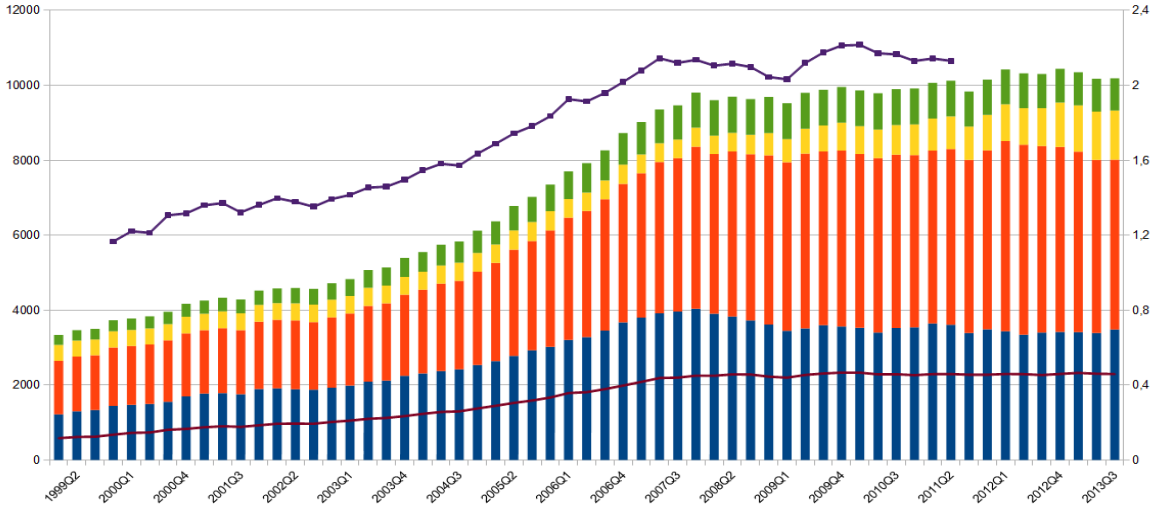
Irlande (en milliards)



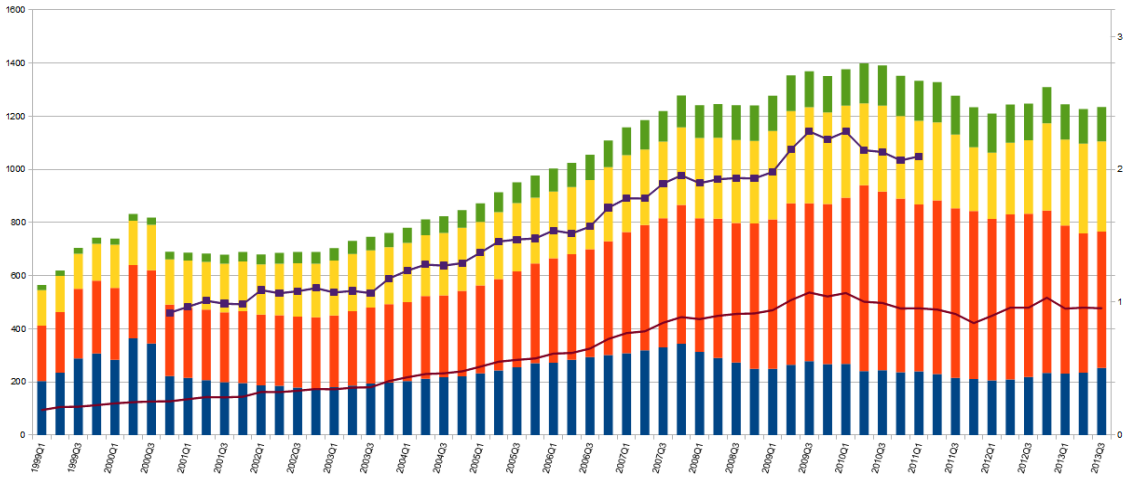
Portugal (en milliards)



Espagne (en milliards)



Grèce (en milliards)



Source : Élaboration personnelle à partir des données de la BCE

Cela dit, nous pouvons constater que la financiarisation de l'Eurozone et la hausse subséquente des positions sur le marché financier n'a pas été un phénomène exclusif des pays périphériques ; au contraire, cette hausse a affecté l'ensemble des pays membres. Un suivi statistique de l'ensemble des positions financières des pays membres permet de constater une évolution semblable aux pays méditerranéens. Depuis 1999, le volume d'actifs et de passifs détenu par les agents résidents a doublé et représente déjà dix fois le PIB. Comme dans la plupart des cas, l'explication de cette hausse réside dans l'expansion du secteur financier. Pour avoir une idée de l'évolution de ce secteur nous pouvons considérer dans le *Tableau 5.1* l'évolution du poids de l'actif des institutions de crédit par rapport au PIB des pays. En plus de la faible hausse de l'actif des institutions monétaires allemandes, on constate la forte augmentation de cet actif dans des pays dits « centraux », comme le Pays-Bas, l'Autriche ou la Belgique, une augmentation parfois plus forte que dans certains pays périphériques.

Cette expansion ne se limite pas aux frontières nationales : un montant croissant des positions financières des agents est réalisé avec des agents résidant dans d'autres pays. Dans les pays périphériques, à partir de l'éclatement de la crise, le passif extérieur cumulé a stagné autour de 200 % du PIB (plus de 150 % dans l'économie italienne, environ 200 % en Espagne et en Grèce, et 300 % pour le Portugal) après de fortes hausses depuis la fin du XXème siècle.

<u>Tableau 5.1</u> : Actifs des institutions bancaires (en % du PIB)

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Grèce	107	123	142	156	155	142	124	124	142	147	167	190
Irlande	262	304	240	404	461	364	413	487	583	674	715	760
Italie	156	143	147	152	152	161	159	164	176	189	217	231
Portugal	237	286	281	274	287	263	252	240	242	255	270	290
Espagne	170	173	178	185	193	184	192	204	237	256	281	309
Autriche	227	239	247	258	272	251	263	273	295	307	329	379
Belgique	306	298	304	282	303	297	302	316	349	354	392	370
France	244	239	251	247	257	247	251	266	294	317	353	371
Allemagne	256	275	287	299	304	297	295	298	304	307	312	316
Hollande	231	255	263	286	298	292	309	342	333	351	392	376

Source : Lapavitsas et al (2010) à partir des données de ECB (2005); Structural Indicators for the European Union Banking Sector, et ECB (2005) European Union Banking Structures

À l'autre extrême, l'Allemagne a profité de ses excédents courants pour consolider sa position internationale nette favorable. En fait, les excédents cumulés dans son compte courant depuis 1999 jusqu'en 2007 – équivalent à quasiment toute la variation de plus de 610 milliards de son *IIP* net dans la même période (*Deutsche Bank,* 2008, p. 17). Cela dit, la hausse de ses actifs et passifs extérieurs bruts – de plus de 3.000 milliards pour le premier et de presque 2.500 milliards pour le deuxième– a été beaucoup plus large que celle de sa position extérieure nette. Cette hausse dans les dimensions brutes peut s'expliquer fondamentalement par la multiplication d'opérations financières – que nous avons appelées OFI – entre les agents allemands et les non-résidents.

En ce qui concerne l'Eurozone, analysée comme un bloc, elle a aussi renforcé ses interrelations avec d'autres pays et régions. Malgré sa balance courante assez équilibrée, ses passifs extérieurs –exprimés en euros – ont triplé en neuf ans, à partir de 1999, et représentent actuellement le double du PIB annuel de la région. Cela s'explique notamment par le renforcement des relations financières avec les centres financiers mondiaux classiques, les États-Unis et le Royaume Uni (*ibid.*).

Cependant, la dimension financière qui présente peut-être le plus d'intérêt pour notre recherche est celle qui s'est développée à l'intérieur de l'Eurozone. Premièrement, car c'est à l'intérieur de la zone monétaire que les flux financiers des pays membres semblent s'être le plus intensifiés. Dans ce sens, la littérature économique récente a confirmé à plusieurs reprises le déclin du biais domestique des investissements financiers (*home biais*[148]) et l'essor d'un *« euro area biais »* (p. ex. Lane et Milesi-Ferretti, 2005 ; de Santis et Gérard, 2006 ; Lane, 2006 ; Coeurdacier et Martin, 2006 ; Schoenmaker, 2008 ; Lapavitsas *et al.,* 2010). Et deuxièmement, car c'est une étape indispensable pour comprendre ensuite le développement des tensions intérieures à la zone et la portée actuelle de la crise. Par ailleurs, l'architecture monétaire particulière de l'Eurozone, à mi-chemin entre une zone monétaire complètement centralisée et une zone de taux de change fixes, fournit des éléments de haut intérêt analytique pour envisager, dans la prochaine partie de notre recherche, un cadre international de stabilité monétaire et financière.

148 Voir Chan, Covrig et Ng (2005) pour l'explication du *« home-biais »* au sein du marché des actions et des bons.

b. Les flux de capitaux à l'intérieur de l'Eurozone et le système TARGET 2

Comme nous l'avons vu lors de la présentation de la convergence économique et monétaire européenne, la Banque Centrale Européenne est l'institution centrale de l'union monétaire et détient le monopole sur les décisions de politique monétaire. L'organisation monétaire de la région présente donc un degré de centralisation élevé. Cependant, en ce qui concerne l'organisation des paiements monétaires, les Banques Centrales nationales (BCN) de la région continuent à jouer un rôle important. Suivant le cadre théorique développé dans les premières étapes de notre recherche, nous pouvons affirmer que c'est par le biais de ces BCN et par l'intermédiation de la BCE que les paiements monétaires sont réalisés.

Dans la réalisation d'un paiement monétaire entre deux acteurs, comme nous l'avons indiqué, il faut toujours une institution monétaire pour établir des relations de dette bilatérales avec chacun des agents participant à chaque opération monétaire. Ainsi, entre l'acheteur et le vendeur d'un produit, l'intermédiaire est normalement une banque commerciale ; et lorsqu'il s'agit de deux banques commerciales, c'est la Banque Centrale qui enregistre les positions de chacune dans sa balance financière. Tant qu'une opération économique quelconque ne s'accompagne pas d'une intermédiation de ce type, aucun paiement monétaire ne peut avoir lieu.

Dans le cas de l'Eurozone ces paiements se font grâce au mécanisme appelé « Système de Transferts Express Automatisés Trans-Européens à Règlement Brut en Temps Réel » (désormais, *TARGET 2*). Imaginons que, suite à une opération économique entre deux agents de deux pays membres de l'Eurozone, leurs banques (B1 et B2) acquièrent une relation de dette. Si B1, la banque de l'agent payé, ne veut pas conserver son actif dans B2, il peut l'échanger par une quantité équivalente de réserves dans sa Banque Centrale (BC1). Dans ce cas, la relation de dette directe entre B1 et B2 est remplacée par une relation indirecte où le passif de B2 dans le bilan de sa Banque Centrale (BC2) augmente au même temps que le *TARGET 2* comptabilise une variation du même montant mais de signe opposé dans les positions cumulées de BC1 et BC2. Par le biais d'un mécanisme de compensation multilatérale, la position totale de chaque BCN à chaque instant est un solde net auprès de la BCE. Par conséquent, la somme des soldes de tous les pays membres est de zéro.

Néanmoins, l'une des particularités de ce système réside dans son caractère optionnel. Si le marché interbancaire fonctionne correctement et que les perspectives financières futures sont

positives, les banques commerciales préféreront développer des relations de dette directes avec des banques d'autres pays plutôt que de garder cet actif comme réserve dans leur BCN. Cela explique pourquoi, en période d'expansion, les opérations intra-Eurozone n'ont guère laissé de trace dans le *TARGET 2.*

Le cas le plus cité est celui d'une opération courante entre deux agents. Pour poursuivre avec notre exemple, imaginons une situation – représentée dans le tableau 5.2 – où la banque B2 doit transférer 10 euros à la banque B1 pour une opération de vente équivalente entre deux agents. En cas de fonctionnement fluide du marché interbancaire, la banque B1 notera dans son actif un prêt à B2. Mais, si elle préfère, elle pourra avoir accès immédiatement aux 10 euros par le biais de BCN1 (tableau 5.3). Dans un scénario de blocage total du marché interbancaire, et en faisant abstraction d'autres types d'opérations, le TARGET 2 enregistrera toutes les opérations courantes entre les pays membres et obtiendra un solde auprès de chaque pays équivalant à toutes ses opérations courantes à l'intérieur de l'Eurozone.

Cependant, dans la littérature sur le *TARGET 2,* les auteurs se centrent presque exclusivement sur les explications des opérations concernant le compte courant et perdent de vue le reste des opérations, celles que précédemment nous avons mis dans la catégorie de Opérations Financières Internationales (OFI). Il convient d'analyser ce type d'opérations, beaucoup plus développées que les opérations courantes, pour identifier quelles peuvent être leurs conséquences sur la stabilité de la zone. Dans ce type d'opérations, selon notre analyse de type comptable, il n'y a pas un transfert financier unilatéral entre pays mais un échange de titres, une vente-achat de chaque agent. Le fait qu'il s'agisse d'une opération au sein d'une même zone monétaire ne change pas la logique. Supposons un cas simple, où B1 et B2 font un swap de dépôts (voir tableau 5.4). Sans entrer dans les détails par rapport aux réserves exigées, cette opération conduit à une hausse automatique du passif et de l'actif de chaque banque. Parallèlement, il y a dans chaque pays une entrée et une sortie de capitaux : une entrée car une banque résidente détient un dépôt auprès d'une banque non résidente, et une sortie car en même temps cette banque résidente aura un passif équivalent auprès de la même banque non résidente. Si l'une des banques (B1) veut « sortir » son argent et le placer auprès de la BCN1 (tableau 5.5), le système bancaire européen enregistrera une opération similaire à celle concernant le compte courant, avec la hausse finale du solde de BCN1 auprès du *TARGET 2* et une baisse équivalente de celui de BCN2.

<u>Tableau 5.2</u> : Exportation- Importation à l'intérieur de l'Eurozone sans *TARGET 2*

Banque 1				Banque 2			
+10	Prêt à B2	Vendeur	+10			Acheteur	-10
						Prêt de B1	+10

<u>Tableau 5.3</u> : Exportation- Importation avec *TARGET 2*

BCE (Target 2)			
+10	BCN2	BCN1	+10

BCN 1				BCN 2			
+10	Target2	Réserves B1	+10			Réserves B1	+10
						Target2	-10

Banque 1				Banque 2			
~~+10~~	~~Prêt à B2~~	Vendeur	+10	-10	Réserves BCN2	Acheteur	-10
+10	Réserves BCN1					~~Prêt de B1~~	~~+10~~

<u>Tableau 5.4</u> : Swap de dépôts à l'Eurozone

Banque 1			Banque 2			
Dépôt en B2	Dépôt de B2	+10	+10	Dépôt en B1	Dépôt de B1	+10

Cependant, il existe dans le cas des OFI une particularité par rapport au scénario des opérations courantes. Dans le cas de l'opération courante, la décision de B1 d'utiliser le *TARGET 2* entraîne la disparition de la relation financière directe entre les deux banques à laquelle l'exportation avait donné lieu ; mais dans l'OFI, si B1 décide de retirer son dépôt, la relation directe ne disparaît pas encore, car il reste encore le dépôt de B2 auprès de B1 (indiqué en gras dans le tableau 5.5)

<u>Tableau 5.5</u> : Déviation au *TARGET 2* du dépôt international par BC1

BCE (Target 2)

+10	BCN2	BCN1	+10

BCN 1

+10	Target2	Réserves B1	+10

BCN 2

		Réserves B2	-10
		Target2	+10

Banque 1

~~+10~~	~~Dépôt en B2~~	**Dépôt de B2**	+10
+10	Réserves BCN1		

Banque 2

+10	**Dépôt en B1**	~~Dépôt de B1~~	~~-10~~
-10	Réserves BCN2		

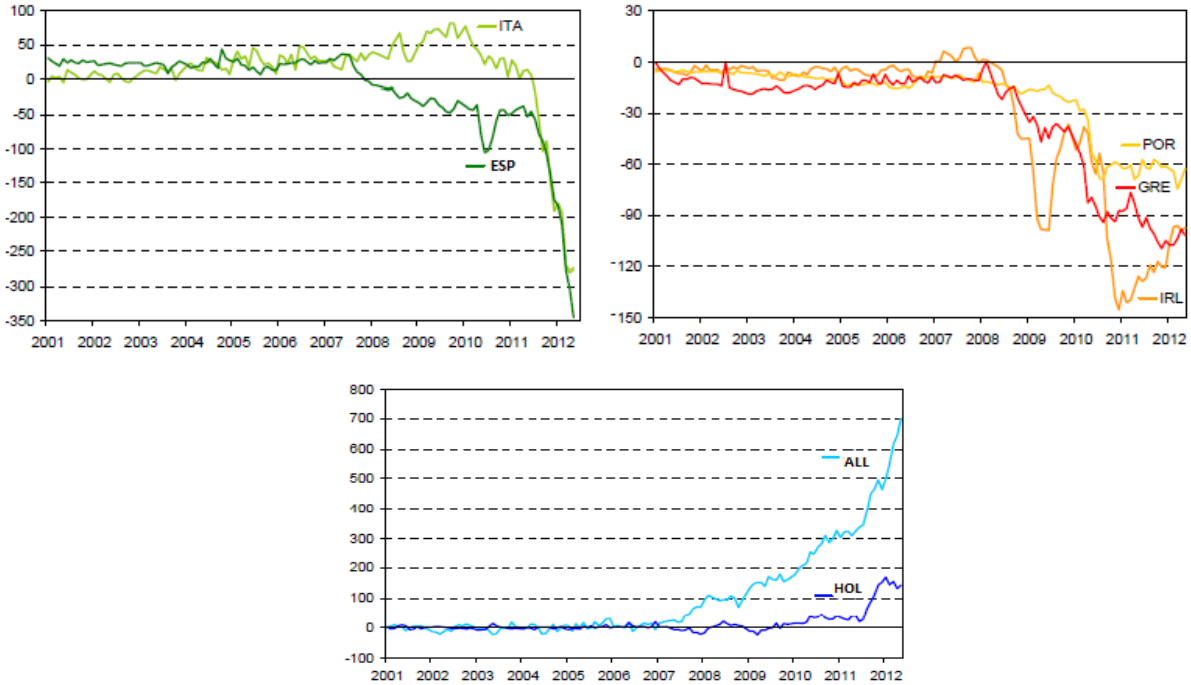
Cela peut être expliqué autrement depuis la perspective de la balance de paiements nationaux. En ce qui concerne l'opération d'exportation (sans le mécanisme du *TARGET 2*), le pays vendeur enregistre une entrée nette de capital privé. En cas d'utilisation du mécanisme de paiements européen, l'entrée de capital privé est effacée mais remplacée par une entrée équivalente de capitaux dans les réserves officielles. Par contre, le swap – comme un exemple des OFI – n'entraîne pas un transfert unilatéral mais une entrée et une sortie pour chaque pays. Une telle opération gonfle simultanément l'actif et le passif extérieur de chaque pays. Mais si B1 décide de transférer son dépôt à ses réserves stockées en BCN1, l'entrée de capital privé sera remplacée par une hausse dans la position des réserves du pays, mais le passif (le dépôt de B2) n'aura pas bougé de la balance de la banque B1.

Ce dernier facteur, caractéristique des opérations financières, se révèle être un facteur clé pour comprendre la forme sous laquelle les bilans bancaires européens et les soldes nationaux au sein du *TARGET 2* ont évolué avant et après la crise.

Conformément à notre description sur les paiements européens, les banques n'ont eu aucun intérêt à garder un excès de réserves centrales durant la phase de boom financier. C'est pour cette raison que ce système n'a enregistré de changements forts dans le solde d'aucun pays jusqu'en 2007. L'Allemagne, comme le Pays-Bas, ont cumulé d'importants excédents courants

sans pour autant toucher leurs solde dans le *TARGET 2,* qui est resté très proche de zéro jusqu'en 2007-2008. Parallèlement, des pays comme la Grèce, le Portugal ou l'Irlande, malgré leurs balances déficitaires annuelles, ont maintenu un solde cumulé négatif mais stable et inférieur à 30 milliards. Le cas de l'Espagne peut paraître plus paradoxal encore puisque, de même que l'Italie,elle avait une position excédentaire en même temps que le déficit de sa balance courante explosait. En fait, en 2006 et dans la première moitié de 2007, juste avant l'effondrement du système financier mondial, les capitaux entrant au système de paiements de la Banque Centrale poussaient l'excédent espagnol à la hausse.

<u>Graphique 5.2</u> : *TARGET 2.* Solde cumulé national.



Source : Cecioni et Ferrero (2012)

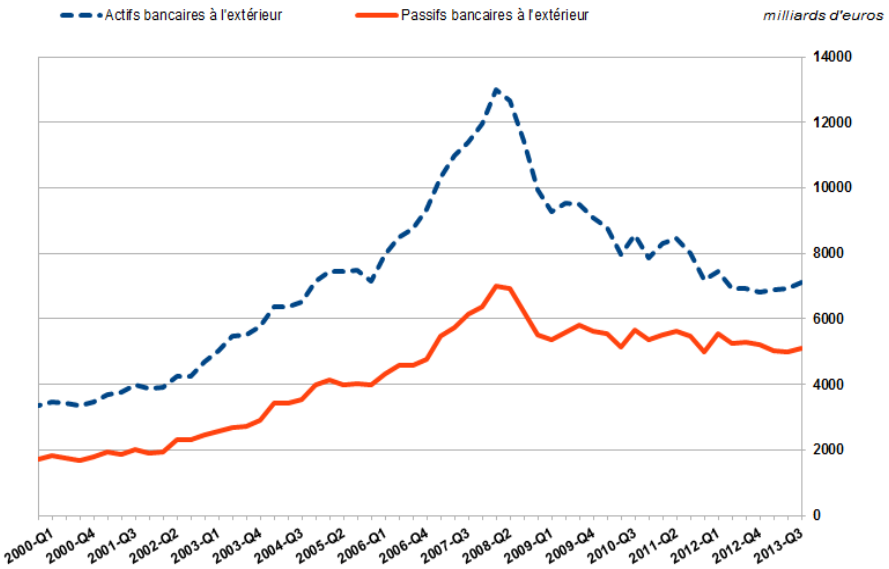
Dans ce contexte de boom financier caractéristique des pays développés jusqu'en 2007, la plupart des opérations intra-Eurozone ont été réalisées sur le marché financier. Cette réalité se reflète dans l'augmentation historique des positions financières internationales des banques de la région dès 2002-2003. Si l'on regarde les banques de la périphérie – dans laquelle on inclut l'Espagne, l'Italie, le Portugal, la Grèce et l'Irlande – leurs actifs et les passifs à l'extérieur se sont multipliés quasiment par six en neuf ans (de 2000 à 2008)[149] ; dans la même période, les

149 Tous les chiffres des positions internationales des banques dans ces pages ont été calculés à partir de l'étude

banques des pays excédentaires ont presque quadruplé leurs passifs à l'étranger, tandis que la hausse de leurs actifs a effleuré ce ratio. Certes, en valeur absolue la position extérieure excédentaire nette des banques s'est renforcée tandis que dans les pays périphériques c'est la position déficitaire qui l'emporte, cela grâce notamment à la gestion par ces institutions financières des comptes courants totaux enregistrés par chaque groupe de pays.

En ce qui concerne exclusivement la dynamique interne de l'Eurozone, le phénomène centre-périphérie est visible à partir d'une rapide observation des flux entre banques 8graphique 5.5). Ainsi, on voit que – toujours de 2000 à 2008 – les actifs des banques du centre stockés dans la périphérie se sont multipliés par cinq et les passifs par huit[150]. Dans ce sens, il est important de remarquer, concernant les banques du centre, le poids que leurs placements dans la périphérie représentent sur leur actif total : début 2003 l'investissement dans cette région-là n'était que de 13 % du total de leur balance financière tandis qu'en 2009, il était déjà passé à 21 %.

<u>Graphique 5.3</u> : Actifs et passif extérieurs des banques du centre de l'Eurozone à l'étranger



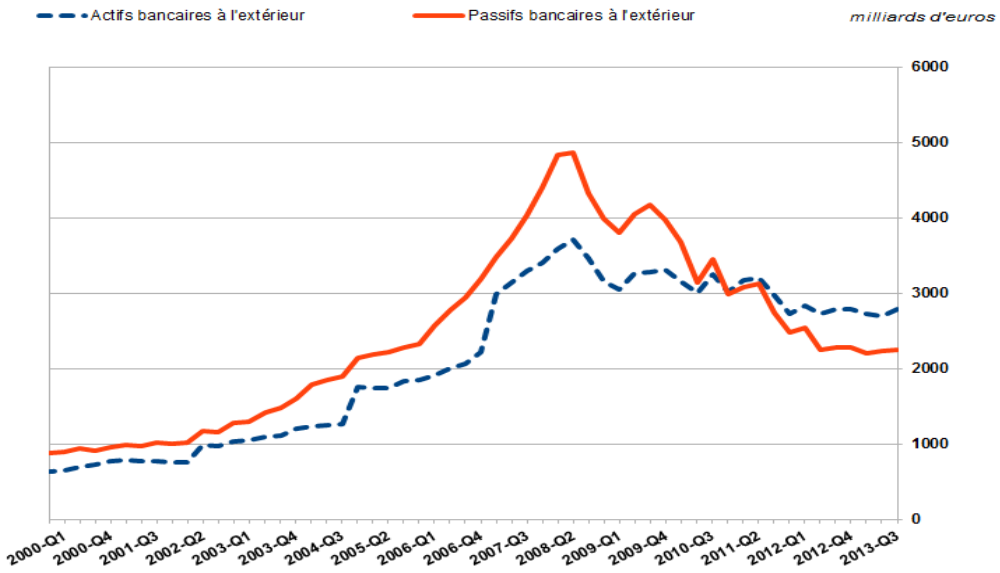
Source : Élaboration personnelle à partir des statistiques de la BRI (immediate borrower basis)

Note : On a considéré que la périphérie est formée par l'Espagne, la Grèce, l'Irlande, l'Italie et le Portugal

des statistiques consolidées de la *BRI* sur la base de l'emprunteur direct *(immediate borrower basis)*. Grâce à cette sélection, nous essayons de montrer les liens directs établis non seulement au niveau transfrontalier mais aussi par des filiales des banques dans les pays partenaires.

150 Début 2007 il y a un changement dans la comptabilité du *BRI* qui concerne les actifs à l'extérieur des banques italiennes, et qui explique la hausse soudaine du total des avoirs de la périphérie.

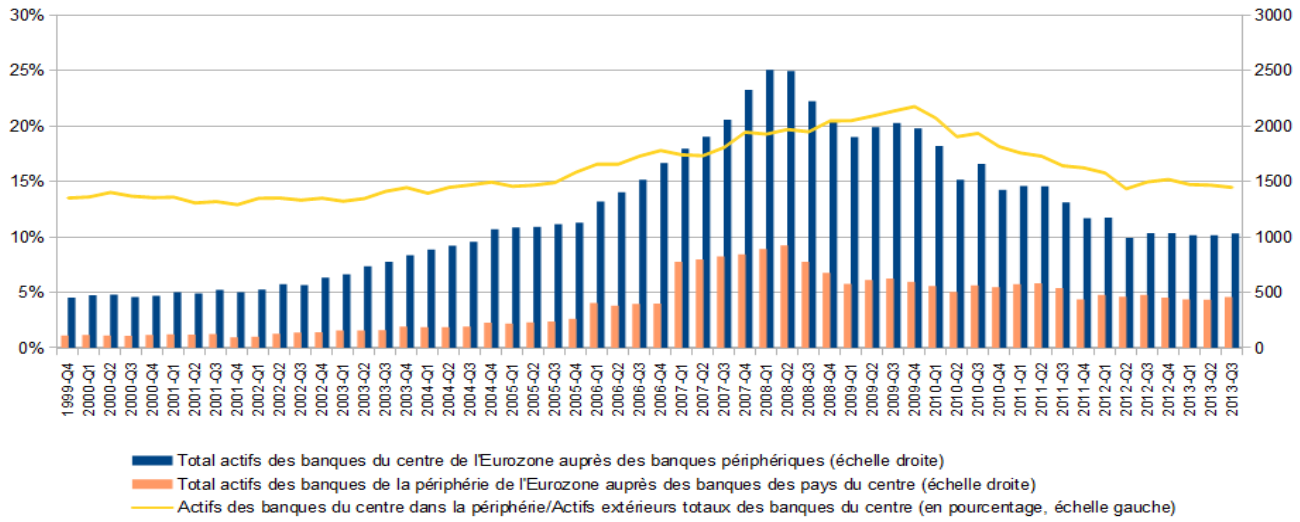
<u>Graphique 5.4</u> : Actifs et passifs extérieurs des banques de la périphérie de l'Eurozone à l'étranger



Source : Élaboration personnelle à partir des statistiques de la BRI (immediate borrower basis)

Note : On a considéré que le centre est constitué par l'Allemagne, la Belgique, la France et la Hollande

<u>Graphique 5.5</u> : Position brute entre les banques du centre et de la périphérie (en milliards d'euros)



Source : Élaboration personnelle à partir des statistiques de la BRI (immediate borrower basis)

Cependant, cette orientation de l'investissement des banques du centre vers la périphérie n'a pas été accompagnée d'un mouvement inverse. En fait, on peut voir sur les statistiques du *BRI* que la position débitrice nette des banques périphériques auprès du centre de l'Eurozone a augmenté plus vite que le débit net cumulé avec le reste du monde. Certes cela peut paraître normal étant donné les soldes courants très favorables aux pays du centre. Ces déséquilibres dans la balance courante conduisent automatiquement à des transferts unilatéraux importants d'actifs des agents résidents des pays déficitaires à ceux des pays excédentaires. Toutefois, il existe d'autres motifs qu'il faut préciser. D'abord, il y a la différence dans le rendement – taux d'intérêt, taux de change, variation du prix – des actifs de chaque zone, laquelle paraît une explication raisonnable étant donné l'apparition de bulles spéculatives en Espagne ou en Irlande. Un autre motif est le fait que la vente-achat de titres financiers au niveau international se montre très dynamique en périodes d'expansion ; si par exemple une banque émet un titre et le vend à une banque d'un autre pays, cela ne change pas la position nette entre les deux pays ; mais si la banque acheteuse revend ce titre à un agent d'un pays tiers, les positions financières totales de chaque pays ne changent pas, mais les positions nettes bilatérales, elles, changent. Dans le cas de l'Eurozone, et plus concrètement dans la relation des pays du centre et de la périphérie, la vente et l'achat dans le marché secondaire a abouti à un schéma de relations triangulaires qui concerne non seulement les pays de l'Eurozone mais aussi des pays extérieurs à celle-ci (Hale et Obstfeld, 2014). Ainsi, avant la crise, les banques du centre augmentaient rapidement leurs actifs dans la périphérie tandis que les banques de la périphérie préféraient placer leurs fonds majoritairement dans des pays comme le Royaume-Uni ou les États-Unis. Ce phénomène a conduit à une détérioration de la position nette des banques périphériques vis-à-vis des banques du centre, mais il permet aussi d'expliquer pourquoi par exemple, en Espagne, avec un déficit commercial cumulé de presque 15 milliards de dollars entre 2002 et 2008, la position créditrice nette des banques vis-à-vis de celles du pays nord-américain avait augmenté de l'ordre de 90 milliards de dollars (ce qui, en termes relatifs, était une multiplication par 8,5 du solde net du début 2002).

L'exemple des banques est, en résumé, un exemple évident de la forte expansion et de la complexification des liens financiers sur le plan national et international développés au sein de l'Eurozone durant sa première décennie d'existence. Cette étape d'essor financier et de multiplication de la liquidité privée, a certes permis le développement de modes d'accumulation nationaux ou régionaux débouchant sur des contradictions et des tensions

économiques entre pays à long terme. Dans ce sens, le cycle financier positif a été accompagné d'une hausse des positions financières, particulièrement marquée dans la périphérie. La position nette – positive ou négative – de certains secteurs économiques ne semble être qu'une conséquence dérivée de la combinaison de ce boom et des caractéristiques de l'accumulation dans chaque pays ; de la même façon, les déséquilibres du compte courant entre les pays membres devraient eux aussi être pris comme une conséquence et non pas comme une cause de l'ensemble des flux financiers dans la zone (Bellofiore, Garibaldo et Mortagua, 2014).

Selon notre approche théorique, l'affirmation selon laquelle les déficits de la périphérie reflètent la nécessité de l'investissement étranger ne tient pas. On ne peut pas affirmer non plus que les différentiels d'inflation et de productivité expliquent l'ensemble des flux internationaux dans l'Eurozone. Suivant l'optique défendue dans notre recherche, l'ordre des facteurs est l'inverse : la dynamique financière dans l'union monétaire explique en grande partie et rend possible l'existence de telles différences dans l'évolution des prix et dans la position concurrentielle des pays membres.

Plus précisément, il est à souligner que la multiplication des flux à l'intérieur de l'Eurozone dans un cadre de bulle spéculative, a rendu possible l'accumulation de déséquilibres – et donc, des tensions – entre les pays membres, partageant une même monnaie mais réalisant des politiques économiques non-coopératives.

Évidemment, le développement de l'Eurozone et la combinaison de chacune des politiques économiques nationales se révèlent centrales dans la manière dont les tensions se sont formées ; la création d'une monnaie unique et la mise en place de modèles de croissance non coopératifs – et dans certains cas opposés – ont conduit à des déséquilibres record dans le compte courant des pays membres. Comme certains auteurs post-keynesiens l'ont indiqué (par exemple Stockhammer, Onaran et Ederer, 2009), les modèles *export-led* ou *debt-led* du centre et de la périphérie ont encouragé une croissance asymétrique qui peut se révéler très dangereuse pour la région si les conditions financières se détériorent.

Cependant, même si l'organisation monétaire de l'Eurozone a été déterminante pour comprendre la forme sous laquelle les tensions se sont développées, la création de l'euro n'est pas la cause principale de celles-ci. À la base de toute cette dynamique, nous trouvons la financiarisation, qui assure aux cycles d'expansion financière et à la crise un rôle central dans

la régulation du capitalisme contemporain. Elle permet de dépasser, temporairement et en fonction de l'évolution des perspectives dans le marché financier, le possible effet sur la croissance induit par la pression à la baisse de la participation des salaires, par le manque de réinvestissement des profits en capital fixe ou – pour le cas qui nous occupe – par l'accumulation de déficits extérieurs.

Cependant, si toutes ces tensions sont «dissimulées» tant que le marché financier continue sa tendance expansive, lorsque cette tendance s'arrête, les contradictions « émergent » et provoquent des tensions sur les économies nationales. C'est ce qui s'est passé dans l'Eurozone à partir de 2007-2008, lorsque le marché financier aux États-Unis a subi les premiers effets de la crise mondiale.

Un cas évident est celui concernant les hauts degrés d'endettement sectoriel dans certains pays. Dans notre inventaire des positions nettes sectorielles dans les pays périphériques, nous avons vu que dans certains secteurs, les positions déficitaires annuelles avaient laissé place à un rapide rééquilibrage depuis 2008-2009, voire à des résultats annuels excédentaires. Certains économistes ont interprété cela comme un symptôme positif pour les secteurs concernés. Or, une analyse des évolutions des passifs bruts sectoriels nous montre que, plus qu'une récupération, leur rééquilibrage est le résultat indirect du processus de désendettement imposé par les conditions d'accès au marché financier et, dans une certaine mesure, de l'imposition politique des mesures d'ajustement structurel. C'est le cas des sociétés non financières ou des ménages en Grèce, au Portugal et en Irlande : leur niveau croissant d'endettement nourrit la croissance nationale et ne pose aucun problème pour celle-ci dans la mesure où le boom financier continue. Mais l'ultérieur refroidissement de la finance oblige ces secteurs à se désendetter ; l'image des comptes nationaux annuels peut refléter un retour aux excédents nets, mais ce n'est qu'un résultat indirect et probable d'une stratégie de réduction du passif.

Sur le plan des flux financiers internationaux, nous soupçonnions quelques pages plus haut que l'on pouvait être face au même phénomène ; les pays sont retournés à une balance extérieure équilibrée et même excédentaire, mais cela peut être compatible simultanément avec un processus de désinvestissement étranger. L'avertissement du FMI sur l'existence de symptômes de fuite de capitaux en octobre 2012 (*Financial Times,* 2012) – lorsque les comptes courants des pays périphériques se rapprochaient rapidement de l'équilibre

extérieur – semble confirmer nos craintes précédentes.

La recherche de possibles phénomènes de fuite de capitaux et, plus généralement, le comportement des capitaux internationaux après la crise peut être abordé à partir d'une reprise des graphiques de la *BRI* et de sa comparaison avec l'évolution du *TARGET 2.* D'abord car l'on voit clairement le recours au *TARGET 2,* en cas de crise, en tant que mécanisme public de paiements monétaires, et l'abandon temporaire des canaux de relation de dette privée. Ensuite parce que l'étude de ce mécanisme et des débats qu'il a provoqués nous permet de tirer des conclusions sur une possible « crise de la balance de paiements » des pays membres. C'est à partir de ces conclusions, et de leurs implications, que nous pourrons envisager une politique de stabilité dans la région.

c. Désendettement interne à l'Eurozone par moyen du TARGET-2 : crise de la balance de paiements des pays périphériques

Les changements observés après la crise dans les statistiques de la BIS et dans celles du *TARGET 2* sont étroitement liés. Depuis l'éclatement financier en 2007-2008, les positions interbancaires internationales se sont profondément transformées, avec la relocalisation des relations et l'effondrement de l'activité et des positions cumulées entre pays. Cet effondrement peut être expliqué d'abord par la chute des prix dans le marché financier qui a suivi les scandales des premières étapes de la crise. Dans la mesure où cette chute se généralise entre les pays, la valeur des actifs et des passifs à l'extérieur baisse. Dans l'Eurozone, on peut vérifier ce phénomène aussi bien dans le bilan des banques de la périphérie que dans celles du centre. Une autre explication provient de l'évolution négative des opérations dans le compte courant. Les flux commerciaux mondiaux ont été freinés par l'instabilité croissante dans les pays développés ; ceci a réduit les transferts unilatéraux entre pays, et a donc affecté le bilan de leurs principaux gestionnaires : les banques. Dans la zone monétaire européenne, l'existence du mécanisme de paiements entre les Banques Centrales permet de contourner le marché privé et de faire une opération privée à partir de mouvements entre les banques commerciales et les Banques Centrales des pays concernés. Mais cela entraîne des mouvements dans les soldes nationaux auprès du *TARGET 2.*

Et finalement, en plus des opérations courantes présentes, la crise a affecté les décisions concernant les stocks cumulés dans le passé : certains peuvent ne pas avoir été renouvelés à leur arrivée à échéance, et d'autres ayant des échéances non immédiates ont pu être annulés,

malgré la possible perte de capital. En Europe, il faut ajouter la possibilité de faire passer des anciens stocks par le mécanisme du *TARGET 2.* De même que pour les opérations financières, cette possibilité modifie les soldes du *TARGET 2* et en même temps annule l'actif à l'étranger de la banque concernée, mais pas l'éventuel investissement que les banques étrangères ont dans leurs passifs.

Dans le débat scientifique des dernières années, les économistes ont essayé d'identifier si la forte hausse du paiement par le biais du *TARGET 2* s'explique par le financement des opérations de la balance courante – l'interprétation *flow* – ou si, au contraire, elle reflète la fuite de capitaux des banques de la périphérie – l'interprétation *stock*. Tandis que Sinn (2011) et Sinn et Wallmershäuer (2012) indiquent que ce mécanisme finance les pays déficitaires de l'Eurozone, d'autres remarquent que sa cause principale est le renversement de la direction des capitaux investis avant la crise (Buitter *et al.,* 2011 ; Mody et Bornhorst, 2012 ; Bindseil et König, 2012 ; Cecioni et Ferrero, 2012 ; Febrero, Uxo, et Bermejo, 2012 ; De Grauwe et Ji, 2012).

À partir de l'étude précédente sur le mécanisme du *TARGET 2,* on peut déduire que, dans la mesure où les investisseurs pensent qu'il existe un plus grand risque sur leurs fonds, ils chercheront à abandonner les canaux de financement privé et feront appel au mécanisme pourvu par l'Eurosystème. Dans ce sens, certains auteurs ont montré que les soldes du *TARGET 2* se sont nourris différemment en fonction du pays (*European Economic Advisory Group,* 2012) mais aussi en fonction de chaque étape de la crise (Cecioni et Ferrero, 2012 ; Cecchetti, McCauley et McGuire, 2012 ; Auer, 2014). Ces derniers concordent à dire que, au fur et à mesure que les pays périphériques ont subi des vagues d'instabilité plus violentes – d'abord la grande crise financière, plus tard les phénomènes de spéculation sur la dette publique, la restructuration bancaire... – le recours au *TARGET 2* a été activé pour financer les opérations de la balance courante – en adéquation avec l'interprétation *flow* – et, à partir de 2011-2012, pour enregistrer les sorties massives de capitaux vers les pays centraux – comme indiqué par la vision *stock*.

En fait, le gonflement du *TARGET 2* ne concerne pas seulement les capitaux des résidents du centre, mais aussi ceux des agents internationaux voulant sortir leurs investissements de la périphérie (Cecchetti *et al.,* 2012) et, dans certains cas très isolés, même les capitaux des résidents des pays de la périphérie touchés par les phénomènes de spéculation (Cecioni et

Ferrero, 2012 ; De Grauwe et Ji, 2012). Cette relocalisation du capital global à l'intérieur de l'Eurozone peut expliquer en partie pourquoi, dans la périphérie, le passif international des banques a diminué à un rythme tel que dès 2011 la position extérieure nette de ces banques est positive. Considérant que les pays du centre étaient une garantie pour leurs investissements, des banques comme les banques anglaises ont abandonné la périphérie et cherché des placements dans le centre. Un mouvement qui maintient le passif extérieur des banques du centre, mais pas l'actif, car il est canalisé par le *TARGET 2* (Cechetti *et al.*, 2012).

Cette sortie de capitaux, avec la réduction rapide des déficits courants, a été interprétée dernièrement comme une crise de la balance de paiements des pays périphériques[151] (voir Cesaratto, 2013). Selon Cecchetti *et al.* (*ibid.*), la crise de la balance de paiements dans un pays s'accompagne d'une perte de confiance et d'une sortie massive de capitaux qui épuise les réserves internationales. Évidemment, une crise de l'Eurozone ne peut pas être prise comme un cas de crise de balance de paiements classique car, la monnaie étant en circulation dans toute l'Eurozone, les opérations des pays membres ne sont pas limitées par une quantité stockée de réserves en euros ou par une quantité prêtée préalablement. La monnaie étant émise de façon endogène dans tous les pays membres, l'incapacité à continuer à avoir des déficits courants dans un pays membre est provoquée par un possible manque de confiance du marché.

Barba et De Vivo (2013) expliquent que, à l'intérieur d'une union monétaire « viable », les déséquilibres entre régions sont atténués par des transferts internes ; mais, ajoutent-ils, une union monétaire « imparfaite » comme celle de l'Europe (*flawed*, selon le terme anglais) est centrée sur des accords internes de libre commerce entre les pays membres et il n'y a pas de mécanismes de solidarité entre ceux-ci (Wray, 2012). En l'absence de ce type de mécanismes (un budget fédéral significatif, des politiques économiques communes, des transferts entre pays face aux chocs asymétriques, etc.), où la peur d'un défaut de paiements ou d'une sortie nationale de la Zone Euro est réelle, nous pouvons dire que les pays périphériques ont été face à une crise de la balance de paiements. Une architecture monétaire permettant la réalisation de transferts de capitaux intra-zone ou l'accès la liquidité de la Banque Centrale n'aurait pas résolu les tensions créées dès la création de la monnaie unique ; pourtant, cela aurait calmé la pression à la hausse sur le rendement subie par les emprunteurs publics et privés des pays confrontant la fuite des capitaux.

151 Cesaratto (2012) fait une synthèse claire des principales positions autour de ce débat.

En dépit de tous ces éléments qui rendent « imparfaite » l'union monétaire en Europe, le *TARGET 2* apparaît souvent dans la littérature comme un mécanisme qui a permis d'amortir l'impact de cette crise et, en général, des crises financières à l'intérieur de l'union monétaire (Garber, 1999, 2010 ; Cechetti *et al.,* 2012 ; Febrero, Uxó et Bermejo, 2012 ; Lavoie, 2014 ; Lucarelli, 2014 ; Rossi, 2014). En l'absence de ce mécanisme d'intermédiation des Banques Centrales nationales et européenne, la pression sur les taux d'intérêt ainsi que sur « le risque de convertibilité »[152] aurait été beaucoup plus élevée. L'existence de cette structure pyramidale des paiements au sein de l'Eurozone a permis le règlement multilatéral de dettes bilatérales cumulées sur le plan international indépendamment des conditions d'accès à la liquidité par les banques des pays en crise.

La comparaison entre ce mécanisme – le *TARGET 2* – qui permet la compensation multilatérale des soldes, et le Plan Keynes, est inévitable (Lavoie, *ibid.* ; Lucarelli, *ibid.* ; Rossi, *ibid.*). Or, il y a des différences significatives – excepté le caractère international et non pas global du *TARGET 2* – qui empêchent le mécanisme européen d'être aussi efficace que l'Union de Compensation Internationale *(ICU)* conçue par l'économiste anglais.

La différence la plus marquée est le contraste entre les formes prévues par les deux mécanismes pour rééquilibrer les soldes nationaux. Dans l'Eurozone, le *TARGET 2* ne dispose d'aucun mécanisme efficient pour soutenir des balances proches de zéro. Les pays peuvent cumuler des soldes croissants tant que les banques fournissent les titres collatéraux requis. En échange, la BCE applique le taux de refinancement au débiteur et paye ce taux au créditeur (Garber, 2010). Dans ce sens, Sinn (2011) a accusé la BCE de financer de manière illimitée les déficits périphériques De la même façon, nous pouvons dire qu'elle permet aux pays du centre de cumuler des excédents croissants. Par contre, l'un des aspects clés du Plan Keynes était la responsabilité partagée des pays créanciers et des pays débiteurs à mettre en place les politiques nécessaires pour le rééquilibrage de leurs soldes auprès de la chambre de compensation. Dans l'architecture monétaire européenne, l'ajustement a été imposé par le marché et par les autorités publiques (nationales et supranationales) et la responsabilité retombe exclusivement sur les pays déficitaires. Et contrairement au scénario envisagé dans le plan présenté à Bretton Woods, l'existence d'une monnaie unique et les accords en matière budgétaire et monétaire obligent à ce que l'ajustement soit réalisé par une dévaluation interne

152 Nous faisons référence à l'expression utilisée par Mario Draghi, en juillet 2012, au milieu de la crise de la dette souveraine, pour se référer à la possibilité d'une rupture de l'Eurozone.

– c'est à dire, une dévaluation par les prix nationaux – et la réduction de la dépense, publique et privée.

Outre le mécanisme de rééquilibrage des soldes, il existe une autre différence entre les deux systèmes monétaires, qui peut être plus utile pour notre recherche. Elle réside dans le type de contrôle de capitaux dont chaque mécanisme est doté pour être efficient. Dans le plan Keynes, toutes les opérations entre les pays intervenants devaient passer par la chambre, ce qui évitait le commerce de monnaies nationales, et donc assurait l'isolement des circuits monétaires nationaux. Cette séparation des circuits n'était pas le seul ingrédient du contrôle de capitaux ; Keynes accordait beaucoup d'importance à la limitation des capitaux spéculatifs. Le potentiel de ce plan était de contrôler, dans un cadre de stabilité monétaire, l'apparition de déséquilibres entre les pays et de planifier les mesures d'ajustement nécessaires. Selon ce plan, les crises de balances de paiements étaient moins probables, puisque les déséquilibres étaient clairement visibles et l'accès au marché international dépendait de l'écart avec le solde limite excédentaire ou déficitaire – calculé préalablement pour chaque pays.

Le système du *TARGET 2* est, sur cet aspect-là, très différent du mécanisme envisagé par l'économiste de Cambridge. Nous avons vu que le *TARGET 2*, puisqu'il est optionnel, est en fait un indicateur de l'instabilité dans la région, qui canalise dans les moments de crise beaucoup plus d'opérations que celles liées au compte courant. En phase d'expansion, par contre, il n'enregistre guère de variations dans les soldes nationaux. Par conséquent, aucune politique d'ajustement symétrique et expansionniste n'est possible. Ainsi, au lieu d'avoir un mécanisme de coopération monétaire permettant d'ajuster les déséquilibres, comme l'envisageait Keynes, les banques des pays membres de l'Eurozone n'utilisent le TARGET 2 qu'en cas de crise, lorsque la méfiance entre banques l'emporte.

Dans le contexte de la financiarisation, avec l'essor d'une énorme liquidité et sa gestion par des institutions financières privées, les agents – et pays – ont indirectement la possibilité d'aboutir à des positions financières nettes – excédentaires ou déficitaires – plus grandes. L'apparition de ce que nous avons appelé les zones devise, avec l'intégration quantitative et qualitative des espaces monétaires et la formation de dynamiques d'accumulation régionale particulières, encourage la formation indirecte de déséquilibres croissants dans le compte courant. L'Europe n'en est qu'un exemple parmi d'autres : avec une seule monnaie en circulation et des modèles de croissance asymétriques mais complémentaires, les déficits

périphériques et les excédents du centre étaient le symptôme d'une tension régionale grandissante. Cependant, ce n'est pas leur taille croissante qui a finalement mené à leur rééquilibrage violent, mais la détérioration brusque du marché financier, dont la dynamique est devenue particulièrement instable à la suite des libéralisations des dernières décennies.

Bien sûr, l'impact de la crise contemporaine sur l'Eurozone a été particulièrement intense à cause des tensions développées pendant l'époque d'expansion ainsi qu'à cause de l'absence de mécanismes de solidarité fiscale et aux politiques d'ajustement. Mais ce cadre d'analyse pourrait également être appliqué au cas de l'évolution d'autres zones devise dans un avenir proche. Les formes sous lesquelles la crise s'est rendue visible pourraient changer en fonction du cadre de relations économiques et monétaires entretenues entre les pays affectés ; mais de manière générale on continuera à faire face dans tous les cas à un grave problème de gestion de la liquidité internationale.

Dans les pages qui suivent, nous l'appliquerons au cas qui occupe le centre du débat contemporain sur la stabilité monétaire mondiale : la relation financière entre les États-Unis et ses pays créanciers, et notamment la Chine. À partir de notre critique sur le débat des *Global Imbalances,* nous réinterpréterons l'importance du déficit courant états-unien dans l'économie globale, et identifierons les principaux enjeux pour la gestion de la liquidité et de la stabilité de l'économie non seulement états-unienne, mais aussi chinoise et internationale.

d. Quel futur pour les zones devise et le SMI ? Le cas des États-Unis et leurs relations financières

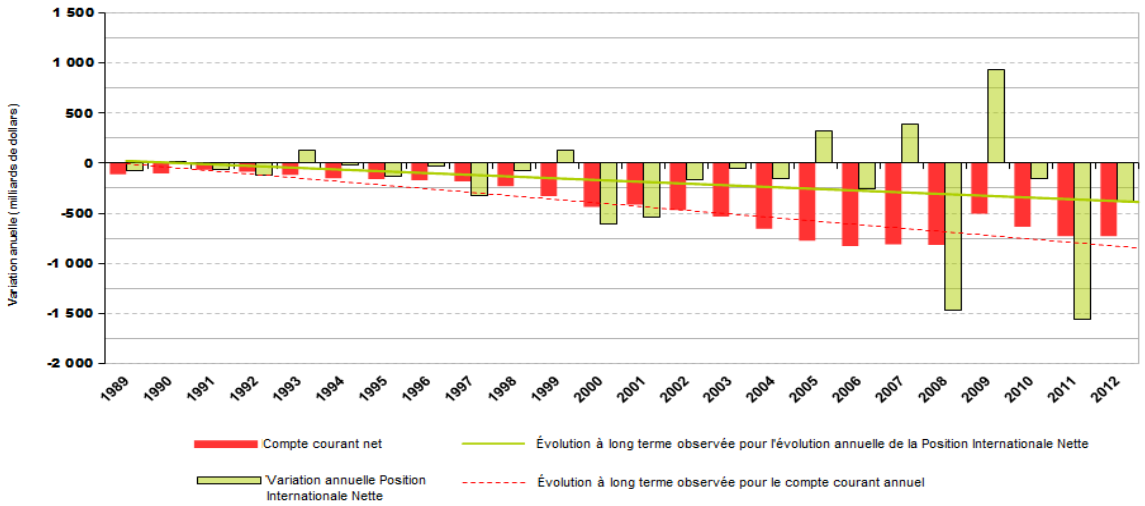
Lors de notre étude du débat des *Global Imbalances (GI),* nous avons constaté qu'il existait entre la plupart des travaux un consensus important autour de certains points essentiels. La critique fondamentale que les chercheurs adressaient aux autorités nationales des pays concernés portait sur le manque de coordination internationale entre leurs politiques économiques. Les États-Unis, centre monétaire mondial, se trouvent également au cœur de ces déséquilibres ; avec des déficits commerciaux croissants, ils fournissent de la liquidité internationale au reste du monde. Les créanciers, dont notamment la Chine, bénéficient de cette dynamique grâce aux effets positifs sur la croissance économique des exportations orientées vers les États-Unis. Selon l'approche des *GI*, cette dynamique crée deux modèles de croissance opposés – un régime basé sur les ventes à l'extérieur et l'autre sur la consommation – qui font apparaître des tensions sur la monnaie clé. Dans ce contexte, la

Chine et les principaux créanciers, grands dépendants de l'économie états-unienne doivent partager avec les autorités de ce pays le rôle de garant de la stabilité de la monnaie internationale.

Certes, la balance commerciale n'est pas la seule variable qui détermine la position nette d'un pays ; celle-ci dépend des autres éléments de la balance courante et de la variation de la valeur des actifs et passifs stockés. Dans le cas des États-Unis spécifiquement, il existe des éléments importants qui réduisent considérablement le transfert net à l'extérieur chaque année le faible intérêt à payer aux agents étrangers grâce au rôle de monnaie refuge du dollar, la revalorisation des actifs extérieurs suite à une baisse graduelle du taux de change du dollar, la hausse de leur prix en monnaie étrangère... Dans ce sens, au début du XXIe siècle, on constate au moyen du graphique 5.6 que l'endettement net total, en dépit de représenter une partie croissante du PIB, évolue plus lentement – et irrégulièrement – que le résultat de la balance commerciale.

Néanmoins – comme nous l'avons indiqué au premier chapitre, dans la présentation du cadre théorique – cette approche présente des limites importantes au moment d'identifier les dangers que les flux de capitaux entraînent pour la stabilité économique. Le vrai danger réside dans la difficulté, pour les autorités publiques, d'assurer un cadre de stabilité étant donné la hausse de la liquidité privée dans un cadre de financiarisation des dynamiques d'accumulation.

<u>Graphique 5.6</u> : Déficits commerciaux des États-Unis et variation de sa Position Internationale Nette



Source : IFS BPM5, USCB

Au sein du système financier de l'émetteur de la principale monnaie-clé, on l'indiquait lors de notre approche théorique, les résultats nets du compte courant ont une faible capacité explicative du degré de détérioration de la balance de paiements. Si l'on ajoute à cela la multiplication des opérations financières et l'absence d'une institution qui les centralise, même les résultats annuels de la position nette internationale ne sont plus significatifs pour mesurer la vulnérabilité du pays ; dans ce scénario, en cas de fuite massive des capitaux étrangers, les autorités du pays ne pourront compter sur les actifs à l'extérieur car ils sont privés. Certes, les comptes courants très déficitaires ou une rapide détérioration du résultat net de l'IIP des États-Unis peuvent influencer négativement la confiance des agents économiques envers le dollar ; mais la dimension du risque est donnée principalement par le montant brut du passif (Graphique 5.7). À cela, il faut ajouter le caractère court-termiste d'une partie importante de ce passif (Gourinchas et Rey, 2005 ; Frankel, 2008).

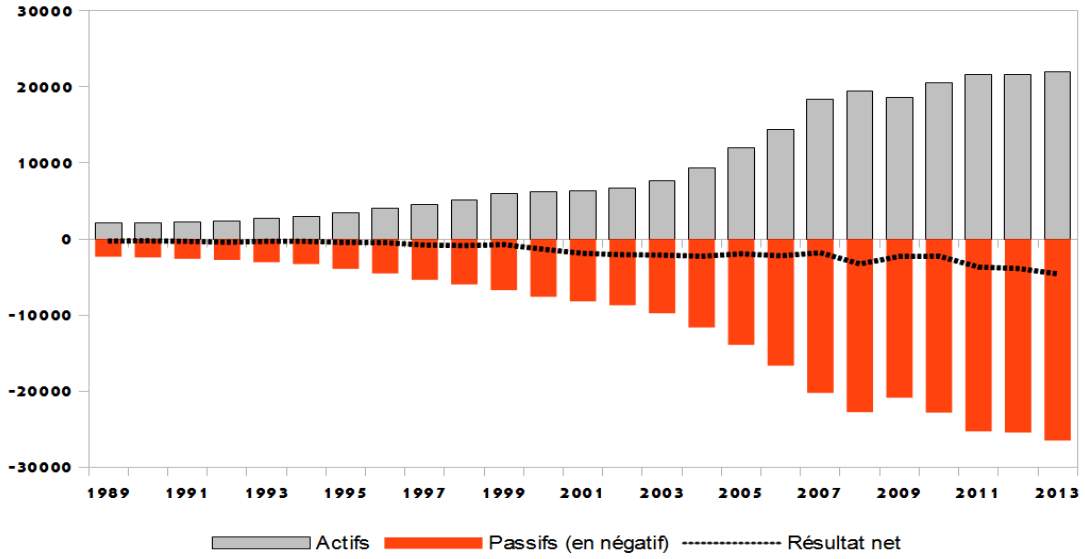
Comme à l'intérieur de la Zone Devise Euro, l'intégration monétaire – quantitative et qualitative – autour du Dollar et dans un cadre d'expansion financière rend possible le développement, entre les agents étasuniens et les non-résidents, de positions financières déséquilibrées. Et sur un plan régional, compte tenu des modèles de croissance asymétriques développés entre les États-Unis et certains de ses partenaires commerciaux – dont notamment la Chine –, il est normal de voir, même après la crise, des déséquilibres commerciaux importants.

Certes, les pays qui basent leur croissance sur les exportations à ce pays sont les premiers inquiets pour la stabilité de la monnaie et de l'économie étasunienne ; une possible détérioration des conditions d'endettement net des États-Unis pourrait mettre en péril la soutenabilité de leur stratégie de croissance. C'est pour cela qu'ils se montrent toujours prêts à coordonner des politiques économiques avec la puissance nord-américaine et à continuer à soutenir la demande internationale de titres en dollars.

Mais à l'heure actuelle, les opérations commerciales ne représentent qu'une partie minoritaire de la massive 'exportation' de capitaux par les États-Unis. Comme cela a été indiqué à plusieurs reprises, les opérations les plus répandues – en volume – de ce pays sur le plan international sont les OFIs. Et celles-ci ont lieu principalement avec d'autres pays développés. En ce sens, Borio et Disyatat (2011), montrent, par exemple, qu'en 2007 les pays européens détenaient 2'5 fois plus de titres étasuniens que la Chine, principal créancier net en

termes commerciaux. Cela dit, il est clair que même dans ce contexte les autorités publiques des pays partenaires des États-Unis continuent à jouer un rôle majeur dans la transmission de confiance envers le dollar, au moyen du stockage de réserves en cette monnaie et des annonces de soutien public.

<u>Graphique 5.7</u> : Actif et passif brut des États-Unis et Position Extérieure Nette (en milliards de dollars)



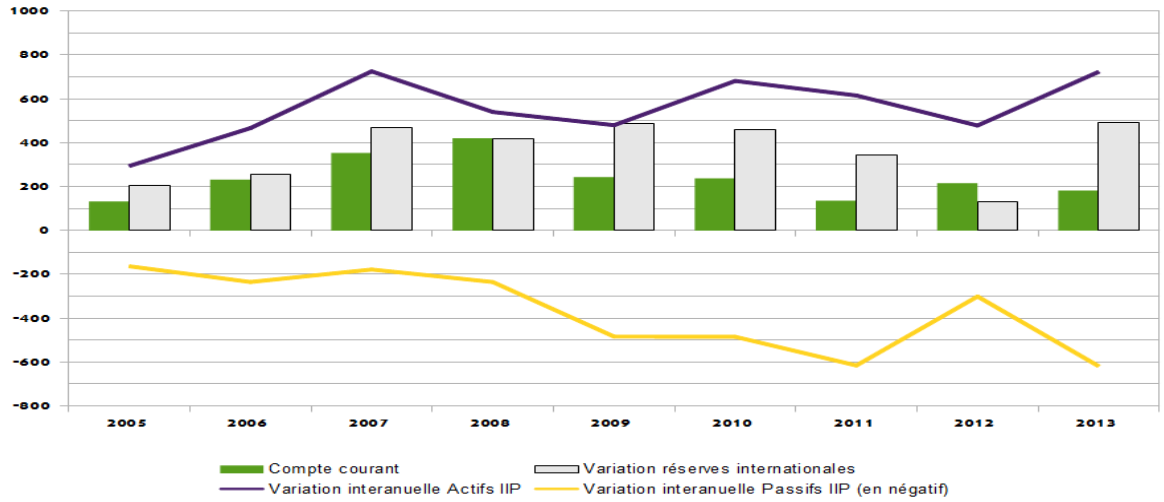
Source : Élaboration à partir des données statistiques online du *U.S Bureau of Economic Analysis*

Dans le scénario actuel, où les États-Unis se voient obligés à rechercher la coopération des autorités étrangères, la Chine a une importance centrale. En tant que principal teneur public de réserves en dollars et exportateur aux États-Unis, la Chine se voit obligée à continuer à stocker des titres en cette monnaie. Grâce à la centralisation de la plupart des devises, possible par l'existence d'un contrôle de capitaux, les autorités peuvent stocker les titres en dollars entrants, et éviter ainsi des tensions sur le taux de change. Or, comme l'illustre le graphique 5.8, la source de ces réserves n'est pas exclusivement l'excédent de chaque année dans le compte courant ; la Chine tire également des devises entrant au moyen de différentes OFIs – dont notamment les IDE – ce qui fait accroître simultanément l'actif et le passif.

Ce pari pour le dollar, mené par le principal créancier a, sans doutes, des effets sur les

anticipations des agents. Or, les tensions étant inhérentes au SMI, aucun effort – ni unilatéral ni multilatéral – ne peut faire face à ce problème structurel lié à la gestion de la liquidité internationale. L'espace économique international n'est pas structuré pour assurer un contrôle de la liquidité en fonction des critères fixés par les pays ; actuellement il sert à l'émergence de modèles de croissance qui permettent des relances temporaires de l'accumulation de capital mais qui se révèlent insoutenables sur le long terme. Le dilemme de Triffin est, de nos jours, plus pertinent que jamais : l'expansion financière internationale qui permet des périodes de croissance construite sur les faibles piliers de la financiarisation, amplifie à long terme les tensions économiques nationales et celles au sein du SMI. Une réforme monétaire internationale devrait fixer, comme objectif général, la création de mécanismes qui empêchent la formation de ces tensions.

<u>Graphique 5.8</u> : Variation de l'actif et du passif financier extérieur chinois, réserves et compte courant (en milliards de dollars)



Source : Calculs à partir des données de la *State Administration of Foreign Exchange, China* et *World Bank*

Juste avant de voir précisément les réformes envisagées dans notre recherche, il faut néanmoins préciser un aspect par rapport à la forme sous laquelle se présente le dilemme de Triffin de nos jours. À partir des travaux de l'économiste, on voit que les tensions sont marquées par le déficit de paiements, provoqué lui-même par l'exportation brute de capitaux. Cela entraîne que la dimension de ces tensions s'explique par la quantité de capitaux – dont

notamment ceux de court terme – aux mains des non-résidents. Or, il y a quelques traits de l'économie contemporaine qui demandent de réviser et mettre à jour le dilemme. Nous faisons référence à la transnationalisation non seulement des circuits d'accumulation, mais également des stratégies économiques de quelques types d'agents.

Dans le raisonnement de Triffin et de ses contemporains – à partir duquel nous avons interprété les phénomènes au sein de la balance de paiements – les concepts de « résident » et « non-résident » sont centraux. Mais dans l'économie contemporaine, chez les agents comme dans les Entreprises Transnationales ou les banques universelles, le concept résidence n'est pas déterminant pour comprendre les stratégies économiques. Ces agents vont avoir une vision transnationale dans leur recherche de maximiser le profit. Ainsi, dans le contexte actuel de mouvements internationaux de capitaux libéralisés, en cas de bulle spéculative, ils chercheront à y investir, indépendamment du pays dans lequel celle-ci a lieu, afin de retirer des rentabilités élevées. Et, à l'inverse, si la bulle éclate et menace le système financier du pays, ces agents, qu'ils soient résidents ou pas, vont retirer leurs capitaux le plus rapidement possible et les placer ailleurs. Cela rend le potentiel des crises plus grand que si c'étaient seulement les capitaux étrangers qui cherchaient à partir.

Nous venons de voir que, lors des moments les plus délicats pour l'Eurozone dans la dernière crise, la périphérie subissait des phénomènes de désinvestissement massifs y compris par les résidents dans cette périphérie (Cecioni et Ferrero, 2012 ; De Grauwe et Ji, 2012). Cela est compréhensible étant donné le haut degré de mobilité des capitaux à l'intérieur de cette zone monétaire. Or, vu le degré élevé de libéralisation des mouvements internationaux de capitaux, ce phénomène n'est pas exclusif des unions monétaires.

Les États-Unis sont – comme cela a été indiqué dans le troisième chapitre – insérés dans des circuits d'accumulation internationale. Les entreprises et institutions financières, qu'elles soient résidentes ou pas, participent et consolident ces circuits dans la recherche de la rentabilité. Grâce à la position asymétrique du Dollar, en cas de crise dans un pays périphérique les agents avec des stratégies d'accumulation globale – dont les ETNs et les conglomérats financiers – chercheront refuge dans le système financier étasunien. Mais à un moment donné la convention sociale peut changer et affecter négativement la confiance des agents internationaux envers le dollar. Dans ce scénario, ces agents, même s'ils sont 'résidents' aux États-Unis, devront suivre la convention sociale et chercher à retirer rapidement leurs

capitaux du système étasunien.

Certes, il n'y a pas de variable macroéconomique objective (et une valeur pour cette variable), qui permette de calculer la possibilité d'une crise de confiance envers le dollar. Comme dans le cas des bulles spéculatives, la possible crise de confiance dépend d'un changement dans la convention sociale. Nous nous sommes limités à identifier les formes sous lesquelles le SMI mène à l'accumulation de tensions. En ce sens, l'expansion de passifs bruts entre agents de différentes zones monétaires semble avoir une capacité d'explication plus grande que les possibles déséquilibres nets extérieurs. Mais malgré cette limite, les déséquilibres nets – que ce soit sur la balance commerciale, sur le compte courant, le IIP net, ou même les comptes publics – peuvent avoir un rôle décisif sur le changement d'expectatives des agents, et provoquer ainsi une crise de confiance. Un indicateur plus négatif que prévu, un problème légal ou technique temporaire, une rumeur... ont, à cause de leur rôle symbolique, la capacité de créer un effet contagion et, finalement, de faire démarrer une vague spéculative.

Pour comprendre cela nous pouvons nous servir de la discussion périodique que le gouvernement des États-Unis doit mener pour renouveler le plafond de la dette. En 2011, par exemple, le désaccord au sein du Congrès empêcha temporairement la hausse de ce plafond. Les marchés financiers faisaient confiance au dollar et permettaient à l'économie étasunienne le financement à des taux presque nuls. Grâce à cette confiance et, en dernière instance, au soutien de la Fed, le gouvernement n'avait aucun problème économique pour rembourser, renouveler et augmenter les compromis de dette publique. Mais un problème légal bloquait la nécessaire création monétaire par la Fed et, par conséquent, mettait l'État en risque de défaut de paiement. Finalement, et paradoxalement, ce fut ce problème légal, et non le déficit de la balance de paiements qui accompagnait l'économie étasunienne depuis longtemps, et qui provoqua pour quelques semaines un nouveau débat sur la soutenabilité du dollar et des politiques expansives des États-Unis.

Actuellement, les autorités publiques peuvent mobiliser des mécanismes différents pour essayer de garantir la continuité des conventions sociales qui soutiennent le développement de modèles de croissance insoutenables sur le long terme. Or, le système monétaire, tel qu'il est conçu de nos jours, continue à cumuler des tensions de forme inhérente. Notre défi dans cette recherche est d'envisager un SMI plus ordonné, capable d'assurer une gestion de la liquidité plus stable et orientée vers l'accomplissement d'objectifs accordés démocratiquement.

Section 2 : Une proposition de réforme pour le système monétaire

La vague de crises qui ont marqué l'histoire économique des trois dernières décennies a mis de plus en plus en évidence la nécessité de réformes économiques profondes et d'un changement dans les paradigmes de pensée qui ont légitimé le développement des formes d'organisation contemporaines. Après la dernière crise qui, contrairement aux précédentes, a affecté spécialement les économies les plus développées, cette évidence s'est traduite en désir politique de plusieurs pays.

Vue la dimension internationale, il est évident que toute réforme, pour être efficace, doit être envisagée et mise en place de façon multilatérale par les pays et à plusieurs niveaux : surveillance financière, coordination macroéconomique, stabilité monétaire... Certes, la coopération n'est pas une exigence nouvelle. Rappelons-le, après la Première Guerre Mondiale, les pays s'efforçaient d'imaginer des formes de coopération afin de contrôler les symptômes d'instabilité monétaire qui menaçaient le développement d'un réseau de relations économiques internationales, nécessaires pour sortir des effets désastreux du conflit ; puis, après 1944, l'ordre international résultant est né à partir d'un effort de coopération multilatérale.

Cependant, les formes de coopération qui pouvaient être efficientes dans le passé doivent désormais s'adapter aux grandes transformations contemporaines, et notamment au degré actuel de financiarisation du moins parmi les pays développés. Comme nous l'avons indiqué dans la section précédente de ce chapitre au sujet des phénomènes récents de crises, celles-ci ne sont pas nécessairement le résultat direct des déséquilibres macroéconomiques dans un pays ou une région, comme cela pouvait être le cas des crises de première génération. Pour le début du XXIe siècle, par exemple, nous avons pu observer des phénomènes d'expansion économique tirés par la demande privée malgré la stagnation des salaires réels, et malgré de faibles taux d'investissement en formation brute de capital fixe. Et dans cette même période, nous observions que les déséquilibres des comptes extérieurs des pays atteignaient des niveaux – positifs ou négatifs – record. Cette expansion a été possible grâce aux conditions financières positives et à la formation éventuelle de bulles spéculatives. Ce n'est que le détournement de ces bonnes conditions qui a fini par mettre en évidence les graves tensions macroéconomiques internes aux pays. Par conséquent, la coopération entre pays doit désormais être consacrée à éviter l'exacerbation des comportements cycliques de l'économie,

en même temps que les tensions macroéconomiques – qui en époque d'expansion peuvent paraître insignifiantes – restent identifiées et contrôlées.

Nous remarquons avant tout que, tel que nous l'avons expliqué dans notre approche théorique, aucun cadre de réformes ne peut empêcher complètement la formation de crises au sein de l'économie capitaliste. Et même s'il est possible de rendre les dynamiques d'accumulation de capital plus stables, les réformes doivent être envisagées à plusieurs niveaux. Dans cette dernière section nous ne considérons que l'aspect monétaire et financière.

En ce qui concerne le marché financier, nous nous servirons des éléments apparus dans la présentation de l'approche théorique pour un double objectif. D'abord, analyser le potentiel et les limites des grandes lignes de réforme trouvées dans la littérature économique. Ensuite, proposer des principes basiques qui servent à construire les piliers d'une régulation financière au service des intérêts déterminés collectivement.

Néanmoins, toujours selon notre approche théorique, nous considérons que l'instabilité économique contemporaine, qui se manifeste principalement dans le secteur financier, s'explique en partie par la structure monétaire internationale. Par conséquent, à côté des réformes strictement financières, nous devons étudier également les réformes envisagées sur le plan monétaire. À cet égard, la réalité économique actuelle a donné lieu à une multiplicité de travaux, défendant pour la plupart le renforcement des mécanismes et des efforts de coopération afin d'arriver à conserver l'architecture monétaire actuelle. Par conséquent, il convient de faire un bilan des principales façons dont les pays ont cherché à tempérer les phénomènes d'instabilité monétaire.

Toutefois, notre recherche resterait incomplète avec ce seul bilan. Nous sommes partis de l'affirmation selon laquelle le système monétaire actuel, basé sur l'utilisation de monnaies nationales dans la sphère économique internationale, est intrinsèquement instable. Et une partie importante de notre travail a été consacrée à montrer la relation entre les différents épisodes d'instabilité. C'est pour cela que conclure ce travail en admettant la validité des réformes à l'intérieur du système actuel serait incohérent avec notre thèse. En ce sens, les dernières pages serviront à présenter un plan de réforme structurelle, inspiré de la proposition de Keynes en 1944, mais aussi de certaines critiques et corrections apportées par plusieurs auteurs dans les dernières décennies. Nous démontrerons en fin de compte que la réforme monétaire et financière proposée implique une profonde remise en question du régime actuel

d'accumulation financiarisée, avec des conséquences évidentes non seulement sur la stabilité, mais aussi en termes de croissance et de justice.

a. Quels enjeux pour la régulation financière ?

Pour respecter le fil conducteur de cette recherche, nous allons focaliser cette section strictement sur la recherche de nouvelles régulations monétaires et financières. Ayant reconnu que les crises dans le système capitaliste sont inhérentes et provoquées par des facteurs très hétérogènes, le fait de limiter notre étude à la régulation monétaire et financières nous mène à avouer immédiatement que les résultats en terme d'efficacité seront très inférieurs au cas où la réforme serait pensée à un niveau multidimensionnel. Cela dit, étant donnée la centralité du système financier dans l'économie capitaliste, les plans qui seront présentés ici auraient un potentiel transformateur considérable sur l'économie internationale contemporaine.

Il serait trompeur de présenter la dimension financière comme un secteur quelconque de l'économie (Brunnemeier *et al.,* 2009). D'abord, à cause de la centralité du système bancaire dans la dynamique d'accumulation. De plus, il existe de particularités liées au système financier qui rendent plus facile la possibilité que de petits symptômes d'instabilité débouchent sur une crise systémique. La faillite d'une entreprise appartenant à une branche industrielle, par exemple, met les entreprises concurrentes en garde face à une possible chute de la demande, mais cette faillite ne provoque pas un effet de contagion sur les autres entreprises ; en fait, celles qui restent pourront absorber la demande laissée par l'entreprise disparue. Par contre, si c'est une grande institution financière qui fait faillite, un possible effet contagion pourrait affecter l'ensemble des institutions financières concurrentes et, finalement, mettre en péril une économie nationale, régionale, voire l'économie internationale. Dans l'histoire économique des dernières décennies dans les pays en développement, les crises se sont présentées sous un aspect financier mais elles ont fini par affecter l'économie dite *réelle* de ces pays.

En ce qui concerne la crise contemporaine, elle a permis de constater deux éléments importants à propos de la liaison entre économie financière et réelle. D'abord, le fait que la croissance de la période qui l'a précédée a été marquée dans quelques pays par un processus d'endettement encouragé par la formation de bulles spéculatives. Puis, l'écroulement de la bulle a mené à une forte détérioration du marché financier et, donc, affecté gravement la démarche de l'ensemble de l'économie. Dans certains cas, comme dans les pays périphériques

de l'Eurozone, où les États n'ont pas un accès direct à l'endettement auprès de la BCE, la politique budgétaire des États a été soumise à de fortes contraintes et les autorités nationales ne peuvent pas l'utiliser librement comme instrument contra-cyclique par lequel soutenir les niveaux d'activité économique et d'emplois.

Vu l'ampleur, lors des dernières périodes, d'instabilité financière, nous sommes très pessimistes par rapport à l'efficacité de la régulation financière contemporaine pour assurer des conditions stables à l'ensemble de l'économie. Cela dit, certains auteurs (voir, par exemple, Brunnemeier *et al.,* 2009 ; Kregel, 2010a ; Ülgen, 2014b) trouvent que le contexte des dernières années est justement un bon moment pour remettre en question l'efficacité des mécanismes régulateurs contemporains et envisager quelques points pour réformer profondément les institutions financières afin d'avancer vers un scénario d'une plus grande stabilité.

§1. Dépasser l'approche microprudentielle et assumer le risque systémique

Si l'on veut aboutir à une réforme pratique des institutions financières – publiques et privées – existantes, il faut avant tout remettre en question quelques postulats théoriques qui légitiment la forme actuelle de régulation sur le plan national et international. La première tâche qui s'impose est le rejet du principe selon lequel les mécanismes de marché sont capables d'assurer l'ajustement des prix aux niveaux d'équilibre. Aucun mécanisme de régulation ne peut pas être efficace dans la mesure où l'on n'aura pas avoué préalablement que l'accumulation de capital est instable et que la finance y joue un rôle central. Les investissements, dans une économie capitaliste se font en espérant de l'investisseur un retour plus élevé. Dans une économie non-érgodique, la nature décentralisée des décisions fait qu'un investisseur peut ne pas voir validées socialement ses perspectives de rentabilité et donc, voir affectée sa capacité de remboursement de la dette. En plus de la contrainte que cela entraîne sur le plan individuel pour l'investisseur, le manque de retour du capital investi peut mettre en péril la structure de dettes qui soutient l'ensemble des investissements.

Dans le cadre d'une économie financiarisée, cette instabilité est plus évidente. La croissance économique tirée par la formation de bulles spéculative s'avère soutenable dans la mesure où les agents partagent l'idée que les prix continueront leur tendance haussière, tout du moins sur le court terme. Mais lorsque la convention sociale sur les prix anticipés change, l'action des agents, basée sur avis collectif, conduit irrémédiablement à une chute effective des prix.

Pendant l'époque d'expansion, les dettes sont validées *ex-post* par la hausse des prix et cette nouvelle hausse soutient à son tour la création de nouvelles relations de dette. Mais l'investissement de plus en plus spéculatif dans le marché financier encourage la prise de positions plus risquées (Minsky, 1982) et augmente la possibilité d'un effet contagion sur l'ensemble des agents en cas de renversement des anticipations.

Baser la régulation financière sur l'hypothèse d'efficience des marchés entraîne que les agents disposent de toute l'information nécessaire pour mener des décisions rationnelles et donc, que l'autorégulation par chaque agent est le meilleur moyen d'assurer la stabilité globale. Cette conclusion cache, pourtant, un sophisme de composition, qui confonde la micro-rationalité et la macro-consistance des décisions économiques Ülgen, 2014a). Kindleberger (1989, p.243) l'expliquait ainsi : « *the fallacy of composition brings it about from time to time that individual actors all act rationally but in combination produce an irrational result, such as standing to get a better view as spectators of sport or, more dramatically, running for the exit in a theater fire* ».

Cette approche, dite *microprudentielle*, se trouve au cœur de la régulation depuis les années 1980 (Ülgen, 2011). Les accords de Bâle II, la nouvelle méthode « mark-to-market » de comptabilité internationale *(International Financial Reporting Standards, IFRS),* et même l'endurcissement des ratios d'endettement, de liquidité et de capital dans les récents accords de Bâle III, s'inspirent de cette vision micro-prudentielle, selon laquelle le risque du système peut être mesuré par la somme des risques individuels (Méaulle, 2011). En fait, dans le cas des grandes institutions pouvant offrir certaines garanties, les règles permettent que ces institutions réalisent elles-mêmes – voire à l'aide des agences de notation – les contrôles nécessaires sur leurs bilans.

L'abandon de l'hypothèse des marchés efficients en faveur des théories intégrant l'instabilité inhérente à la finance impose automatiquement une révision de ce type de régulation microprudentielle et son remplacement par des formes de surveillance systémiques ; du cadre dans lequel un agent peut être en même temps le régulateur et le régulé, il faut passer à un ordre où la responsabilité de réguler et surveiller est assumée par une autorité publique. L'autorégulation s'avère incapable de détecter et freiner la génération d'instabilités, car celles-ci sont le résultat de l'action de l'ensemble des agents pendant la phase d'expansion, moment où les bilans des agents peuvent montrer une faible exposition au risque.

Dans une phase expansive, les perspectives sur le prix et la liquidité des actifs s'améliorent et les agents sont encouragés à s'endetter davantage, ce qui alimente le cercle vertueux ; mais lorsque les perspectives se dégradent, le cercle vertueux devient vicieux et l'attitude conservatrice de chaque agent contribue à la dégradation et à la paralysie du marché financier. Par conséquent, le régulateur doit élaborer des instruments en partant de l'hypothèse selon laquelle de bons indicateurs de type micro-prudentiel peuvent cacher des dangers d'instabilité potentielle sur l'ensemble du système (Borio et Drehmann, 2009).

Ce risque est encore plus évident dans un milieu aussi oligopolistique et interconnecté que l'est le milieu financier, où certaines grandes institutions privées ont des externalités tellement importantes que leur état se répercute automatiquement sur l'ensemble du système. Ainsi, tandis que les autorités publiques peuvent laisser tomber quelques institutions ou agents sans provoquer un effondrement, les institutions considérées comme « systémiques » ont une importance centrale dans le système – par leur taille, leur réseau, leur type d'activité – et leur chute mettrait en danger le marché financier et, avec lui, la viabilité du système de paiements.

Face à l'approche micro-prudentielle, donc, la finance exige un contrôle macro-prudentiel. Celui-ci est défini par la Banque de Règlements Internationaux comme l'ensemble des politiques qui utilisent principalement des outils prudentiels en vue de limiter les risques financiers systémiques et les conséquences des dysfonctionnements du système financier sur l'économie réelle. Une politique macro-prudentielle est censée empêcher la formation et l'accumulation de déséquilibres financiers ; limiter la vitesse et l'ampleur des retournements soudains et leurs effets sur l'économie ; identifier les situations d'exposition des marchés aux risques généralisés, la concentration des risques, les interdépendances sources de contagion (BIS,2011 ; Ülgen, 2011).

Contrairement à la nature micro-prudentielle de la régulation en vigueur jusqu'à nos jours, la mise en œuvre d'une surveillance macro-prudentiel nécessite une autorité avec une perspective macroéconomique-systémique. Elle doit, par conséquent, jouer un double rôle antagonique (Minsky, 1982, p. 151-152) : le stabilisateur doit restreindre les conditions définissant l'ordre financier, tandis qu'en cas de crise financière, cette politique doit être abandonnée au profit du rôle de préteur en dernier ressort (*LoLR*). Cependant, tout en admettant cet antagonisme, ces deux rôles sont aussi complémentaires : « *Maintaining orderly conditions in a key asset market is an extension of the lender-of-last resort functions in that it*

is a preventive lender of last resort. "If we allow the now disorderly conditions to persist, we will in fact have to be a lender of last resort" is the underlying rationalization behind such action » (*ibid.*, p. 152). Cette nécessité de mesures opposées selon que l'on est en époque d'expansion ou de récession commence à être intégrée dans l'élaboration des récents cadres de régulation de type macro-prudentiel. Tel est le cas de l'introduction, dans la réglementation de Bâle III, du tampon de réserve de capital que les banques sont obligées de stocker pendant les phases expansives, afin de pouvoir l'utiliser en période de crise.

Les timides pas de Bâle III, et même les discussions ouvertes pour avancer vers de futures régulations plus performantes (BIS, 2012) sont, certes, des avancées positives vers la prise en compte du caractère endogène des crises financières et vers le développement de mécanismes qui minimisent sa pro-cyclicité.

Néanmoins, il reste à savoir si cette régulation doit réagir à la dynamique transnationale de la finance et avancer dans la création d'instruments de contrôle supranationaux ou si, au contraire, le domaine de la régulation doit rester sur le plan national. Cela est un sujet de discussions fréquentes, plus dans le contexte actuel, où l'ensemble des pays ont conservé de faibles barrières aux mouvements de capitaux.

§2. Régulation financière nationale ou création d'entités supra- ou inter-nationales ?

La littérature économique n'offre pas une réponse claire et consensuelle par rapport à cette double possibilité. D'un côté, il y a des positions comme celle de Eichengreen (1999), appelant à la création d'une grande institution de surveillance internationale. Eichengreen argumente que, de façon similaire à l'Organisation Internationale du Travail (OIT), l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) ainsi que les multiples agences internationales concernant des aspects particuliers de l'économie, il semble pertinent de développer une agence qui homogénéise les règles internationales et qui ait la capacité de pénaliser des actions des pays membres. L'instauration de normes internationales acquiert une importance significative dans un secteur comme la finance, où les agents ont une grande capacité à arbitrer entre systèmes ayant des régulations plus ou moins avantageuses. Une régulation sur le plan international éviterait, ou tout au moins soulagerait, les chantages auxquels les institutions et agents privés soumettent les autorités publiques, menacées par l'existence de régulations étrangères plus laxistes, voire de marchés *offshore* (Reinhart et Rogoff, 2008).

Face à cette possibilité, Goodhart (2009) cite indirectement deux aspects qui démontrent

l'importance de maintenir le niveau national au moment de penser et d'appliquer les instruments de régulation. D'abord, l'existence de cycles de crédit et de variation du prix des actifs qui diffèrent selon le pays empêcherait d'appliquer une même règle à un ensemble de pays. Cet aspect n'est pas négligeable : dans le cas de l'Eurozone on avait remarqué l'existence de rythmes différents dans la hausse de la relation entre le crédit des institutions bancaires et le PIB de chaque pays : la forte expansion du bilan des banques périphériques était très éloignée de l'évolution plus stable d'autres pays de la région, et notamment du centre. Toutefois, par rapport à cet aspect, nous tenons à souligner un point que nous avons déjà démontré dans notre recherche : en dépit des décalages de rythmes de la hausse de leurs actifs, les banques du centre ont joué un rôle fondamental dans la formation des bulles spéculatives au sein des systèmes financiers périphériques. En fait, cela mena à la création d'un réseau d'interdépendance entre entités financières, qu'il n'aurait été possible de détecter qu'avec des mécanismes approfondis de surveillance macroprudentielle dans la région.

La seconde raison, reprise par Goodhart (dans Brunnermeier et al. 2009), réside dans les pratiques de sauvetage des groupes bancaires transfrontaliers *« international in life, but national in death »* : à l'époque de crise, les fonctions du prêteur en dernier ressort retombent normalement sur les États nationaux. Ces politiques nationales de sauvetage concernent l'ensemble du système financier, y compris des banques subsidiaires de groupes étrangers. Donc, il ne serait pas compréhensible que la régulation de ces groupes subsidiaires soit gérée par une entité supranationale, tandis que le sauvetage demeure sur le plan national. Cela nous renvoie à la relation étroite entre les tâches du préteur en dernier ressort et celles du stabilisateur, expliquée par Minsky (1982, p. 152) : la mise en place de règles contraignantes fonctionne comme méthode de prévention des crises, mais en cas de crise, le *LoLR* doit l'emporter et enlever les forces contraignantes. Dans le même sens, Goodhart explique que les deux fonctions doivent rester au même niveau. Si, pour l'instant, les programmes de sauvetage restent sur le plan budgétaire national, la régulation ne devrait pas se faire sur un plan supranational. Cela dit, cette conclusion préliminaire changerait dans la mesure où apparaissent des instruments de solidarité entre pays pour coordonner le financement de mécanismes de sauvetage communs. Dans ce cas seulement, on pourrait avancer vers la création légitime de règles communes pour orienter le marché financier, et conditionner l'accès aux programmes de sauvetage au respect préalable des règles collectives, dans la ligne des recommandations de Sachs (1995), Calomiris (1998) ou Eichengreen (1999, 2009).

§3. De la surveillance macro-prudentielle à une régulation stratégique internationale

Pour l'instant, nous avons fourni des éléments qui aideraient à adapter la régulation financière aux défis que les dynamiques de ce marché lancent à la stabilité systémique. Les mécanismes à mettre en place permettraient de freiner les tendances considérées déstabilisatrices et d'encourager la prise de positions de dette quand le marché montre des symptômes de ralentissement. Or, le système financier ayant un rôle fondamental pour l'économie, l'agent régulateur ne doit pas se limiter à appliquer son contrôle macroprudentiel sur un marché financier libéralisé selon l'ancien directeur de la Réserve Fédérale, McChesney Martin – et à mesurer le risque associé aux nouveaux produits qui apparaissent périodiquement. Que ce soit au niveau national ou international, le rôle du régulateur doit être de définir clairement un cadre d'action limité que les institutions devront respecter afin d'orienter l'économie vers des objectifs socialement désirés.

De nos jours, le rythme intense d'innovations par les institutions financières privées oblige les agents régulateurs à réagir à chaque fois et à essayer de mesurer l'impact des nouveaux et complexes instruments sur le système financier et, finalement, sur l'ensemble de l'économie. Cela provoque irrémédiablement un décalage entre les nouveaux instruments financiers et l'apparition de règles spécifiques. Lordon (2009) compare cette réalité avec celle du général Gamelin, qui craignait que les institutions régulatrices soient « toujours prêtes pour la crise précédente mais jamais pour la suivante ». Éviter le retard dans la formulation de règles efficientes passe, d'abord, par la démystification du rôle de l'innovation financière dans l'économie capitaliste. Comme le remarquait Schumpeter (voir par exemple, Schumpeter, 1934, p. 106), et comme le rappelle à plusieurs reprises Minsky, les activités innovatrices des banques – et des institutions financières en général – peuvent éloigner ces institutions de leur rôle essentiel et mener à une finance irresponsable *(a reckless banking)*. Dans ce sens, Schumpeter ne mettait pas sur le même niveau les innovations sur le plan financier, sans aucune utilité pour le développement économique – et les innovations dans les autres secteurs économiques, variables centrales du processus de « création destructrice » (Schumpeter, 1934 ; Leaders et Raines, 2004 ; Ülgen, 2014c).

La démystification des nouveaux instruments doit être prise comme un pas préalable et nécessaire avant la profonde remise en question du complexe système financier et de son sens dans l'économie contemporaine. Selon les termes mêmes de Lordon (*ibid.*), il s'agit moins de

« réfléchir à des aménagements « à l'intérieur du cadre » qu'à la remise en question du « cadre » lui-même ».[153] L'objectif de cette réorganisation du « cadre », c'est-à-dire de l'ensemble du système financier, serait, principalement, d'isoler l'activité essentielle des banques – la réalisation de paiements, l'octroi de crédits pour l'activité productive et l'épargne – des activités financières de type spéculatif. Par ailleurs, la régulation préalable des instruments financiers ainsi que leur isolement dans des institutions financières non bancaires – incapables de créer des dépôts de façon endogène – est une condition *sine qua non* pour garantir une stabilité dans laquelle maintenir des niveaux constants et élevés d'investissement dans des projets socialement identifiés comme utiles. Dans cette optique, Minsky (1984, p. 10) explique l'importance de la *socialisation de l'investissement* et sa relation étroite avec l'instabilité inhérente à la finance : « *The deeper significance of the socialization of investment is not that industry or a sector of industry is nationalized but there is social control over the aggregate of profits available for business. These profits will not collapse when private investment collapses nor explode when private investment expands* ».

Afin de réfléchir à une possible régulation efficiente dans l'objectif de reconduire l'économie internationale vers des niveaux de croissance plus élevés et soutenables, il faut d'abord assumer l'instabilité endogène du capital financier, et donc accepter la nécessité d'une autorité publique centrale, qui minimise les risques systémiques et dirige la finance de chaque pays vers les objectifs collectivement identifiés. Les aspects que nous venons de citer dans les pages précédentes ne sont que des lignes directrices qui pourraient contribuer à avancer dans cette direction. Toutefois, au-delà de l'aspect strictement financier, il existe, sur le plan international, un désordre monétaire qui doit être abordé et corrigé sans délai. Les prochaines pages serviront à présenter des réformes de type structurel de l'architecture monétaire internationale qui répondent, à notre avis, aux grands défis présentés dans cette recherche. Cependant, bien que le diagnostic de ces défis ait une dimension internationale, le domaine dans lequel nous envisageons les réformes est non seulement international mais aussi national. Puisqu'il s'agit de réformes de type structurel, elles auront aussi une portée directe sur la façon d'organiser et de limiter les opérations financières entre les pays et à l'intérieur de chaque pays.

153 Les guillemets figurent dans la citation originale.

b. Des remèdes « symptomatiques » sur le plan monétaire

Dans notre premier chapitre, avant de présenter notre cadre théorique, nous avons énuméré un ensemble de mesures de coopération souvent repérées dans la littérature économique et les débats politiques censés minimiser les risques de crise au sein du SMI : la gestion des réserves monétaires passées, la coordination des politiques économiques des pays afin de réduire les déséquilibres du compte courant, l'extension des swaps bilatéraux entre Banques Centrales, ou même la mise en place de nouvelles monnaies-clé qui diversifieraient le risque.

Toutes ces mesures sont très similaires aux efforts de coordination que nous avions vus pour les années cinquante, soixante et soixante-dix, lors de l'éclatement du régime des taux fixes[154]. Ce sont, dans tous les cas, des politiques qui visent à assurer la continuité de l'expansion économique internationale en respectant l'architecture monétaire mais tout en échappant à l'instabilité inhérente à celle-ci. Dans ce sens-là, et en ce qui concerne les années cinquante à soixante-dix, nous avons mis à jour progressivement dans notre recherche quelques politiques unilatérales ou multilatérales qui mettent en évidence l'effort actif des pays pour coopérer et faire face aux défaillances de la structure monétaire (Grubel, 1970). Pour ce qui est des mesures unilatérales – mais qui nécessitaient quand même l'accord des partenaires – on trouve, entre autres, la mise en place des bons Roosa et les swaps de dollars par d'autres monnaies dans les années soixante, comme moyens pour calmer les demandes de convertibilité (Makin, 1971). Par rapport aux mesures multilatérales, les exemples les plus clairs sont ceux du pool de l'or, et notamment les Droits de Tirage Spéciaux (DTS). Sans vouloir nous lancer dans une analyse détaillée[155], rappelons que ces mesures étaient destinées à garantir une liquidité stable par tous les moyens sans mettre en cause la raison structurelle qui dérivait de l'organisation monétaire. Le cas des DTS est paradigmatique et illustre de façon évidente ce comportement : par l'émission des droits, le FMI distribuait des promesses d'accès à une quantité de monnaies nationales ; cette promesse, qui devait être acceptée par les pays membres, était censée satisfaire la demande de liquidité des agents sans mettre en danger les promesses de convertibilité entre monnaies à taux fixe faites par les États, dont notamment les États-Unis. La logique finale des DTS est donc de créer des instruments dérivés des monnaies nationales afin de n'avoir à réaliser aucun transfert monétaire.

154 Toutefois, nous pouvons les trouver également dans les politiques internationales consensuelles des années quatre-vingts et quatre-vingt-dix (voir les accords du Plaza et du Louvre, respectivement en 1985 et 1987).

155 Voir le deuxième chapitre pour une étude plus approfondie.

Ainsi, finalement, la forme sous laquelle coopèrent les États nous montre que le SMI, basé sur l'utilisation de monnaies clés, ne peut pas se débarrasser du paradoxe qui l'accompagne de façon inhérente et que nous avons déjà observé pour le cas des années soixante. Dans le sens des conclusions avancées par Triffin, nous avons déjà montré – sur le plan théorique dans le premier chapitre et sur le plan historique dans le deuxième – que c'est la réussite du système monétaire lui-même, qui permet l'expansion de l'économie internationale par le biais de l'utilisation de monnaies nationales, mais qui, en même temps, rend plus vulnérable la stabilité de l'étalon monnaie clé. Le paradoxe réside dans le fait que la façon d'assurer la stabilité de l'étalon dans le système de monnaie clé soit de dissuader, de limiter, voire d'empêcher son échange libre dans le marché monétaire, alors que cet échange est, au moins théoriquement, l'un des éléments centraux du système.

Dans ce sens, une possible action multilatérale publique pour mettre des autres monnaies nationales au niveau de la grande monnaie-clé internationale – le dollar – et réduire ainsi les tensions qui menacent le SMI ne paraît une solution ni réaliste ni efficace. Elle n'est pas réaliste car l'acceptation des monnaies nationales comme étalon international n'est pas le résultat d'un effort politique consensuel mais de relations profondes de pouvoir et de dépendance ancrés dans les relations politiques, économiques, militaires... Même après Bretton Woods, lorsque l'asymétrie privilégiant le dollar resta écrite « noir sur blanc » sur les accords, les États-Unis soutenaient le rôle central de leur monnaie au sein du SMI au moyen de leur suprématie internationale.

Au-delà des possibilités réelles de la mise en place d'une utilisation plus équilibrée de monnaies nationales, cela ne pourra pas être une solution définitive contre les instabilités ici présentées. Les tensions ont leur origine dans l'utilisation de monnaies sur le plan international, et non pas dans le nombre de monnaies-clé qui circulent entre les pays. Certes, les formes sous lesquelles l'asymétrie se rend visible changeront en fonction de la participation des monnaies dans l'économie internationale, mais les tensions décrites demeurent dans tous les cas.

Cela ne veut pas dire que la coordination entre pays ne mène pas à des résultats positifs. Les grandes lignes de réforme que nous venons de citer et que les pays peuvent suivre dans les prochaines années, auront des conséquences positives évidentes non seulement sur la stabilité générale mais aussi sur les indices de croissance et sur la répartition de la charge des

ajustements à faire entre les politiques des pays. Par ailleurs, les grandes réformes financières, indiquées dans le point précédent, vont aider à mieux contrôler les contradictions macroéconomiques, y compris les déséquilibres extérieurs, ainsi qu'à lancer des stratégies de croissance plus soutenable dans le long terme. Cependant, si le SMI continue à être basé sur l'utilisation internationale de monnaies émises dans la sphère nationale, on trouvera toujours, et en dépit des réformes partielles sur le plan monétaire et financier, la contradiction interne entre l'expansion de l'économie capitaliste et la gestion stable de la liquidité internationale.

En raison de cette nécessité constante d'agir contre ces contradictions, nous pourrions argumenter, comme Friedman (1953), que la meilleure possibilité est de laisser flotter les taux de change.[156] Cependant, comme pour la proposition de diversifier les sources de liquidité nous ne trouvons cette solution ni réaliste ni efficace. Plusieurs aspects nous mènent à cette conclusion. En premier lieu, cette lecture se base sur l'hypothèse des marchés efficients ; la monnaie, mise au même niveau des biens échangés dans une économie, aurait un prix d'équilibre fixé par le marché. Face à la faible capacité explicative de cette approche, nous avons privilégié les approches qui rejettent la notion d'équilibre et dont le point de départ est le constat de la formation inhérente d'instabilités au sein de l'économie. À partir de cette hypothèse, et compte tenu des dynamiques spéculatives dans l'économie internationale, accentuées par la libéralisation financière, nous mettons en question l'affirmation qu'une flottabilité des taux de change assurera un cadre plus stable.

Par ailleurs, toujours selon notre approche théorique, la monnaie ne peut pas être présentée comme une marchandise quelconque dans une économie de change, mais comme une institution centrale d'une économie nationale. Altérer le taux de change entraîne d'altérer également la relation d'un pays avec les autres. Si l'on prend les pays non pas comme des unités de production et consommation isolées qui se rencontrent pour l'échange, mais comme des économies insérées dans une logique d'accumulation décentralisée et avec de complexes réseaux commerciaux et financiers, on peut arriver à comprendre les enjeux et les dangers des changements violents des taux de change. Les pays non émetteurs de monnaie-clé connaissent ces enjeux et, en dépit d'avoir la possibilité de laisser flotter leur monnaie, préfèrent – comme cela a été indiqué dans le chapitre 3 – d'avoir *de facto* une relative stabilité de son taux de change par rapport à une monnaie de référence.

156 Dans le premier chapitre nous avons déjà cité la position émergeant dans les années soixante et soixante-dix demandant des taux de change complètement flexibles. Or nous n'avions pas encore les outils théoriques pour étudier les potentiels et les limites de cette approche.

En opposition aux systèmes basés sur la coordination ou sous la libre flottation des taux de change – les deux alternatives restant purement symptomatiques dans le sens de Rueff –, nous proposons une réforme de type structurel. A partir des considérations exposées dans notre approche théorique, les prochaines pages auront pour but de présenter un modèle d'organisation des relations monétaires qui tende vers la pleine et stable utilisation des ressources dans chaque pays, et dans lequel il existe des mécanismes pour réaliser des processus d'ajustement des balances extérieures non traumatiques, mais symétriques et coordonnés.

c. Vers un ordre monétaire international

Le cadre théorique qui nous a servi de point de départ avance quelques pistes sur l'organisation monétaire que nous considérons souhaitable pour l'économie internationale. Après avoir identifié les principaux traits de la monnaie bancaire dans l'économie capitaliste contemporaine, nous avons déjà identifié, et évoqué à plusieurs reprises, ce que nous considérons comme la source originale d'une part importante des désordres qui se manifestent à l'heure actuelle. Le fait d'avoir désigné cette source des désordres a permis de montrer, de façon plus ou moins explicite, ce que nous considérons comme une structure monétaire idéale. De plus, dans notre interprétation de la problématique réalité monétaire des années quarante ainsi que des négociations, la présentation de la proposition de Keynes nous a amené à constater qu'il s'agit d'un plan qui respecte en grande partie les critères identitaires du système monétaire que nous considérons comme idéal.

Pour toutes ces raisons, après le développement pas à pas de l'ensemble de notre recherche, les grands traits de notre analyse normative sur les réformes à mettre en place restent assez prévisibles. Il ne s'agit donc pas du tout d'une proposition originale ou sans précédents. Au contraire, nous avouons que notre référence de base est la proposition faite par Keynes. L'intérêt de ce choix est double : d'abord, comme nous venons de le rappeler, le plan Keynes semble converger avec les principes d'ordre monétaire exposés dans notre inventaire ; ensuite, il est également la référence de multiples travaux passés et présents sur la réforme du SMI.

L'intérêt n'est pas de passer en revue tous les détails du plan mais d'enquêter sur sa capacité à faire face aux défis contemporains, là où le système des monnaies clé s'est révélé incompétent. Dans ce sens, il faut rappeler que la proposition de Keynes date des années quarante et que la réalité économique à cette époque avait peu à voir avec celle d'aujourd'hui.

Nous confronterons cette évaluation du plan avec des critiques qui lui ont été faites et nous essayerons de développer certains points qui n'avaient pas été très détaillés par l'économiste britannique. Pour cela, notre analyse commencera avec le rappel des aspects les plus revendiqués du plan et passera ensuite à des questions plus complexes. Cela nous obligera parfois à approfondir des aspects techniques et à estimer l'importance qu'ils ont à l'heure de faire face aux défis de l'économie contemporaine.

§1. Une monnaie supranationale pour des paiements internationaux

L'élément central du plan Keynes est la chambre de compensation (ou bien *International Clearing Union* ou *ICU*) : une institution supranationale qui permet le multilatéralisme des règlements internationaux en une unité de compte émise par l'*ICU* elle-même, et que nous appellerons nous aussi le *bancor*. Mis à part la possibilité de mettre en place un mécanisme de rééquilibrage – dont nous parlerons plus tard et qui est sans doute l'avantage le plus cité –, il nous semble fondamental de souligner le fait que la monnaie, et l'institution qui l'émet, soient supranationales ; contrairement aux opérations en dollars ou en euros, l'utilisation des bancors permet la réalisation d'un vrai paiement monétaire sur le plan international. L'*ICU*, en tant qu'émetteur de la monnaie supranationale, agit comme intermédiaire nécessaire pour le règlement entre deux agents. L'instrument de dette émis par l'*ICU* – dans notre cas, le bancor – apparaît comme un actif et un passif simultanés liés à chaque opération économique. Cependant, l'accès à cette unité de compte est limité aux États, les agents résidant dans chaque État devant opérer avec les monnaies nationales.

La création de cette chambre de compensation entraîne des conséquences directes sur les relations extérieures des pays. Dans le système contemporain, le plein accès à l'économie mondiale, pour un pays non émetteur de monnaie clé, dépend des ressources obtenues par le biais d'une opération commerciale ou financière précédente. Par ailleurs, à l'heure actuelle, les opérations avec l'extérieur ne sont pas réalisées par une institution centrale mais par chaque agent et sa banque commerciale, en relation directe avec des agents non-résidents et indépendamment de la situation financière du pays.

Dans un ordre basé sur une chambre de compensation, le pays (et ses agents) n'a pas besoin d'acheter de la monnaie internationale pour réaliser des importations ; le bancor apparaît comme « actif-passif » pour servir de véhicule à chaque opération économique et conduire, finalement, à une variation – d'un montant équivalent mais de signe opposé – dans le bilan de

chaque pays avec l'*ICU*. Le solde que chaque pays peut cumuler ne dépend pas des conditions instables du marché financier ; puisque chaque opération provoque une simple écriture comptable dans le bilan de la chambre de compensation, le solde maximal – positif ou négatif – pourra être déterminé par les pays membres, préalablement et en fonction de critères macroéconomiques (production brute, balance commerciale des dernières années), voire de critères différents (sociaux, environnementaux...). En tout cas, le solde final sera net et unique vis-à-vis de l'*ICU,* comme c'est le cas entre chaque agent d'un pays et sa banque commerciale. Ce fonctionnement peut être illustré grâce à la représentation, dans le tableau 5.6, de la relation commerciale entre des agents de quatre pays (pays A, B, C et D). Les nombreuses opérations sont synthétisées finalement en un seul solde final pour chaque pays. L'organisation des relations monétaires par le biais de cette unité de compte permet aux pays membres de planifier les objectifs commerciaux collectifs dans un cadre de stabilité. Dans ce sens, il est possible de fixer des règles pour encourager systématiquement le rééquilibrage symétrique des balances cumulées, afin que la responsabilité de cet ajustement retombe aussi bien sur les pays débiteurs que sur les créanciers (Keynes, 1943 ; Schumacher, 1943).

<u>Tableau 5.6</u> : Fonctionnement multilatéral des paiements entre pays. Commerce entre quatre pays (A, B, C et D) et solde final pour chacun

Importateur / Exportateur	A	B	C	D	
A	Ø	20	10	0	30
B	10	Ø	10	40	60
C	30	20	Ø	10	60
D	20	10	0	Ø	30
	60	50	20	50	

Actif	ICU		Passif
30	Pays A	Pays B	10
20	Pays C	Pays C	40

Pourtant, la possibilité de refléter les opérations extérieures de chaque pays en une unité supranationale demande une détermination préalable de la relation entre la monnaie internationale – le bancor – et chaque monnaie nationale. Davidson (1992, 2003a, 2003b) reprend le témoin légué par Keynes et demande, au nom de la stabilité, des taux de change fixes mais révisables périodiquement. Cependant, le terme de taux de change fixes, peut nous renvoyer au régime de changes décidé à Bretton Woods, alors que la création d'une monnaie

internationale entraîne un autre type de relation entre monnaies. C'est dans ce sens que Bernard Schmitt préfère les appeler des taux de change « absolus » (Schmitt, 1975, 1987). Dans un système de monnaies clé, les taux de change « fixes » expriment le prix auquel les monnaies nationales sont échangées, comme si elles étaient des actifs nets. Ces prix peuvent varier – s'il n'y a pas d'intervention publique qui l'empêche – selon les variations de l'offre et de la demande relatives. Les monnaies, donc, sont soumises à des mouvements de spéculation. Par contre, les taux de change absolus ne sont pas des prix relatifs, ni entre les monnaies nationales ni entre chaque monnaie nationale et le bancor. Le taux absolu détermine une « correspondance » entre la monnaie internationale – une simple unité de compte non physique, inhérente au circuit bancaire – et les monnaies nationales, et donc, indirectement, entre la monnaie internationale et les produits nationaux. Écartée des marchés financiers, la monnaie n'est pas, par conséquent, objet de spéculation.

§2. Banque Centrale Supranationale ou simple intermédiaire ?

Finalement, ce degré d'homogénéisation autour de la monnaie supranationale fait fortement penser au fonctionnement des systèmes bancaires nationaux : il existe un intermédiaire – dont le rôle, sur le plan international, est joué par l'*ICU* –, qui émet au pays importateur de marchandises un actif en bancors en même temps qu'il le débite du même montant. L'intérêt est que le pays importateur paie le pays exportateur et se libère de la dette bilatérale qui existait avant le paiement. Il s'agit donc de la même logique que celle existant dans l'intermédiation d'une banque commerciale pour le paiement entre deux agents ou, plus haut dans la pyramide, dans l'intermédiation d'une Banque Centrale pour le paiement entre des banques commerciales.

À partir de cette logique, on pourrait dire que l'*ICU* proposé par Keynes serait, en réalité, une sorte de Banque Centrale Supranationale. D'après Schmitt (1987, p. 196), à partir de la proposition de Keynes, « il s'ensuit que dans la zone monétaire coiffée par la Banque supranationale, une seule monnaie, unifiée, aurait cours, les monnaies bancaires n'étant que les dénominations *régionales ou locales*[157] de la nouvelle monnaie centrale émise par l'instance supranationale ». Soucieux de garantir aux pays leur souveraineté sur la circulation monétaire interne, Keynes proposait un plan « dont la logique interne conduit inéluctablement » à la soumission des monnaies nationales à la Banque Supranationale

157 En italique dans le texte original.

(Schmitt, *ibid.*).

Afin d'éviter ce problème et de continuer à limiter la monnaie supranationale à son rôle de véhicule des monnaies nationales et de moyen de paiements homogénéisateur des produits nationaux, il faudrait mettre en place les mécanismes nécessaires pour que l'existence de la nouvelle monnaie n'affecte pas les circuits nationaux. Rossi (2009) indique à ce sujet que « *[T]he international payment machinery required to this end has therefore to work in such a way that within countries all payments are finalized in local currencies, while between currency areas all payments are finalized through the emission of international money as a vehicle of those real goods, services, or financial assets that move beyond a monetary space's border* ».

Pour cela, les théoriciens du circuit soulignent la nécessité de diviser l'organisme national chargé de la relation avec l'*ICU* – dans notre cas, cet organisme est la BCE[158] –, en deux départements : un département intérieur et un département extérieur. Le premier centralise les opérations des importateurs et des exportateurs nationaux ; le second note en monnaie internationale les mouvements du solde vis-à-vis du mécanisme de compensation ainsi que vis-à-vis du département intérieur. Toujours chez Schmitt (1987) « […] les paiements extérieurs et les paiements intérieurs appartiennent à des circuits rigoureusement disjoints – ne comportant aucune intersection – condition *sine qua non* de la coexistence pacifique des monnaies nationales et de la monnaie internationale ».

Dans un pays ayant des comptes extérieurs équilibrés – volume des achats égal au volume des ventes – le solde auprès de l'*ICU* sera nul : tout achat à l'extérieur aura été financé par une vente équivalente de produits ou de titres financiers. En ce qui concerne les paiements réalisés par ou aux agents résidents, l'organisation existante donne lieu à un flux-reflux par le biais duquel les paiements en monnaie nationale, réalisés par les banques commerciales des importateurs, sont transférés aux banques commerciales des agents exportateurs. Le système fonctionne, grâce au département intérieur de la Banque Centrale du pays, comme si les importateurs payaient directement pour l'achat des exportations ; la relation entre monnaie et

158 Afin d'assurer la séparation stricte des circuits national et international, Schmitt (1984, 1987) défendait l'utilisation du Trésor Public, avec un département intérieur et un autre extérieur, plutôt que la Banque Centrale. Dans son plan pour la France, par exemple, l'émission de bons par cette institution était centrale pour garantir l'isolement du circuit monétaire français par rapport au désordre existant sur le plan international. En ce qui concerne la réforme sur le plan international, sa proposition de mettre en charge au Trésor a été remplacée par un plan où c'est la Banque Centrale qui est divisée en deux départements. À notre avis, les résultats à partir des deux propositions sont similaires.

produit national est ainsi respectée dans cette organisation monétaire internationale hypothétique où le circuit national et le circuit extérieur restent séparés.

Néanmoins, une situation différente peut arriver si, dans un pays A, un achat d'un produit extérieur par un résident ne s'accompagne pas d'une vente équivalente. Dans ce cas, la Banque Centrale aura enlevé un dépôt au résident importateur, mais la quantité de produit national demeurera la même. Cela perturbe automatiquement la relation stable entre monnaie et produit, car les revenus restants seront confrontés à la même production nationale qu'en cas d'équilibre. Parallèlement, dans le pays exportateur net, les dépôts constants en monnaie nationale auront un pouvoir d'achat plus faible, étant donné la consommation, par un agent extérieur, d'une partie de la production nationale. Dans la chambre de compensation on trouvera un solde positif pour l'exportateur net.

Cherchant à corriger temporairement cette discordance dans les circuits intérieurs ainsi que la situation de déséquilibre dans l'*ICU*, certains travaux (Rossi, 2009 ; Cencini, 2010) proposent que la compensation soit faite temporairement par l'achat unilatéral de titres financiers par les pays créanciers nets. Dans ce scénario, l'acheteur du titre dans le pays créancier net demande à sa banque de payer la Banque Centrale pour le titre étranger acheté, laquelle en profitera pour payer l'exportateur du pays créancier. Le circuit étant respecté, la relation entre monnaie et produit demeure constante. Symétriquement, dans le pays débiteur, le vendeur du titre obtient un dépôt en monnaie nationale transféré par l'importateur. Au cas où le pays exportateur net refuse d'acheter un titre émis dans le pays importateur, le rééquilibrage des soldes vis-à-vis de l'*ICU* pourrait être réalisé par l'intermédiaire de cette institution, qui pourrait acheter un titre au débiteur et vendre l'un des siens au créancier.

<u>Tableau 5.7</u> : Système de compensation automatique entre pays

		ICU				
1	Exportation de biens de B à A	+100 bancors	Pays A		Pays B	+100 bancors
1'	Vente de titres financiers de A à B	+100 bancors	Pays B		Pays A	+100 bancors
		Ø				Ø

§3. Que faire avec les flux financiers ?

Dans sa présentation, Rossi (2009) précise que le mécanisme de rééquilibrage par la vente de titres ne serait qu'une solution temporaire, un pont entre le présent et une future vente de marchandises ou de services, qui annulerait définitivement le solde négatif du pays déficitaire : «[O]f course, these securities, while they provide the means to finance the US net imports of real goods, services, and/or financial assets, are in no way the ultimate export of a net importing country. Any foreign trade, deficit can indeed only be paid eventually by a net export of goods or services, compensating over time a country's current account deficit with the same country's trade surplus. The sale of securities, however, provides a bridge between the present and the future[...] ».

Mais qu'arrive-t-il si la plupart des opérations internationales sont strictement financières – celles que nous avons appelées les Opérations Financières Internationales (OFI) ? La plupart des travaux qui présentent leurs propositions à partir du plan Keynes – dont celui de Rossi – continuent à considérer l'économie internationale comme un espace d'échanges commerciaux internationaux, alors que, comme nous l'avons montré dans cette recherche, l'économie s'est financiarisée et les opérations de ce type se sont multipliées, tant au niveau national qu'international, au cours du demi-siècle dernier.

Le plan proposé jusqu'à maintenant offre des réponses intéressantes à certains des défis posés: la question de l'asymétrie des monnaies nationales, les déséquilibres nets entre pays... Cependant, dans une partie précédente de notre recherche, nous avons conclu que, même avec des balances courantes équilibrées – et surtout avec l'essor des flux financiers –, il est possible d'assister au développement d'importants phénomènes d'instabilité monétaire internationale.

Imaginons un cas simple où un pays A importe des marchandises et des services jusqu'à un montant de 100 millions et vende des titres financiers à des non résidents pour le même montant. Bien sûr, dans le nouveau système proposé ci-dessus, il n'y aurait – tout au moins du point de vue théorique – pas de tensions sur les taux de change. Et cela parce qu'il n'y aurait pas de marché de change où le prix relatif serait fixé. Avec une telle organisation, donc, les circuits monétaires nationaux et le circuit international continueraient à être « disjoints », selon le terme repris de l'ouvrage de Schmitt. Par ailleurs, l'achat de marchandises et de services extérieurs étant équivalents aux ventes de titres à l'étranger, le solde de ce pays vis-à-vis de l'*ICU* serait nul. Ainsi donc, pourquoi s'inquiéter des effets de ces flux si le nouveau

système semble pouvoir les gérer dans un cadre de stabilité des taux de change ?

Supposons d'abord que tous ces titres « exportés » par le pays A sont des titres de dette privée : c'est à dire qu'en échange de ses exportations de biens et services, le reste du monde (RM) acquiert la possibilité future d'avoir accès, pour chaque titre, à une quantité de monnaie émise par A. Cela signifie que, au niveau des relations entre les pays, RM ne se fait pas payer par A ; il reçoit une *promesse d'une autre promesse de paiement*. D'abord, la possibilité de convertir le titre de dette en monnaie A dépend de la solvabilité de l'agent émetteur ou des conditions fixées dans le marché secondaire. De plus, même au moment où l'agent de RM obtient un dépôt en monnaie A, cela ne pourra pas être interprété comme un paiement monétaire pour RM[159], mais comme une promesse de paiement de la part de A. Ce schéma de relations – où les promesses se réalisent sur des promesses de paiement préalables – ressemble dangereusement au *non-système* actuel.

Mis à part cette incohérence de type théorique, la multiplication des opérations financières peut provoquer, dans le système présenté ici, des dynamiques d'accumulation intrinsèquement instables, comme cela a aussi été le cas dans le système monétaire actuel. En fait, le cas récent le plus évident de tensions financières est celui de l'Eurozone : il n'y a pas de taux de change et il existe un mécanisme qui permet de canaliser et de compenser tous les flux entre les agents économiques des pays membres, mais cela n'a pas empêché que la financiarisation acquiert une dimension continentale.

Toute proportion gardée avec l'architecture unifiée de l'Eurozone, l'organisation monétaire mondiale autour de l'*ICU*, basée sur la séparation stricte des zones monétaires nationales, n'assurerait pas, elle non plus, la capacité de freiner les énormes vagues spéculatives internationales. Si l'on reprend le cas précédent – celui du pays A et du reste du monde (RM) – l'achat massif de titres financiers de A par RM peut être symptomatique du développement d'une bulle spéculative dans le marché financier de A, où les expectatives positives sur l'évolution à court terme du prix de certains titres renforcent la demande, nationale et internationale, de ceux-ci.

D'un autre côté, la potentielle explosion d'une bulle spéculative ou, plus généralement, le renversement des perspectives optimistes sur le marché financier national, peut faire plonger

159 Pour comprendre ce point, il faut revenir à la différence faite auparavant entre l'opération entre les agents, et la relation entre le pays A et RM. Au niveau des agents, il existe un paiement de l'agent de A à l'agent de RM, car il y a un transfert d'un dépôt en monnaie A. Mais en ce qui concerne la relation entre les deux pays, il n'y a pas de paiement, car « nul ne paie avec sa propre dette »(Schmitt, 1977, p.24).

le prix des titres et grimper les taux d'intérêt. Mais si on ajoute à cela, dans le cadre du SMI proposé, la volonté des agents privés de « sortir » leurs capitaux, cela pourrait mener à l'effondrement de la chambre de compensation, voire à l'émergence de pratiques illégales d'échanges de monnaies nationales, avec la subséquente apparition de taux de change relatifs, parallèlement aux taux absolus officiels.

Ainsi, pour l'instant, notre alternative monétaire ne semble pas pouvoir assurer l'objectif de développer un cadre de relations monétaires permettant une accumulation du capital plus stable. Cependant, face au défi posé par la financiarisation, la création d'un organisme centralisateur entraîne la mise à disposition pour les pays d'avantages de type technique, impossibles dans le système des monnaies clé, et qui se révèlent très utiles. Un premier avantage réside dans la simplification de la tâche de comptabilité des opérations internationales : toute opération commerciale, productive, spéculative etc. entre deux ou plusieurs pays est immédiatement enregistrée dans les comptes de l'institution de compensation. Se résumant à de simples écritures comptables dans un bilan central, cette tâche ne nécessite pas une bureaucratie très lourde et permet de réaliser un suivi instantané des grands flux entre pays. Ensuite, contrairement à la balance de paiements, où les opérations financières laissent automatiquement des variations nettes nulles du solde courant, au sein de l'*ICU* chaque opération d'un agent avec l'extérieur laisse un solde net qui fait varier la position créditrice ou débitrice de son pays vis-à-vis de la chambre de compensation : un investissement à l'étranger équivaut à une importation tandis que la vente d'un titre peut être pris, du point de vue des variations sur le solde de l'*ICU*, comme une importation.

À partir de ce double constat, on peut envisager la mise en place d'un mécanisme qui hiérarchise les flux selon leur importance stratégique. Cette hiérarchisation permettrait d'imposer un rééquilibrage définitif des soldes de ce type d'opérations qui passe uniquement par le biais des opérations de la même catégorie. Pour donner un exemple, imaginons un cas où l'*ICU* priorise les flux commerciaux et les nouveaux investissements directs à l'étranger. Si l'on reprend le cas du pays A et de RM – où A vendait des titres financiers en échange de produits fournis par RM – , les conséquences de cette priorisation sont faciles à montrer. D'un point de vue comptable, l'*ICU* a garanti l'équilibre et donc le solde nul de chaque pays à chaque instant. Mais au-delà de l'équilibre comptable, la seule manière, pour le pays A et pour RM, d'annuler définitivement leur solde lié aux opérations prioritaires, sera de réaliser, à long terme et dans l'autre sens, des opérations priorisées : si A a fait des importations pour une

valeur de 1000 bancors, elle devra réaliser des exportations ou accueillir des investissements étrangers à long terme pour le même montant. Ce type de compensation non instantanée, mais réalisée sur du long terme, pourrait mieux répondre aux objectifs stratégiques des pays membres. Pour sa mise en place il faudrait ajouter, à côté du bilan principal chargé des compensations instantanées, un mécanisme qui enregistre les opérations de chaque pays en fonction de leur importance.

Cela dit, même la mise en place d'une pareille réforme n'assurerait pas un ordre monétaire qui rende difficile la formation d'épisodes de spéculation financière internationale. Une période comme celle que nous vivons, où les flux spéculatifs sont très supérieurs à ceux que nous avons nommés comme prioritaires, pourrait donner lieu à une *ICU* où les pays maintiennent des balances commerciales et d'investissement direct équilibrées, mais où les opérations financières continuent à représenter la plupart des flux internationaux et à provoquer des situations de boom et d'effondrement des marchés financiers nationaux.

§4. Pour la stabilité financière internationale, une réforme monétaire nationale

Les avantages de l'organisation monétaire présentée jusqu'à maintenant sont évidents ; ayant pris comme projet de base celui présenté par Keynes, nous avons approfondi certains points à partir des considérations sur les dysfonctionnements dans l'économie contemporaine et des travaux de certains auteurs qui avaient déjà analysé la proposition de l'économiste britannique. Les résultats, avec cette réforme-ci, seraient sûrement très positifs quant à certains objectifs stratégiques : rééquilibrage symétrique et expansionniste, essor des flux commerciaux et des investissements à long terme, expectatives individuelles plus stables... Si à cela on ajoute les réformes envisagées sur le plan strictement financier, les potentiels bénéfices sont plus évidents. Cela dit, la nature déstabilisatrice de l'organisation monétaire internationale du SMI ne sera proprement corrigée que si l'on met en place une dernière réforme... à l'intérieur des zones monétaires.

Dans la présentation de notre approche théorique, nous soulignions deux principaux désordres marquant l'évolution de l'économie internationale ; le premier, qui est l'utilisation de certaines monnaies nationales sur le plan international, a occupé toute notre réflexion sur la réforme monétaire jusqu'à maintenant. Le second *désordre,* facilement identifiable dans la crise contemporaine, est lié à l'incapacité des systèmes monétaires à conserver une relation étroite et stable entre leur monnaie et la production intérieure. Dans l'état actuel de la

régulation monétaire des pays, on le rappelle, une banque quelconque crée des dépôts « en prêtant » (Schmitt, 1984, p.196) dans la mesure où elle considère qu'ils sont économiquement justifiés, en espérant que les autres banques l'accompagnent par des expansions similaires dans leurs bilans, et toujours en respectant les critères de liquidité et de solvabilité.

La solution consiste à empêcher ces émissions vides en conditionnant la quantité de dépôts aux opérations de création et de destruction de revenus, et donc à la dynamique de production nationale. Quelques études s'accordent sur la possibilité d'y parvenir par le biais de la création de deux départements au sein de chaque banque (Schmitt, 1984 ; Bradley, 2001 ; Rossi, 2013). Comme l'a fait observer Rossi (*ibid.*) : « the separation of banks into two functionally distinct book-keeping departments (…) allows to distinguish, explicitly, between money emissions for income-producing payments, and money emissions for all those payments that simply transfer a pre-existent income on any market ». Un département, que l'on appellera département *d'émission*, serait chargé d'enregistrer les opérations de financement productif des entreprises ; dans l'autre, le département *bancaire* (Rossi, 2014), les banques enregistreraient les opérations réalisées à partir des revenus créés précédemment..

Ce mécanisme peut être facilement expliqué grâce au tableau 5.8, à partir de l'exemple précédent avec la Banque A, l'entreprise Ea et les travailleurs Ta. Dans la première opération, le département d'émission (Département I) permet le paiement d'un salaire de x unités monétaires de l'entreprise Ea aux travailleurs Ta. Immédiatement (1') les salaires passent au Département bancaire (Département II) comme dépôt des travailleurs, et le crédit créé dans le Département I se transforme en un prêt financier du Département II à l'entreprise (1"). À ce stade, le bilan du Département I est vide alors que le Département II joue un rôle d'intermédiaire financier classique entre les travailleurs et l'entreprise.

Dans la période 2, un agent financier cherche à avoir un dépôt de *y u.m*. Avec la régulation actuelle, la banque peut créer ce dépôt *ex-nihilo* ; par contre, avec la départementalisation proposée, si la banque veut créer un dépôt en faveur de cet agent (*trader*, dans le tableau) elle devra faire un transfert à partir du dépôt des travailleurs. Cela entraîne à terme la vente d'une reconnaissance de dette aux travailleurs pour une valeur de *y u.m* et un prêt équivalent au *trader* en échange du dépôt transféré. Bien sûr, ce transfert de dépôts ne doit pas forcement se faire par l'intermédiaire des banques ; comme cela arrive maintenant, deux agents – l'un demandeur d'un dépôt et l'autre offrant le sien – peuvent se trouver dans le marché financier et

décider eux-mêmes, et sans intermédiaire, des conditions de prêt. Si, dans ce dernier cas, le demandeur d'un nouveau dépôt est la Banque A elle-même, la logique demeure inchangée : comme Rossi (2013) l'explique, la banque cherchera les détenteurs de dépôts dans d'autres banques et échangera un titre de dette qu'elle émet ou un actif financier qu'elle avait obtenu précédemment, contre de l'actif liquide. Dans tous les cas, la quantité de dépôts « en circulation » sera limitée à la quantité des revenus non consommés dans l'économie nationale.

Cette simple réforme monétaire permet de contrôler l'émission monétaire et de l'orienter vers des projets d'investissement productif plutôt que vers les activités spéculatives dans le marché financier : d'abord parce qu'elle entraînerait la fin des émissions vides, non associées à une quantité de produit national ; mais aussi car toute multiplication possible des titres financiers, ainsi que la possibilité de spéculer avec ceux-ci, serait conditionnée finalement par l'existence de revenus non consommés.

<u>Tableau 5.8</u> : Paiement des salaires et transfert financier dans une banque départementalisée

	Banque A (Ba)			
	Département I			
1	+ x u.m	Crédit Ea	Salaires Ta	+ x u.m
1'			Salaires Ta	- x u.m
			Département II	+ x u.m
1"	- x u.m	Crédit Ea	Département II	- x u.m
Total	0			0
	Département II			
1'	+ x u.m	Département I	Salaires Ta	+ x u.m
1"	- x u.m	Département I		
	+ x u.m	Prêt Ea		
Total	+ x u.m	Prêt Ea	Salaires Ta	+ x u.m
	Département II			
	+ x u.m	Prêt Ea	Dépôt Ta	+ x u.m
2	+ y u.m	Dette Trader	Dépôt Ta	- y
			Titre vendu à Ta	+ y
			Dépôt Trader	+ y
Total	+ x u.m	Prêt Ea	Dépôt Ta	x – y u.m
	+ y u.m	Dette Trader	Titre vendu à Ta	+ y u.m
			Dépôt Trader	+ y u.m

Source : Tableau adapté à partir de Rossi (2009)

Cette alternative de départementalisation de l'activité bancaire se révèle différente de la proposition *à la Glass Steagall* consistant à séparer les banques commerciales des banques d'investissement (Casserley, Härle et Macdonald, 2009). La possibilité de départementaliser les banques et celle de séparer les banques selon leur rôle semblent pareilles, mais les conséquences de la différence entre les deux sont remarquables. Notre choix pour la départementalisation dans cette recherche est plus en ligne avec les lignes générales des réformes financières décrites quelques pages ci-dessus.

Avant, nous avons insisté sur la nécessité d'aller au-delà d'une surveillance macroprudentielle qui essaye de contrôler les phénomènes d'expansion et récession financière ; l'objectif final de la régulation doit être de créer des règles claires et restreintes qui empêchent les banques de s'éloigner de leur rôle de financement de l'activité productive. Une séparation entre banques, selon qu'elles octroient des crédits pour l'investissement productif ou qu'elles jouent le rôle d'intermédiaire financier, s'avère moins efficiente pour contrôler l'expansion financière pour des raisons spéculatives. Mais si l'on départementalise les banques de la forme indiquée précédemment, les opérations dans le marché financier seront limitées par la quantité de revenus non dépensés.

d. Limites de la grande réforme monétaire

Le mécanisme proposé pour mettre de l'ordre dans les relations monétaires internationales, basé sur la stricte séparation des circuits monétaires nationaux et sur la création d'une unité de compte supranationale, semble offrir des réponses très intéressantes aux défis de stabilité, de croissance et de symétrie posés par le système monétaire actuel. Si à cette réforme-là on ajoute la division des banques commerciales en deux départements, la sphère internationale peut devenir un espace de commerce et d'investissement d'une plus grande stabilité, où l'ordre des circuits monétaires nationaux agit comme coupe-feu contre des épisodes d'expansion financière internationale et leurs subséquentes récessions.

On ne peut pas dire, d'un point de vue exclusivement technique, que la mise en place de ces réformes serait une affaire difficile ; face au complexe processus d'apprentissage que les entités financières privées et les institutions de régulation publiques ont dû suivre dans les dernières décennies de libéralisation financière et de création incessante de nouveaux instruments, la création de l'*ICU* ainsi que la départementalisation de la Banque Centrale et

des banques commerciales, seraient relativement simples. Toutefois, afin d'éviter des changements brusques, le nouveau système pourrait être introduit progressivement, comme le propose Cencini (2010). Cependant, certains obstacles semblent rendre très difficile, voire impossible, sa mise en place dans les prochaines années. Nous avons catégorisé ces obstacles en trois groupes différents : les obstacles politiques, les obstacles théoriques et ceux concernant la réalité économique contemporaine.

Par rapport aux obstacles politiques, nous ne pensons pas que le refus politique sera partagé par tous les pays. Malgré la présentation fréquente de l'*ICU* comme une Banque Centrale des Banques Centrales, le nouveau système semble octroyer à la plupart des pays une souveraineté monétaire plus élevée que dans le système actuel des monnaies clé. Certes, la mise en place d'une monnaie internationale requiert une coordination des politiques économiques des pays à long terme, mais la menace de processus d'ajustement récessif ne serait pas aussi contraignante qu'actuellement.

Par ailleurs, les pays dont les autorités doivent continuer à garder actuellement d'énormes stocks de réserves en monnaie clé pourraient juger le système proposé favorable à leurs intérêts : dans un système de taux absolus et de circuits monétaires séparés, leur intervention ne serait plus nécessaire pour soutenir le taux de change de la monnaie clé. L'opposition principale pourrait venir du ou des pays dont la monnaie occupe la place centrale dans le monde. On avait conclu qu'avoir le monopole de l'émission de la monnaie-clé permet à un pays d'être l'un des centres de l'accumulation internationale de capital. C'est le cas, actuellement, des États-Unis. De plus, cette place centrale leur permet indirectement d'avoir des déficits courants et publics à des coûts très légers. Nous prévoyons donc que cette puissance économique n'ira pas dans un sens favorable au changement d'architecture monétaire. Une position plus favorable de ce pays en faveur de l'alternative présentée pourra être envisagée seulement dans la mesure où le risque inhérent à l'architecture actuelle – auquel nous avons fait appel à plusieurs reprises dans cette recherche – devient plus évident et menaçant pour l'économie états-unienne.

Cependant, il ne faut pas oublier que l'on n'est pas aujourd'hui dans la même situation, favorable aux accords internationaux, qu'après la 2e G.M, lorsque Keynes présenta son plan. D'abord, nous avons constaté l'existence d'un réseau d'accords régionaux et d'actions unilatérales visant l'intégration autour d'une monnaie unique, d'un panier de monnaies, de

références externes, etc. Il ne serait pas aisé de demander aux pays d'arrêter ou de revenir sur leurs efforts d'intégration pour converger tous autour du projet proposé ici. Mais cette difficulté pourrait être surmontée avec un ordre monétaire qui suive l'architecture que nous avons défendue mais dans lequel le bancor respecte les zones monétaires déjà créées (Cencini, 2001, 2010).

Toutefois, même en respectant les projets monétaires régionaux, le système de compensation a très peu de chance d'exister, à cause des réticences des pays à décider ensemble d'une transformation profonde de l'organisation monétaire mondiale. L'organisation actuelle, rappelons-le, est le résultat d'une inertie à partir de l'utilisation graduelle et non planifiée de monnaies nationales dans les opérations internationales. Malgré la portée historique des accords de Gènes et de Bretton Woods, et la réussite des négociations internationales pour construire des institutions comme le FMI, les grandes conférences internationales n'ont fait qu'établir des mesures de coordination pour assurer la viabilité d'un système qui n'est arrivé jusqu'à nos jours que par inertie. La mise en place de l'ordre monétaire international nécessiterait un pouvoir politique solide, comme celui qui a permis l'apparition dans l'histoire des Banques Centrales comme institutions centrales à l'intérieur des pays développés.

Le refus politique est sûrement renforcé par la méconnaissance du rôle de la monnaie dans l'économie capitaliste (Gnos, 2006) et par l'importance des principes néoclassiques dans l'enseignement de l'économie. Dans ce sens, la monnaie continue à être étudiée comme un bien quelconque, avec une offre et une demande qui fixent une relation efficiente d'échange avec d'autres biens. Un système comme celui proposé ici, basé sur la séparation forcée des circuits nationaux et l'imposition de fortes contraintes à l'émission monétaire des banques, serait très contesté d'un point de vue théorique par l'approche standard. En effet, dans cette approche, la monnaie étant considérée comme un bien comme un autre, les prix associés – le taux de change et le taux d'intérêt – doivent être déterminés par l'action libre des agents dans le marché.

Cependant, l'obstacle principal à l'instauration d'une monnaie internationale serait très probablement la réalité économique elle-même. De la même manière que, comme nous l'avons présenté, la monnaie bancaire est une face du produit national auquel elle est toujours associée, l'évolution récente du système monétaire international apparaît dans notre recherche

comme un reflet de l'évolution de l'économie internationale.

La financiarisation et la transnationalisation de la dynamique d'accumulation de capital ont été justifiées dans notre travail comme des formes de recherche, au sein de l'économie capitaliste, d'espaces de rentabilité plus élevée. Les conséquences de ces deux grands phénomènes sur l'économie sont nombreuses, mais l'une des causes les plus importantes est la transformation du rôle des États et la plus grande liberté pour les capitaux à l'heure de se déplacer entre les frontières nationales. Les stratégies fixées par les agents privés déterminent les grands flux de capitaux, les autorités publiques de chaque pays ne pouvant les influencer qu'indirectement.

En ce qui concerne le processus de transnationalisation, la modification du SMI entraînerait une transformation automatique des grandes caractéristiques de l'accumulation du capital. Mettre en place des mécanismes d'équilibrage des balances extérieures des pays signifie entraver l'organisation actuelle du travail et de la consommation mondiale, et par conséquent, altérer les stratégies de croissance et le positionnement de chaque pays dans l'économie internationale. Les déséquilibres du compte courant ne sont que des effets dérivés de ce positionnement. Vouloir éviter les tensions par la mise en place de quelques instruments correcteurs peut avoir des conséquences très profondes : imposer, par exemple, un rééquilibrage des balances chinoise et états-unienne met en danger la dynamique en cours et développée par les agents transnationaux pour la valorisation de capital et affecte finalement l'ensemble de l'économie mondiale.

Ce danger sur la stabilité des circuits actuels de valorisation dérivé de l'obligation d'avoir, pour chaque pays, des soldes extérieurs équilibrés, peut être contrecarré partiellement par la mise en place d'un mécanisme, exposée ci-dessus, par lequel prioriser les flux qui permettront le rééquilibrage. Prenons l'exemple de la Chine pour le voir plus clairement : si le solde auprès de l'ICU ne prend en compte que les flux commerciaux, la Chine devra reconsidérer sa stratégie néo-mercantiliste. Mais si, en plus des flux liés au commerce, l'ICU intègre aussi les flux internationaux liés aux opérations d'IDE dans ses calculs de compensation multilatérale, la Chine pourra maintenir ses surplus commerciaux à condition d'avoir un solde négatif du même montant dans la catégorie des IDE.

Mais il nous resterait encore peut-être le principal problème : celui concernant la financiarisation. Lors de notre bilan historique sur les grandes transformations monétaires, la

libéralisation financière – ainsi que tous les changements qu'elle a provoqués sur le régime d'accumulation dans les économies développées – est apparue comme une réponse du capital à la difficulté croissante de maintenir un taux de profit élevé. Les grandes transformations sur l'économie internationale dans ce sens, et notamment ce que nous avons appelé la *financiarisation*, ont rendu possible la formation de cycles de croissance économique en dépit des tensions sur le niveau des salaires, de la formation de capital fixe ou des déséquilibres extérieurs. Limiter ces cycles par le biais de la réforme monétaire et de meilleurs mécanismes de surveillance, obligerait les pays à faire face à deux types de tensions : à moyen terme, toutes les tensions de type macroéconomique qui restent cachées derrière les phénomènes de crise financière émergeraient et obligeraient à intensifier les mécanismes de coordination pour développer des stratégies soutenables de croissance. À plus long terme, et même avec le renforcement des mécanismes de coopération, il faut éviter de penser que le frein à la finance et un ordre monétaire permettraient de mettre fin aux phénomènes d'instabilité de l'économie capitaliste ; au contraire, une contrôle strict de la sphère financière obligerait à confronter les difficultés de rentabilité inhérentes à la dynamique capitaliste et soulagées, lors des dernières décennies et temporairement, par la multiplication de cycles financiers.

Conclusion du cinquième chapitre

Les tensions dérivées de l'utilisation de monnaies nationales sur l'échelle internationale accompagnent l'économie et s'intensifient avec les nouvelles formes d'accumulation. Pour expliquer cette instabilité la littérature conventionnelle a eu souvent recours aux croissants déséquilibres des comptes courants nationaux. En fait, il semblerait que selon certains travaux le retour à l'équilibre de la balance extérieure soulage les tensions financières d'un pays. L'évidence montre, pour le cas de la crise de l'Eurozone, et dans une moindre mesure aux États-Unis, que le rééquilibrage est plutôt un résultat indirect d'une stratégie de désendettement de la part des agents dans un contexte de détérioration des conditions financières pour l'emprunt. À cette première explication s'ajoutent les politiques d'ajustement qui plongent le niveau de consommation des pays et poussent les prix internes à la baisse.

Par conséquent, la réforme monétaire ne devrait, en aucun cas, être limitée à poursuivre une coordination des politiques économiques des pays afin d'éviter des gros déséquilibres et tirer de la croissance mondiale de manière ordonnée. L'espace international doit être doté d'institutions qui garantissent l'ordre monétaire de manière systématique, et la raison d'être de la liquidité doit être le développement d'opérations économiques qui répondent à des objectifs de développement économique et de stabilité.

L'absence d'une institution supranationale empêche un contrôle ordonné des relations monétaires entre pays avec des objectifs et des réalités très différentes chacun. L'histoire nous offre plein d'exemples ; toutefois un cas évident, actuel et proche de nous, de cette tension est celui de l'Eurozone. Les tensions financières observées entre les années 1970 et 1990, lorsque les pays essayaient – sans un grand succès – de fixer leurs taux de change, n'ont pas disparu avec l'intégration monétaire ; elles se sont transformées. Dans un contexte de financiarisation et de transnationalisation, les flux de capitaux entre agents des pays membres se sont multipliés, la plupart étant des flux liés à des opérations financières (OFI). Par ailleurs, certains des pays membres, profitant des conditions financières favorables, ont développé un modèle de croissance tirée par la dette publique et privée. Celle-ci explique le maintien d'une demande agrégée qui bénéficie aussi à l'économie des pays dont le modèle de croissance est orienté vers l'exportation. En accord avec cette interprétation, ce ne sont donc pas les importations nettes qui provoquent l'entrée de capitaux extérieurs, mais à l'inverse : l'entrée de

capitaux voulant profiter des rentabilités offertes rend possible la prise de positions nettes extérieures négatives et croissantes. La possible perte de compétitivité, voire le démantèlement du tissu industriel national, est à peine remarquée dans l'étape d'euphorie financière. Cette détérioration de l'économie nationale ne se révèle qu'avec l'éclatement de la bulle et la détérioration des conditions qui avaient rendu temporairement possibles des niveaux d'endettement brut historiques.

Ce phénomène est un bon résumé de l'expérience tragique des pays dits périphériques lors des premières années de vie de la monnaie unique. C'est une dynamique surprenante car l'Eurozone disposait depuis sa naissance d'un mécanisme qui aurait pu servi à contrôler les flux circulant entre les pays mais qui, vu le type d'intégration entre pays n'a servi que comme indicateur de la crise de confiance entre les institutions financières privées et comme instrument de la Banque Centrale pour agir en tant que prêteur de dernier ressort. Évidemment lorsque la crise est arrivée, les mouvements de désinvestissement n'ont pas affecté les taux de change – puisqu'il n'y en a plus ! – mais les tensions se sont faites visibles sur d'autres aspects, comme la prime de risque des différentes dettes nationales.

Certes, le cas des États-Unis est différent de celui de l'Eurozone. D'abord, le dollar continue à être la principale monnaie de référence, très au-dessus de l'euro ; par ailleurs, la Fed est intervenue directement pour assurer la liquidité des titres de dette publique du pays ; en plus, les pays créanciers sont dépendants du Dollar, mais ils conservent leur monnaie, ce qui permet de faire des ajustements sur le taux de change. Cela dit, on observe quand même des traits identiques entre l'Eurozone d'une part, et les États-Unis et ses pays créanciers nets d'autre part. Les États-Unis, en tant que centre monétaire et financier mondial, centralisent des flux liés aux opérations (OMI et OFI). Dans les conditions financières favorables des années précédant la crise, il était soutenable pour les agents extérieurs d'augmenter le volume de leurs actifs ainsi que celui de leurs passifs en dollars et donc, d'avoir des positions nettes non équilibrées. Si à cela on ajoute le régime de taux fixes qui a caractérisé des grands partenaires commerciaux comme la Chine, il était normal de voir des déficits croissants du compte courant de la balance étasunienne – ce qui ne fait que comptabiliser les opérations des agents dits *résidents* –, sans que cela pose un problème.

Comme en Europe, aux États-Unis la crise a freiné le rythme de consommation privée et d'investissement et, avec cela, le déficit a diminué. Ce rééquilibrage peut avoir, *de facto*, des

effets positifs sur la confiance envers le dollar comme monnaie-clé, car le résultat du compte courant est souvent pris comme un indicateur mesurant la forteresse d'une économie nationale, y compris l'américaine. Cependant, la tension inhérente – dérivée de la nécessaire accumulation de passif brut extérieur par le système financier de ce pays – continue même dans le cas improbable du retournement des résultats nets du compte courant américain. L'essor et la privatisation des flux de capitaux rendent très difficile, voire impossible, que les États-Unis puissent arrêter une possible vague spéculative à grande échelle contre le dollar.

Certes, de ce risque n'échappe aucun pays ayant libéralisé les mouvements de capital et étant insérés dans l'économie internationale. La multiplication d'opérations – et de position brutes – entre agents de différents pays n'est pas un phénomène exclusif des pays émetteurs de monnaies-clé et donc, la possibilité d'une crise financière de grande taille comme conséquence d'un désinvestissement soudain des capitaux extérieurs est un danger potentiel qui affecte un nombre important de pays.

À tout cela il faut ajouter la croissante mise en question de la validité du concept de *résidence* – fondamental dans les méthodes de comptabilité de la balance de paiements – pour mesurer la portée des épisodes de sortie de capitaux : au fur et à mesure que les stratégies économiques deviennent transnationales, certains types d'agents – dont spécialement les conglomérats financiers et les ETNs – considérés résidents par un pays peuvent chercher à retirer leurs capitaux du système financier d'un pays et rendre plus graves les effets d'une attaque spéculative.

Or, le cas des États-Unis demeure particulier. Sa capacité à centraliser les capitaux au sein de son système financier et son haut degré de financiarisation entraînent qu'un possible phénomène de spéculation des capitaux étrangers sur la valeur du dollar n'aura pas des effets que dans ce pays ; la chute du dollar comme monnaie-clé internationale serait un risque de dimension systémique. Si, dans un épisode grave de spéculation contre le dollar, non seulement les agents étrangers, mais aussi une partie des agents dits résidents décident de sortir leurs capitaux, le potentiel déstabilisateur serait énorme. C'est en quelque sorte, une recrudescence du dilemme de Triffin : les capitaux qui ont rendu possible le développement des modèles de croissance cités, sont en même temps au cœur des tensions qui peuvent mettre en péril le SMI complet.

Par conséquent, si l'on envisage de créer un SMI qui empêche ce type de dynamiques

cycliques, l'une des premières tâches qui s'imposent est la reformulation du rôle des marchés financiers. Il semble prioritaire d'assumer l'instabilité endogène du capital financier et le danger que cela porte à l'ensemble de l'économie internationale. Dans ce sens, l'une des premières réformes à faire en urgence serait la mise en place d'institutions publiques, nationales et internationales, qui viseront non seulement la combinaison de mécanismes de contrôle micro et macroprudentiels, mais aussi la réorientation du cadre d'activités financières vers des modèles de croissance stable et productive.

Mais au-delà des propositions de type strictement financier, le poids lourd de notre réforme retomberait sur l'architecture monétaire. Les mesures de coordination et celles consistant à laisser flotter les taux de change ne sont ni efficientes ni réalistes. La tension inhérente au SMI provoquant des instabilités ne peut être combattue que par la mise en place d'une institution supranationale (ICU) inspirée de la proposition faite par Keynes lors des négociations de Bretton Woods.

Le principe de ce mécanisme est de respecter les circuits monétaires nationaux et de garantir la symétrie entre ceux-ci au moyen d'une unité de compte émise par l'ICU et liée aux monnaies nationales par des taux de change absolus – et non fixes – révisables. Les opérations du compte courant seraient compensées de façon multilatérale et chaque pays n'aurait qu'un solde – positif ou négatif – auprès de l'ICU. À différence des années 1940, étant donné le contexte actuel où les flux liés aux opérations financières se sont multipliés, le mécanisme proposé par Keynes ne serait pas tout à fait efficient pour aboutir à des dynamiques de croissance économique plus stables. Donc, nous avons proposé de compléter la réforme par deux mesures. La création d'une balance, au sein de l'ICU, qui priorise les opérations commerciales et les investissements à long terme. Puis, une réforme à l'échelle nationale par laquelle limiter l'émission monétaire aux crédits pour des opérations économiques productives et créatrices d'emplois. Certes, ce système n'empêcherait pas définitivement la formation de nouveaux phénomènes d'instabilité, mais ça rendrait quand-même le SMI plus adéquat pour mieux orienter l'économie internationale vers des objectifs sociaux et dans un cadre d'une plus grande stabilité.

Nous avouons pourtant qu'il existe des limites et obstacles à cette réforme de types théorique et politique. Néanmoins, la limite la plus significative, et celle que nous voulons citer pour boucler la conclusion de notre dernier chapitre, concerne la forme sous laquelle la

réforme affecterait l'accumulation internationale de capital. L'évolution du SMI est un reflet, sur le plan monétaire, de la complexe évolution de la réalité économique internationale. Les nouvelles règles imposées avec la réforme envisagée auraient des conséquences directes sur les dynamiques de transnationalisation et financiarisation par lesquelles le capital a réussi à améliorer les conditions pour continuer l'accumulation. Dans ce sens, la réforme présenté pourra peut-être calmer le caractère instable du SMI ; mais il est possible aussi que cela rende plus visibles d'autres tensions, qui sont propres au système capitaliste mais qui restent cachées derrière les formes actuelles d'accumulation et les formes d'instabilité qui y sont liées.

Conclusion générale

Notre travail de recherche partait du constat suivant : la crise est propre au système économique capitaliste. Indépendamment des formes de régulation en vigueur, la crise apparaît comme le résultat des dynamiques au sein de ce système. Lors des dernières décennies, ces crises sont survenues dans le marché financier mais elles sont parvenues à bouleverser, aussi sur le plan national que international, l'ensemble de l'économie.

Bien que nous avons reconnu, dès le début de notre recherche, ce caractère inéluctable des crises, nous avons défendu la thèse de que l'existence d'un *désordre* au sein de l'organisation monétaire internationale contemporaine provoque des instabilités de forme intrinsèque ; par conséquent remettre le système en *ordre* mettrait fin aux tensions crées à partir du développement des relations monétaires internationales et permettrait, en fin de compte, la mise en œuvre de politiques économiques internationales basées sur des critères déterminés (collectivement) par l'ensemble de pays et dans un cadre économique plus stable.

Finalement, nous avons réussi à envisager une réforme qui répond positivement aux principaux défis présentés pour prévenir le développement de tensions et qui, du moins sur le plan technique, n'est pas très complexe. Certes, nous ne savons pas – et nous ne le saurons jamais – le degré d'efficacité réelle que pourrait avoir ce plan, car aucune réforme similaire a été appliqué à niveau global ; de plus, la mise en place d'un tel plan ne semble non plus possible pour les prochaines décennies. Cependant, dans la mesure où notre proposition est le résultat d'une recherche historique et théorique profonde, nous pouvons être optimistes quant à l'utilité de chaque mécanisme avancé en cas de mise en place sur le plan international.

La caractéristique principale dont nous nous sommes servis pour définir le Système Monétaire International est l'utilisation asymétrique de monnaies nationales – monnaies-clé – par les agents, privés ou publics, pour la réalisation des opérations économiques internationales. Le choix de cette caractéristique est précisément l'élément principal qui fait la différence de ce travail par rapport à la plupart des recherches contemporaines, davantage focalisées sur l'analyse des éléments ou de phénomènes – comme le régime de taux de change fixe, la création de zones monétaires régionales... – associés conjoncturellement au SMI.

L'utilisation de monnaies nationales a été, certes, fondamentale dans l'expansion du

capitalisme lors des XIXe et XXe siècles : mais en même temps elle provoque des tensions qui accompagnent intrinsèquement au SMI. Ces tensions avaient été déjà dévoilées par Triffin dans les années 1960. Toutefois, dans notre recherche nous avons pu prouver que le développement de tensions est une constante dans le temps, indépendamment des régulations monétaires nationales ou internationales à l'œuvre aux différentes époques. L'existence d'une tension structurelle pouvant déboucher sur des crises révèle en fin de compte un problème lié à l'architecture monétaire internationale, problème que nous avons défini comme l'incapacité des autorités publiques d'assurer une gestion stable de la liquidité internationale. Cela menace principalement les systèmes financiers des émetteurs de monnaie-clé mais la gestion des tensions incombe aux pays (ou régions) non émetteurs de monnaies-clé à cause de leurs fortes dépendances (politiques, commerciales, financières...) auprès des émetteurs.

Pour aborder le SMI contemporain et ses conséquences en termes d'instabilité, nous avons révisé une littérature très vaste, qui nous a permis de citer dans notre recherche des réflexions très différentes, venant d'approches diverses. L'approche théorique que nous avons mobilisée intègre des analyses très hétérogènes.

Par contre, cette grande diversité entraîne des inconvénients non négligeables. D'abord le filtrage et le triage de travaux deviennent plus compliqués dans la mesure que plus d'auteurs traitent le sujet. À cela il faut ajouter les travaux dont les contributions concernent directement notre recherche mais qui n'abordent les instabilités au sein du SMI que d'une façon transversale. L'intégration d'approches diverses entraîne nécessairement la nécessité de rendre compatibles l'utilisation de différentes catégories économiques liées à chaque approche. Cette hétérogénéité a impliqué parfois que nous nous interrogions sur la compatibilité de certains travaux avec notre propre perspective et nous a conduit à homogénéiser – lorsque c'était nécessaire – les catégories utilisées.

Certes, dans l'approche théorique développée, ce dernier point a été un facteur important à prendre en compte. La problématique travaillée par Triffin et son vocabulaire ont peu d'éléments en commun avec ceux de Schmitt qui, à son tour, ne partage pas ni la même méthodologie, l'approche... de Minsky ou de Marx... Cependant, nous avons pu, au moyen de la révision de cette littérature de tous ceux-ci et d'autre auteurs, poser les jalons de l'approche à partir de laquelle nous avons pu interpréter ultérieurement les formes d'instabilité liées au SMI et ainsi proposer une architecture alternative.

Pour ce faire, nous avons divisé notre travail de thèse en cinq chapitres. La révision théorique et la création de notre approche ont été exposées dans le premier chapitre. Étant donné l'essor des phénomènes de crise financière, nous avons commencé par une relecture des travaux de référence relatifs à l'hypothèse des marchés efficients qui ont inspiré la régulation financière (et non-financière) actuelle. Face à ces travaux, nous mobilisons des approches qui intègrent les instabilités comme un facteur inhérent à la dynamique des marchés financiers.

L'hypothèse selon laquelle il existe de raisons liées à l'architecture monétaire qui pourraient causer ou accentuer ces instabilités nous a mené à se demander si la littérature contemporaine donne des réponses valides à cette question. La réponse, pour la plupart des travaux conventionnels, y est négative. En cherchant les raisons de cette limite analytique nous nous sommes aperçus du rôle central joué par les hypothèses de départ de ces travaux. C'est pour cela que face à leur approche *standard*, nous avons décidé de construire et de présenter un cadre théorique qui reconnaît la place centrale de la monnaie, et plus exactement de la monnaie bancaire, dans l'économie capitaliste. L'application de ce cadre dans une dimension internationale nous a conduits à présenter le SMI actuel comme un système asymétrique, dont l'évolution est fortement influencée par les changements au sein de l'économie internationale mais qui rend visible l'incapacité chronique des autorités publiques d'assurer une gestion stable de la liquidité internationale.

Comment expliquer alors l'existence d'un système qui ne traite pas les pays sur un pied d'égalité et qui plus est, provoque des instabilités ? C'est l'une des questions auxquelles nous avons répondu dans le deuxième chapitre, dans lequel nous constatons que l'étalon monnaie-clé ne remplace pas l'or suite à la signature des accords de Bretton Woods. Au contraire, ce remplacement se produit très progressivement parallèlement à la nécessité de trouver des mécanismes monétaires qui accompagnent l'expansion économique internationale dans un contexte où la domination coloniale entre pays empêchait la mise en place d'une régulation monétaire consensuelle.

Évidemment, les accords de Bretton Woods sont un effort institutionnel international sans précédent ; mais si l'on étudie ces accords dans leur contexte historique nous nous apercevons qu'ils constituent une version améliorée du système en vigueur avant la Seconde Guerre Mondiale et même avant la Première Guerre Mondiale. Pour arriver à cette conclusion, nous avons dû saisir deux grands enjeux de l'économie internationale après la Seconde Guerre

Mondiale : 1) le changement de leadership politique et économique entre les pays le plus développés et 2) le constat partagé de la nécessité d'appliquer des nouvelles normes sur le plan monétaire.

En ce qui concerne le premier enjeu, à Bretton Woods a eu lieu la lutte entre, d'une part, un pays – les États-Unis – voulant prendre la place de leader international et profiter de la nature asymétrique de l'étalon monnaie-clé déjà en vigueur et, d'autre part, la Grande Bretagne, qui essayait de minimiser les conséquences de l'effondrement de sa position historique de première puissance mondiale. Par rapport à l'enjeu économique, à partir de l'expérience des années vingt et trente, l'ensemble de pays allaient introduire des mesures de coordination obligatoires et des nouvelles institutions qui surveilleraient le respect des règles signées. En ce sens, Bretton Woods peut difficilement être considéré comme un changement radical de système monétaire ; on doit plutôt le comprendre comme un système intégrant des mesures de coordination envisagées dans les années 1920 et 1930, lorsque la nécessité de contrôler les flux apparaît évidente.

La période allant des années 1950 à 1960, souvent citée comme référence par ceux aspirant au retour à des taux de change fixes, n'est qu'une parenthèse dans l'histoire du système monétaire. Le régime de taux de change fixes n'était possible que grâce au leadership clairement joué par les États-Unis, par les contrôles multilatéraux de capitaux et par la faible reprise des reconstruction des relations économiques internationales, paralysées depuis la Seconde Guerre Mondiale. En fait, les tensions inhérentes au SMI, reflétées sur les taux de change, ont commencé se rendre visibles depuis la reprise des relations entre pays et l'expansion *offshore* des marchés financiers.

Cet abandon *réel* des taux de change a été progressif et à partir des années 1960. Cependant, il a fallu attendre les années 1970 pour assister à la reconnaissance *officielle* du régime de taux flottants. Or, nous le répétons, cela n'entraînait aucun changement de système, mais la reconnaissance institutionnelle de l'impossibilité d'assurer des taux fixes dans un contexte de développement économique et de libéralisation des opérations économiques internationales. Ce constat légitime notre approche pour analyser les relations monétaires contemporaines non pas comme celles d'un nouveau SMI avec des taux de change flottant, mais comme celles d'un même SMI qui a évolué parallèlement de l'économie internationale.

L'objectif était de vérifier si les instabilités identifiées lors de notre approche théorique sont

toujours en vigueur et, si c'est le cas, sous quelle forme celles-ci se rendent visibles. Avant cela, il fallait cependant comprendre comment le SMI a évolué dans une période (les quarante dernières années) où l'économie internationale s'est profondément transformée. Cette question a orienté notre troisième chapitre. Pour y répondre, nous avons choisi deux grands facteurs de transformation : la libéralisation financière (et la financiarisation subséquente) et l'intensification de la transnationalisation des circuits d'accumulation du capital. À partir de la prise en compte de ces deux facteurs nous avons constaté que, malgré la régulation existante depuis 1976 sur le plan international, il n'y a pas eu une véritable tendance vers une généralisation des régimes de taux de change flottants. Au contraire, les dépendances internationales croissantes orientent les zones monétaires nationales vers une progressive intégration quantitative et/ou qualitative autour de projets régionaux ou de leaderships nationaux. L'intégration quantitative tient compte de la dissolution des zones monétaires, par laquelle les agents interviennent de plus en plus dans le système financier central, tandis que, par intégration qualitative, nous voulons illustrer la soumission volontaire des politiques économiques nationales aux décisions prises par une autorité internationale référentielle (politiques d'ancrage, dollarisation, crawling peg...). Nous avons appelé ces intégrations des « Zones Devise » et en avons identifié trois : la Zone Devise Dollar et la Zone Devise Euro et possiblement la Zone Devise Asiatique.

Ces Zones Devise sont des références clés qui nous ont permis de comprendre, dans les chapitres 4 et 5, les formes sous lesquelles les tensions inhérentes au SMI se présentent (ou se cachent) actuellement. Nous avons centré notre étude sur deux cas récents d'instabilité à l'intérieur des Zones Devise afin d'en tirer finalement des conclusions plus générales sur les dynamiques et instabilités de ces Zones. Ces deux cas sont, d'abord, le déficit du compte courant étasunien – avec tout le débat sur les *Global Imbalances* qui l'accompagne – et ensuite, la formation et l'écroulement des déséquilibres détectés à l'intérieur de l'Eurozone. Dans le quatrième chapitre, nous avons vu que dans les deux cas, la financiarisation dans un contexte d'intégration monétaire a encouragé le développement de modes de croissance *debt-led* et *wage-led,* insoutenables à long terme mais complémentaires sur le court terme. En période de croissance cela donne lieu à des déséquilibres extérieurs croissants entre les pays ; en période de crise, par contre, cette dynamique est interrompue et les pays sont invités à entreprendre des mesures d'ajustement et à coordonner leurs politiques économiques afin de réduire les déséquilibres.

Cependant, en cohérence avec ce qui a été exposé dans le cadre théorique, le principal facteur mesurant la dimension du danger ne sont pas les déséquilibres nets des comptes courants nationaux, ni même la position débitrice nette cumulée, mais les passifs financiers bruts cumulés. Dans le cinquième et dernier chapitre nous avons expliqué cet aspect en reprenant les cas de l'Eurozone et des États-Unis. Pour l'Eurozone, nous avons constaté que les modèles de croissance tirée par les exportations et par la dette ont été soutenus par une expansion financière à l'intérieur de chaque pays – et spécialement dans les pays périphériques –, entre des pays membres, mais aussi entre les pays membres et des pays riches qui n'appartiennent pas à l'Eurozone. L'émergence de déséquilibres commerciaux entre pays membres nous semble plutôt être un effet secondaire dérivé de cette expansion dans le contexte d'intégration monétaire totale et où les pays assument un rôle dans l'économie internationale. De même, le renversement des déficits extérieurs des pays périphériques ne peut pas être considéré comme un retour vers des positions plus soutenables du point de vue financier, mais comme un résultat indirect d'une dynamique de désendettement privé.

Le cas de l'Eurozone est d'un intérêt particulier pour notre recherche en raison du mécanisme *TARGET 2* de canalisation des flux au moyen des Banques Centrales Nationales et de la BCE. Ce mécanisme aurait pu être d'une grande utilité pour rendre possible le contrôle nécessaire de flux à l'intérieur de la zone monétaire. À cause de sa configuration, il s'est finalement avéré un simple indicateur de la profondeur de la crise financière. Durant l'expansion financière les banques privées multipliaient les flux sans avoir recours au mécanisme de la BCE ; en période de crise, pourtant, au fur et à mesure que les banques ne se faisaient plus confiance entre elles, le mécanisme TARGET 2 a été utilisé pour canaliser les stocks que les banques privées avaient cumulés pendant la période d'expansion.

L'union monétaire créée en Europe n'a pas fait disparaître les tensions repérées au sein du SMI contemporain : nous constatons que celle-ci n'arrive pas à résoudre, à l'intérieur de la zone monétaire, les problèmes liés à la gestion de la liquidité internationale. Certes, les tensions que nous avions identifiées pour une économie internationale à plusieurs monnaies nationales adoptent, dans le cadre d'une union monétaire regroupant plusieurs pays, des nouvelles formes, mais elles ne disparaissent pas.

Ces tensions sont plus évidentes dans le cas des États-Unis. En tant qu'émetteur de la principale monnaie-clé, la balance de paiements de ce pays est en déficit depuis la reprise des

relations économiques avec ses pays partenaires dans les années 1950 et 1960. Actuellement, avec la transnationalisation et la financiarisation, les tensions sont devenues plus évidentes et le moyen dont ils disposent pour d'éviter que ces tensions ne provoquent l'écroulement du Dollar est de consolider leur position hégémonique internationale par tous les moyens possibles.

Dans des prochaines années, voire décennies, il y aura toujours des appels fréquents à la coordination des politiques économiques entre pays afin de réduire les déséquilibres extérieurs. Certes, les déséquilibres nets peuvent être un facteur déstabilisant dans la mesure où les agents pensent qu'ils sont vraiment déstabilisants. Au-delà de l'importance théorique d'une variable – comme les déficits du compte courant d'un pays– comme facteur créateur de tensions, celle-ci peut avoir un vrai pouvoir déstabilisateur et déclencher des dynamiques de désinvestissement à partir des interprétations que les agents font d'elle.

Bien que nous acceptions l'importance – dirait-on « symbolique » – des résultats du compte courant net, la dimension des tensions, ne dérive pas, dans le cas du SMI, des déficits du compte courant mais des déficits de liquidité : les zones monétaires, nationales ou régionales, accumulent des passifs extérieurs totaux incontrôlables en cas de crise de confiance. À cela il faut ajouter le risque qu'entraîne la transnationalisation des stratégies d'accumulation de certains agents, dont le statut de « résident » dans un pays ne constitue pas un obstacle pour procéder, en cas de spéculation, à un désinvestissement massif dans ce pays.

Dans la recherche d'un cadre de relations monétaires stables, les pays ont opté pour la mise en œuvre de mesures de natures très différentes : la coordination de politiques expansives, la flottation des taux de change, la diversification des sources de liquidité... mais la source des tensions demeure. La réforme monétaire, pour qu'elle soit efficace, doit viser un système qui ne crée pas de nouvelles tensions au fur et à mesure que les relations économiques entre agents s'intensifient. La proposition d'une telle réforme a occupé les dernières pages de notre thèse.

Pareil que dans la revue théorique menée dans le premier chapitre, nous avons commencé la présentation d'un plan de réforme par l'identification des enjeux en matière de régulation financière. En ce domaine, nous avons souligné l'incapacité des approches libérales actuelles à faire face aux dynamiques spéculatives ; il convient de le remplacer par une approche macro-prudentielle qui tient compte des interdépendances et de la formation de risques à caractère

systémique dans le système financier international. Cependant, la régulation macro-prudentielle ne doit pas se restreindre au contrôle des cycles d'expansion et de récession, mais se doit d'assurer un « aménagement du cadre » au moyen duquel orienter la finance en vue de poursuivre des objectifs de développement collectivement accordés.

Puisque les instabilités financières actuelles s'expliquent, en partie, par la forme sous laquelle les relations monétaires sont organisées, toute réforme financière devrait être accompagnée d'une refonte du SMI, d'une mise en ordre des relations monétaires. Cet ordre viendrait avec la création d'une unité de compte et d'une entité supranationale qui la gère. La création, la circulation et la destruction de cette unité de compte refléteraient exclusivement les positions entre Banques Centrales qui, pour leur part, centraliseraient les flux monétaires liés à toutes les opérations économiques internationales. La relation entre les banques centrales nationales et l'entité supranationale – l'*ICU*, pour reprendre les termes de Keynes – se ferait par la mise en place de taux de change *absolues* et non pas *fixes*, pour éviter ainsi des pressions sur les les monnaies. Un tel mécanisme permettrait de procéder, en conditions d'égalité entre les pays, à des ajustements progressifs des balances extérieures dans un cadre financier plus stable et par un biais expansionniste.

Malgré ses avantages, ce système *à la Keynes* peut être compatible avec la multiplication de nouveaux phénomènes d'expansion et de récession financière et même avec l'existence de déficits importants du compte courant des pays membres. C'est pour cette raison que nous avons proposé de compléter cette réforme avec deux autres mesures : d'une part, une balance complémentaire qui hiérarchiserait les flux selon les opérations économiques pour lesquelles les flux se réalisent ; d'autre part, une départementalisation des banques, qui permettrait de conditionner l'émission monétaire aux investissement productifs et limiter ainsi le montant des dépôts disponibles pour les opérations financières.

En conclusion, nous pourrions nous montrer très satisfaits à partir des résultats de notre recherche : nous sommes partis d'une hypothèse ; nous avons construit une base théorique complexe pour mener notre recherche ; nous sommes avancés par les chemins de la théorie économique, de l'histoire, de les débats de politique économique contemporains ; finalement, non seulement nous confirmons notre hypothèse, mais nous proposons également un plan alternatif doté de mécanismes pour répondre à ce problème.

Au vu des réflexions menées à la fin du cinquième chapitre, on doit toutefois admettre qu'il

existe plusieurs obstacles à surmonter pour mettre en œuvre d'une tel alternative. D'abord, sur le plan géopolitique, le système contemporain accorde la centralité des relations monétaires au pays ou à la région émettrice de la monnaie-clé. Un système symétrique, comme celui que nous avons proposé, ne serait pas du goût de tous les États, dont les puissants, malgré ses avantages en termes de stabilité ou croissance. De plus, il existe un obstacle idéologique et théorique dans la mesure où la création d'une entité supranationale et son unité de compte nécessiterait préalablement une remise en question de la théorie économique dominante.

Pour finir, cette réforme affecterait profondément les formes d'accumulation internationale du capital et ferait apparaître, sur la scène économique, d'autres tensions qui se cachent actuellement sous le voile des crises financières. L'évolution du SMI est déterminée par l'économie internationale. Ainsi, dès les années 1950, le SMI s'est adapté aux grandes transformations économiques qui ont permis la reproduction d'étapes d'accumulation de capital tirée par des bulles et interrompues par les crises qui en découlent. Une réforme telle que celle exposée précédemment endiguerait ce type de croissance et nous mènerait à nous poser des questions sur le système économique contemporaine au-delà de la configuration de l'espace monétaire international.

Ce dernier constat oblige à clôturer ce travail de thèse en admettant ses limites et en proposant des pistes de recherche qui pourraient la compléter. En premier lieu, toujours en supposant que la tendance libéralisatrice des dernières décennies répondait à la nécessité du capital d'améliorer les conditions de rentabilité, il faut se demander dans quelle mesure une réforme monétaire et financière telle que celle présentée affecterait la dynamique d'accumulation du capital. Autrement dit, dans la phase actuelle du capitalisme, la croissance économique n'est-elle possible qu'au moyen de la création de bulles spéculatives temporaires et des crises qui leur succèdent ? Ou au contraire, est-il possible d'envisager une réforme des institutions – nationales ou internationales – plus vaste que celle que nous avons présentée et qui permet d'orienter l'accumulation de capital vers des objectifs de bien-être décidés collectivement. Au cas où la réponse à cette question est positive, il faudrait identifier les réformes à mettre en place de façon prioritaire et qui compléteraient le plan pour le SMI présenté ici. En cas négatif, il y a lieu d'approfondir, du moins d'un point de vue académique, la nécessité de démarrer une transition vers d'autres formes d'organisation économique.

Bibliographie

Adrian, T., & Brunnermeier, M. (2011). *CoVar* (Staff Reports No. 348). New York: Federal Reserve Bank of New York.

Aglietta, M. (1976). *Régulation et crises du capitalisme*. Paris: Calmann-Levy.

Aglietta, M. (1986). *La fin des devises-clé*. Agalma-La Découverte.

Aglietta, M., & Brand, T. (2013). *Un New Deal pour l'Europe*. Paris: O. Jacob.

Aglietta, M., & Breton, R. (2001). Financial systems, corporate control and capital accumulation. *Economy and Society*, *30*(4), 433–466. http://doi.org/10.1080/03085140120089054

Aglietta, M., & Moatti, S. (2000). *Le FMI: de l'ordre monétaire aux désordres financiers*. Paris: Economica.

Ahearne, A., & Pisani-Ferry, J. (2006). *The Euro, only for the agile* (Bruegel Policy Brief No. 2006/01).

Akamatsu, K. (1935). Waga kuni yomo kogyohin no susei. *Shogyo Keizai Ronso*, *13*, 129–212.

Akamatsu, K. (1937). Waga kuni keizai hatten no sogo benshoh. *Shogyo Keizai Ronso*, *15*, 179–210.

Akerlof, G. A. (1970). The market for "Lemons": quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, *84*(3), 488–500. http://doi.org/10.2307/1879431

Allain, O., & Canry, N. (2008). Croissance et répartition en France (1982-2006) : une approche par les VAR cointégrés. Presented at the AFSE, 57ème congrès annuel, Paris, France.

Allard, C., & Everaert, L. (2010). *Lifting euro area growth: priorities for structural reforms and governance* (IMF Staff Position Note No. SPN/10/19 November). International Monetary Fund.

Allegret, J. P., & Le Merrer, P. (2007). *Economie de la mondialisation*. Bruxelles: : De Boeck.

Altuzarra, A., Ferreiro, J., & Serrano, F. (2010). The role of Global Imbalances as a Cause of the Current Crisis. *Journal of Innovation Economics*, *0*(2), 25–48.

Álvarez Peralta, I. (2009). El ajuste salarial en EE.UU. entre 1980-2006: ¿La excepción norteamericana? In *Ajuste y Salario: Las consencuencias del neoliberalismo en América Latina y EEUU*. Fondo de Cultura Económica.

Arceo, E. (2011). *El largo camino a la crisis: centro, periferia y transformaciones en la economía mundial*. Buenos Aires, Argentina: Cara o Ceca.

Arès, M. (2001). *L'intégration monétaire des Amériques: Vers la dollarisation du continent?* (Note de Recherche No. 3 (1)). Groupe de Recherche en Économie et Sécurité – GRES.

Arriola, J. (2000). Globalización e imperialismo: liberalización financiera y asimetría monetaria. In Arriola, Joaquín & D. Guerrero (Eds.), *La Nueva Economía Política de la Globalización* (pp. 129–150). Bilbao: Universidad del País Vasco.

Arrow, K., & Debreu, G. (1954). The existence of an equilibrium for a competitive economy. *Econometrica*, *XXII*, 265–290.

Arrow, K., & Hahn, F. (1971). *General competitive analysis*. San Francisco: Holden-Day.

Aslund, A. (1992). *The post-soviet economy; soviet and western perspectives*. London: Pinter.

Auer, R. A. (2014). What drives TARGET2 balances? Evidence from a panel analysis. *Economic Policy*, *29*(77), 139–197.

Avdjiev, S., Upper, C., & von Kleis, K. (2010). Highlights of international banking and

financial market activity. *BIS Quarterly Review*, 13–24.

Balassa, B. (1981). The newly-industrializing developing countries after the oil crisis. *Weltwirtschaftliches Archiv*, *117*(1), 142–194.

Bank for International Settlements. (2010). *Report on global foreign exchange market activity in 2010* (Trienial Central Bank Survey).

Bank for International Settlements. (2011). *Macroprudential policy tools and frameworks* (Update to G20 Finance Ministers and Central Banks Governors).

Bank for International Settlements. (2013). *Foreign exchange turnover in april 2013: preliminary global results* (Trienial Central Bank Survey).

Bárcena, A., Prado, A., Rosales, O., & Pérez, R. (2011). *Aspectos destacados de la economía y el comercio* (No. 2011-240). Santiago de Chile: CEPAL.

Basel Committee on Banking Supervision. (2012). *Fundamental review of the trading book: a Revisited Market Risk Framework* (Consultative Document). Bank for International Settlements. Retrieved from http://www.bis.org/publ/bcbs265.pdf

Belitz, H., Clemes, M., & Gornig, M. (2009). *Germany's technological specialization assures growth opportunities* (Weekly Report No. 5). Berlin, Germany: German Institut for Economic Research.

Bellofiore, R. (2013). "Two or three things I know about her": Europe in the global crisis and heterodox economics. *Cambridge Journal of Economics*, *37*(3), 497–512. http://doi.org/10.1093/cje/bet002

Bellofiore, R., Garibaldo, F., & Mortagua, M. (2014). A credit-money and structural perspective on the Euro crisis: why exiting the euro is the answer to the wrong question. Presented at the Euro Workshop: Full Employment in Europe: With or Without the Euro?, Grenoble (France).

Bellofiore, R., Halevi, J., & Pasarella, M. (2010). Minsky in the new capitalism : the New Clothes of the Financial Instability Hypothesis. In D. B. Papadimitrou & L. R. Wray (Eds.), *The Elgar Companion to Hyman Minsky* (pp. 84–99). Cheltenham, UK: Edward Elgar.

Bénassy-Quéré, A., & Coeuré, B. (2005). Big and small currencies: the regional connection. In P. Artus, A. Cartapanis, & F. Legros (Eds.), *Regional Currency Areas in Financial Globalization* (pp. 182–199). Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Bénassy-Quéré, A., & Pisani-Ferry, J. (2011). *L'économie mondiale, 2011*. Paris: La Découverte.

Benedito, M., & Segura, J. (1968). *Capitalismo y sistema monetario internacional*. Madrid: Guadiana de Publicaciones.

Bergsten, C. . (1997). The Dollar and the Euro. *Foreign Affairs*, *76 (July-August)*, 83–95.

Bernanke, B. S. (2005). The global saving glut and the U.S current account deficit. In *Hommer Jones Lecture*. St Louis, Missouri.

Bernstein, E. M. (1968). *Republican Balance-of-Payments Seminar, remarks of Hon. Charles E. Goodell* (Congressional Record -reprint).

Bernstein, E. W. (1984). Reflections on Bretton Woods. In *The International Monetary System: Forty Years After Bretton Woods* (pp. 15–20). Boston.

Bhaduri, A., & Marglin, S. (1990). Unemployment and the real wage: the economic basis for contesting political ideologies. *Cambridge Journal of Economics*, *14*(4), 375–393.

Bhagwati, J., & Hirsch, M. (1998). *The Uruguay Round and beyond: essays in honor of Arthur Dunkel*. University of Michigan Press.

Bibow, J. (2010). *Global imbalances, the U.S Dollar dollar, and how the crisis at the core of*

global finance spread to "self-insuring" emerging market economies (Working Paper No. 591). Levy Economics Institute. Retrieved from http://papers.ssrn.com/abstract=1585424

Bindeil, U., & Winkler, A. (2012). Dual liquidity crises under alternative monetary standards. *Kredit Und Kapital*, *45*(2), 135–174.

Bin, W. (2014, May 5). Rmb internationalization: new bright spot in world economy. *China Today.*

Blanchard, O., & Giavazzi, F. (2002). Current account deficits in the Euro Area. The end of the Feldstein Horioka Puzzle? *Brooking Papers on Economic Activity*, *33*(2), 147–210.

Blanchard, O., Giavazzi, F., & Sa, F. (2005). *The U.S. current account and the Dollar* (Working Paper No. 11137). National Bureau of Economic Research. Retrieved from http://www.nber.org/papers/w11137

Block, F. L. (1977). *The origins of international economic disorder: a study of United States international monetary policy from World War II to the present*. California: University of California Press.

Bloomberg. (2013, October 16). China opens capital markets as U.K. taps overseas yuan business. Retrieved January 25, 2015, from http://www.bloomberg.com/news/2013-10-15/china-u-k-agree-on-yuan-pound-direct-trading-investment-quota.html

Bloomfield, A. I. (1959). *Monetary policy under the international gold standard, 1880-1914*. New York: Federal Reserve Bank of New York.

Bloomfield, A. I. (1963). *Short-term capital movements under the pre-1914 gold standard* (Princeton Studies in International Finance No. 11). Princeton: International Financial Section: Princeton University.

Blundell-Wignall, A., & Atkinson, P. E. (2008). The sub-prime crisis: causal distortions and

regulatory reform. In P. Bloxham & C. Kent (Eds.), *Lessons from the Financial Turmoil of 2007 and 2008* (pp. 55–102). Sydney: Reserve Bank of Australia. Retrieved from http://ideas.repec.org/h/rba/rbaacv/acv2008-06.html

Blundell-Wignall, A., Browne, F., & Manasse, P. (1990). *Monetary policy in the wake of financial liberalisation* (OECD Economics Department Working Paper No. 77). France: OECD.

Bordo, M. D. (1981). The classical god standard: some lessons for today. *Federal Reserve Bank of New St Louis Review*, *64*(5), 2–17.

Bordo, M. D. (1984). The gold standard: the traditionnal approach. In M. D. Bordo & A. J. Schwartz (Eds.), *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931* (pp. 23–120). Chicago: University of Chicago Press.

Bordo, M. D. (1999). *The gold standard & related regimes: collected essays*. Cambridge: Cambridge University Press.

Borio, C., & Drehmann, M. (2009). Assessing the risk of banking crises - revisited. *BIS Quarterly Review*, 29–46.

Borio, C. E. (2009, April 14). The macroprudential approach to regulation and supervision. *VOX*. Retrieved from http://www.voxeu.org/article/we-are-all-macroprudentialists-now?quicktabs_tabbed_recent_articles_block=0

Borio, C. E., & Disyatat, P. (2011). *Global imbalances and the financial crisis: Link or no link?* (BIS Working Papers No. 346). Bank for International Settlements. Retrieved from http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1859410

Boucher, C. (2011). Marchés, produits et acteurs: les fonds d'investissement. *Cahiers Français, 361*, 59–63.

Boughton, J. (1997). From Suez to Tequila: The IMF as crisis manager. In *The Origins and*

Management of Financial Crises. London: IMF.

Boughton, J. (2006). *American in the shadows: Harry Dexter White and the design of the International Monetary Fund* (Working Paper No. Wp/06/6). Washington: International Monetary Fund.

Bourrinet, J., & Vigneron, P. (2010). *Les paradoxes de la Zone Euro*. Bruxelles: Bruylant.

Bouvier, J. (1989). A propos de la stratégie d'encaisse (or et devises) de la Banque de France de juin 1928 à l'été 1932. In J. Bouvier, *L' historien sur son métier : études économiques XIXe- XXe siècles* (pp. 347–367). Ed. des Archives Contemporaines.

Bowles, S., & Boyer, R. (1995). Wages, Aggregate Demand and Employment in an Open economy: an Empirical Investigation. In G. Epstein & H. Gintis (Eds.), *Macroeconomic Policy after the Conservative Era. Studies in Investment, Saving and Finance* (pp. 143–174). Cambridge: Cambridge University Press.

Boyer, R. (1986). *La théorie de la régulation, une analyse critique*. Paris: La Découverte.

Boyer, R. (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, *29*(1), 111–145. http://doi.org/10.1080/030851400360587

Boyer, R., & Durand, J.-P. (1993). *L'après-fordisme*. Paris: Syros.

Boyer-Xambeu, M.-T., Gillard, L., & Deleplace, G. (1994). Régimes monétaires, points d'or et « serpent bimétallique » de 1770 à 1870. *Revue Économique*, *45*(5), 1139–1174.

Bradley, X. (2001). *An experience in banking departmentalisation: the Bank Act of 1844* (Research Papers of the Research Laboratory of Monetary Economics No. 5). Centre for Banking Studies.

Branstetter, L., & Lardy, N. (2008). China's embrace of globalization. In L. Brandt & T. Rawski, *China's great economic transformation* (pp. 633–682). Cambridge:

Cambridge University Press.

Brenner, R. (2006). *The economics of global turbulence: the advanced capitalist economies from long boom to long downturn*. New York: Verso.

Bretton Woods Commission I. (1944). *International Monetary Fund transcripts*. Bretton Woods.

Brunnermeier, M., Crockett, A., Goodhart, C., Persaud, A., & Shin, H. (2009). *The fundamental principles of financial regulation ('The Geneva Report')* (No. 11). Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB) and Centre for Economic Policy Research (CEPR).

Bubula, A., & Ötker, I. (2002). *The evolution of exchange rate regimes since 1990: evidence from de facto policies* (IMF Working Paper No. 02/155). International Monetary Fund. Retrieved from http://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/02-155.html

Buiter, H. ., & Crafe, C. (2001). *Central banking and the choice of currency regime in accession countries* (SUERF Studies No. 11). Vienna, Austria.

Buiter, W., & Rahbari, E. (2012). *TARGET2 redux: the simple accountancy and slightly more complex economics of Bundesbank loss exposure through the Eurosystem* (Discussion paper No. 9211). Centre for Economic Policy research.

Burlamaqui, L., & Kregel, J. (2005). Innovation, competition and financial vulnerability in economic development. *Brazilian Journal of Political Economy*, *25*(2), 5–22.

Byé, M., & de Bernis, G. D. (1987). *Relations économiques internationales* (5th edition). Paris: Dalloz.

Caballero, R. J., Farhi, E., & Gourinchas, P.-O. (2008). An equilibrium model of "Global Imbalances" and low interest rates. *American Economic Review*, *98*(1), 358–93.

Calomiris, C. W. (1998). Blueprints for a new global financial architecture. Presented at the

Asia: An Analysis of Financial Crisis, Chicago.

Calvo, G. A. (1999). On dollarization. In *Are We in a Global Economic Crisis*. Yale.

Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (1999). Capital flow reversals, the exchange rate debate, and dollarization. *Finance&Development*, *36*(3), 13–15.

Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2000). *Fixing for your life* (Working Paper No. 8006). National Bureau of Economic Research. Retrieved from http://www.nber.org/papers/w8006

Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2002). Fear of floating. *The Quarterly Journal of Economics*, *117*(2), 379–408. http://doi.org/10.1162/003355302753650274

Câmara Neto, A. F., & Vernengo, M. (2006). Monetary integration and dollarization: what are the lessons? In M. Vernengo (Ed.), *Monetary Integration and Dollarization: No Panacea* (Matias Vernengo, pp. 287–294). Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Cantillon, R. (1755). *Essai sur la nature du commerce en général*.

Cartelier, J. (1996). *La monnaie*. Dominos Flammarion.

Cassel, G. (1936). *The downfall of the gold standard*. Oxford: Oxford University Press.

Casserley, D., Härle, P., & Macdonald, J. (2009). *Should commercial and investment banking be separated?*. London: McKinsey & Company.

Cecchetti, S. G., McCauley, R., & McGuire, P. (2012). *Interpreting Target-2 balances* (BIS Working Papers No. 393). Bank of International Sttelements.

Cecioni, M., & Ferrero, G. (2012). *Determinants of TARGET 2 Imbalances* (Occasional Paper No. 136). Rome: Banca d'Italia.

Cencini, A. (2000). *World monetary disorders: exchange rates erratic fluctuations* (Working Paper No. 2). Vezia, Lugano: Research Laboratory in Monetary Economics.

Cencini, A. (2001). *What future for the international and european monetary system* (Quaderni di Ricerca No. 4). Lugano, Switzerland: Research Laboratory in Monetary Economics.

Cencini, A. (2005). *World monetary discrepancies: a new macroeconomic analysis*. Centro di Studi Bancari Villa Negroni.

Cencini, A. (2010). For a new system of international payments. *Banks and Bank Systems*, *5*, 47–57.

Cesaratto, S. (2013). The implications of TARGET2 in the European balance of payments crisis and beyond. *Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, *10*(3), 359–382.

Champion, P. F., & Trauman, J. (1991). *Mécanismes de change et marché des Euro-dollars* (4ème édition). Paris: Economica.

Chinn, M. D., Eichengreen, B. J., & Ito, H. (2011). *A forensic analysis of global imbalances* (Working Paper No. 17513). National Bureau of Economic Research. Retrieved from http://www.nber.org/papers/w17513

Chinn, M. D., & Frieden, J. (2009). Reflections on the causes and consequences of the debt crisis of 2008. *La Follete Policy Report*, *19*(1), 1–5.

Chinn, M. D., & Ito, H. (2005a). *Current account balances, financial developments and institutions: assaying the world "saving glut"* (NBER Working Paper). National Bureau of Economic Research. Retrieved from http://www.nber.org/papers/w11761

Chinn, M. D., & Ito, H. (2005b). *What matters for financial development? Capital controls, institutions and interactions* (NBER Working Paper No. 11370).

Choudhiri, E., & Kouchin, L. (n.d.). The exchange rate and the international transmission of business disturbances: some evidence from the great depression. *Journal of Money,*

Credit and Banking, *12*.

Clarida, R. (2005a). Japan, China, and the US current account deficit. *Cato Journal*, *25*(1 (Winter)), 111–114.

Clarida, R. (2005b). Some thoughts on "the sustainability and adjustment of global current account imbalances." Council of Foreign Relations.

Clarke, S. (1967). *Central bank cooperation: 1924-1931* (Federal Reserve Bank of New York). New York. Retrieved from https://fraser.stlouisfed.org/docs/meltzer/clacen67.pdf

Clark, W. R. (2005). *Petrodollar warfare: Oil, Iraq and the future of the Dollar.* Gabriola Island, B.C: New Society Publishers.

Cleveland, H. arol. van B. (1976). The International Monetary System in the interwar period. In B. M. Rowland (Ed.), *Balance of Power or Hegemony: The Interwar Monetary System* (Benjamin Rowland). New York: New York University press.

Coeurdacier, N., & Martin, P. (2006). *The geography of asset trade and the euro: insiders and outsiders* (ESSEC Working Paper No. 06020). Centre pour la Recherche Économique et ses Applications.

Cohen, B. J. (1998). *The geography of money* (1 edition). Ithaca, New York: Cornell University Press.

Cohen, B. J. (2000). Beyond EMU: the problem of sustainability. In *The Political Economy of European Monetary Integration* (Barry Eichengreen and Jeffry A. Frieden, pp. 179–204). Boulder, Colorado: Westview Press.

Cohen, B. J. (2003a). Dollarization: rest in peace. *International Journal of Political Economy*, *33*(1), 4–20.

Cohen, B. J. (2003b). Monetary union: the political dimension. In D. Salvatore, J. W. Dean, &

T. D. Willet, *The Dollarization Debate* (pp. 154–171). Oxford University Press.

Collinson, P. (2012, April 27). China: is it a big bubble about to burst? *The Guardian*. Retrieved from http://www.theguardian.com/money/2012/apr/27/china-big-bubbles-about-to-burst

Commission des Communautés Européennes. (2001). *Réussir l'élargissement: Document de stratégie et Rapport de la Commission européenne sur les progrès réalisés par chacun des pays candidats sur la voie de l'adhésion* (SEC). Bruxelles.

Commission Européenne. (2013). *Gobernanza Economica de la UE: normas económicas rigurosas para gestionar el Euro y la Unión Económica y Monetaria*. Belgium.

Committee on Currency and Foreign Exchanges After the War [Cunliffe Committee], Eichengreen, B. J., & Flandreau, M. (1997). First interim report. In *The gold standard in theory and history* (pp. 166–176). London and New York: Routledge.

Cooper, R. (1999). Exchange rate choices. Presented at the Federal Reserve Bank of Boston Conference on Rethinking the International Monetary System, Chatham, Massachusetts.

Correa, E. (1998). *Crisis y desregulación financiera*. México, D.F: Siglo Veintiuno.

Coval, J. D., Jurek, J. W., & Stafford, E. (2009). Economic catastrophe bonds. *American Economic Review*, *99*(3), 628–66.

Craig, V. (1998). Financial deregulation in Japan. *FDIC Banking Review*, *11*(3), 1–12.

Crockett, A. (2000). Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability. Presented at the BIS Speeches, Basel, Switzerland.

Crockett, A. (2009). Rebatir l'architecture financière: Que faire pour renforcer la régulation et le contrôle financier. *Finances&Development*, *46*(3), 18–19.

Crotty, J. (2005). The neoliberal paradox: the impact of destructive product market

competition and “modern” financial markets on nonfinancial corporation performance in the neoliberal era. In Gerald A. Epstein, *Financialization and the World economy* (pp. 77–110). Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Cussen, M., & O’Leary, B. (2013). Why are Irish non-financial corporations so Indebted? *Irish Central Bank. Quarterly Bulletin, 01*, 104–118.

Davidson, P. (1982). *Money and the real world*. New York: John Wiley & Sons / Halsted Press.

Davidson, P. (2003a). Are fixed exchange rates the problem and flexible exchange rates the cure? *Eastern Economic Journal*, *29*(2), 259–268.

Davidson, P. (2003b). *Financial markets, money, and the real world*. Edward Elgar Publishing.

Debreu, G. (1959). *Theory of value*. New York: Wiley.

De Brunhoff, S. (1976). *État et capital: recherches sur la politique économique*. Grenoble (France): Presses Universitaires de Grenoble.

De Cecco, M. (1979). Origines of the post-war payments system. *Cambridge Journal of Economics*, *3*(49-61).

De Cecco, M. (1991). *El Sistema Monetario Internacional*. Vilassar del Mar: Oikos-Tau.

De Grauwe, P. (1993). The political economy of monetary union in Europe. *The World Economy*, *16*(6), 653–61.

De Grauwe, P. (1999). *La monnaie internationale: théories et perspectives*. Paris Bruxelles: De Boeck Université.

De Grauwe, P. (2013). The political economy of the euro. *Annual Review of Political Science*, *16*(1), 153–170. http://doi.org/10.1146/annurev-polisci-060911-085923

De Grauwe, P., & Ji, Y. (2012, November 2). TARGET2 as a scapegoat for German errors.

VOXeu. Retrieved from http://www.voxeu.org/article/target2-scapegoat-german-errors

De la Dehesa, G. (2009). *La primera gran crisis financiera del Siglo XXI: orígenes, detonantes, efectos, respuetas y remedios*. Alianza Editorial.

DeLong, J. . (2011, June). Confessions of a financial deregulator. *Project-Syndicate (www.project-Syndicate.org)*.

Dempere, P., & Quenan, C. (2000). Les débats sur la dollarisation : un état des lieux. In G. Couffignal (Ed.), *Amérique Latine 2000* (pp. 65–93). Paris: IHEAL, La documentation française.

Desai, R. (2013). *Geopolitical economy: after U.S hegemony, globalization and empire*. London: Pluto Press.

De Santis, R. A., & Gérard, B. (2006). *Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union* (ECB Working Papers No. 626). European Central Bank.

Desprès, E., Kindleberger, C., & Salant, W. S. (1966, February 5). The dollar and world liquidity: a minority view. *The Economist*.

Destatis. (2014). *Foreign trade: Ranking of Germany's trading partners in foreign trade, 2014* (Statistisches Bundesamt). Wiesbaden: Destatis, Wissen, Nutzen.

Deutsche Bundesbank. (2008). *Germany's International Investment Position since the beggining of monetary union: development and structure* (Monthly report).

Diaz Burdett, M., Perdomo, R., & Flores Ponce, R. (2001). La dolarización: un nuevo tema de debate para la sociedad civil hondureña. Presented at the Foro Social de Deuda Externa y Desarrollo de Honduras (FOSDEH), Tegucigalpa, Honduras.

Dicken, P. (1992). *Global shift: the internationalization of economic activity.* London: Paul Chapman Publishings.

Dicken, P. (2003). *Global shift: reshaping the global economic map in the 21st century*. New York: Guilford.

Dierckxsens, W. (2008). *Crisis sistémica y depresión mundial: las causas estructurales de la crisis financiera*. Observatorio Internacional de la Crisis. Retrieved from http://www.observatoriodelacrisis.org/2008/07/crisis-sistemica-y-depresion-mundial-las-causas-estructurales-de-la-crisis-financiera/

Dokko, J., Doyle, B., Kiley, M. T., Kim, J., Sherlund, S., Sim, J., & Van den Heuvel, S. (2009). *Monetary policy and the housing bubble* (No. 2009-49). Washington D.C: Federal Reserve Board (Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs).

Dooley, M. P., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. (2003). *An essay on the revived Bretton Woods system* (Working Paper No. 9971). National Bureau of Economic Research. Retrieved from http://www.nber.org/papers/w9971

Dooley, M. P., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. (2007). Direct investment, rising real wages and the absorption of excess labor in the periphery. In R. Clarida (Ed.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment* (pp. 103–132). Chicago: University of Chicago Press.

Dooley, M. P., Folkerts-Landau, D., & Garber, P. (2008). *Asia, interest rates and the dollar.* Deutsche Bank.

Dornbusch, R., & Werner, A. (1994). Mexico: stabilization, reform, and no growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, *25*(1), 253–316.

Dostaler, G. (2012). *Keynes y el desempleo*. Madrid: Ediciones Maia.

Dumenil, G., & Lévy, D. (1993). *The economics of the profit rate: competition, crises, and historical tendencies in capitalism*. Aldershot, England: Edward Elgar.

Dumenil, G., & Lévy, D. (2001). Costs and benefits of neoliberalism: a class analysis. *Review*

of International Political Economy, *8*(4), 578–607.

Duménil, G., & Lévy, D. (2004). Neoliberal income trends. Wealth, class and ownership in the USA. *New Left Review*, *30*, 105–133.

Durán Lima, J. E., & Alvarez, M. (2008). *Indicadores de comercio exterior y política comercial: mediciones de posición y dinamismo comercial*. Santiago de Chile: CEPAL.

Ederer, S., & Stockhammer, E. (2007). Wages and aggregate demand in France: an empirical investigation. In E. Hein & A. Truger (Eds.), *Money, Distribution and Economic Policy- Alternatives to Orthodox Macroeconomics* (pp. 119–138). Cheltenham, UK: Edward Elgar.

Edey, M., & Hviding, K. (1995). *An assessment of financial reform in OECD countries* (OECD Economics Department Working Paper No. 154). OECD. Retrieved from http://www.oecd.org/fr/finances/monetaire/35235099.pdf

Edwards, S. (2003). Dollarization: myths and realities. In D. Salvatore, J. W. Dean, & T. D. Willet (Eds.), *The Dollarization Debate* (pp. 111–128). Oxford: Oxford University Press.

Edwards, S., & Magendzo, I. (2003). Dollarization and economic performance: what do we really know? *International Journal of Finance and Economics*, *8*(1), 351–63.

Eichengreen, B., & Hausmann, R. (1999). *Exchange rates and financial fragility* (NBER Working Paper No. 7418). National Bureau of Economic Research. Retrieved from http://www.nber.org/papers/w7418

Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza, U. (2002). Original sin: the pain, the mystery and the road to redemption. Presented at the Inter-American Development Bank Conference: Currency and Maturity Matchmaking: Redeeming Debt from Original

Sin, Washington D.C.

Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza, U. (2003). *Currency mismatches, debt intolerance and original sin: why they are not the same and why it matters* (Working Paper No. 10036). National Bureau of Economic Research. Retrieved from http://www.nber.org/papers/w10036

Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza, U. (2004). The pain of original sin. In B. J. Eichengreen & R. Hausmann (Eds.), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies* (pp. 13–47). Chicago: University of Chicago Press.

Eichengreen, B. J. (1985). International policy coordination in historical perspective: a view from the interwar years. In H. . Buiter & R. C. Marston, *International Economic Policy Coordination* (pp. 139–183). Cambridge: Cambridge University Press.

Eichengreen, B. J. (1994a). *International monetary arrangements for the 21st century.* Washington DC: Brookings Institution Press.

Eichengreen, B. J. (1994b). The interwar economy in an european mirror. In R. Floud & D. N. McCloskey (Eds.), *The Economic History of Britain since 1700* (Vol. 2: 1860–1939, pp. 291–319). Cambridge: Cambridge Univesity Press.

Eichengreen, B. J. (1996). *Golden fetters: the gold standard and the great depression 1919-1939*. New York: Oxford University Press.

Eichengreen, B. J. (1999). *Toward a new international financial architecture: a practical post-Asia agenda*. Washington DC: Peterson Institute.

Eichengreen, B. J. (2002). When to dollarize. *Journal of Money, Credit and Banking*, *34*(1), 1–24.

Eichengreen, B. J. (2003). What problems can dollarization solve. In D. Salvatore, J. W.

Dean, & T. D. Willet (Eds.), *The Dollarization Debate* (pp. 129–139). Oxford: Oxford University Press.

Eichengreen, B. J. (2004). Real and pseudo preconditions for an asian monetary union. Presented at the Asian Development Bank High-Level Conference on Asia's Economic Cooperation and Integration, Manila.

Eichengreen, B. J. (2006). Can emerging markets float? In M. Vernengo (Ed.), *Monetary Integration and Dollarization: No Panacea* (Matias Vernengo, pp. 149–175). Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Eichengreen, B. J. (2007). European integration: what lessons for asia. In *Asian Development Bank project on Asian Regionalism*. Manila.

Eichengreen, B. J. (2008). *Globalizing capital* (2nd edition (First edition in 1996)). Princeton: Princeton University Press.

Eichengreen, B. J. (2009). How to prevent future crises: create a world financial organization. In Reinventing Bretton Woods Committee, *Building an International Monetary and Financial System for the 21st Century*. Retrieved from https://sipa.columbia.edu/sites/default/files/RBWCAgendaforReformeBook.pdf

Eichengreen, B. J. (2012). *Exorbitant privilege: the rise and fall of the dollar and the future of the international monetary system*. Oxford: Oxford University Press.

Eichengreen, B. J. (2014a). A requiem for Global Imbalances. *Project-Syndicate (www.project-Syndicate.org)*. Retrieved from http://www.project-syndicate.org/commentary/barry-eichengreen-notes-that-a-decade-after-external-imbalances-emerged-as-a-supposed-threat-to-the-global-economy--the-problem-has-disappeared

Eichengreen, B. J. (2014b, July 2). What Europe's crisis means for asia. *CaixinOnline*.

Retrieved from http://english.caixin.com/2012-07-02/100406260.html

Eichengreen, B. J., & Temin, P. (2000). The gold standard and the great depression. *Contemporary European History*, *9*(2), 183–207.

Eichengreen, B., & Park, Y. C. (2006). Global imbalances and emerging markets. Presented at the Conference on European and Asian Perspectives on Global Imbalances, Beijing.

Emerson, M., Gros, D., Pisani-Ferry, J., & Reichenbach, H. (1992). *One market, one money: an evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union*. New York: Oxford University Press.

Engdahl, F. W. (1993). *A century of war: anglo-american oil politics and the new world order.* Massachusetts: Paul & Company Publishers Consortium Inc. Conconrd.

Epstein, G. (2005). *Financialization and the world economy*. Aldershot: Edward Elgar.

European Central Bank. (2010). *Reinforcing economic governance in the Euro Area*. ECB. Retrieved from https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/reinforcingeconomicgovernanceintheeuroareaen.pdf

European Central Bank. (2012). ECB extends the existing swap arrangements with other central banks. Retrieved August 4, 2014, from http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr121213.en.html

European Central Bank. (2013). ECB establishes standing swap arrangements with other central banks. Retrieved August 4, 2014, from http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr131031.en.html

European Economic Advisory Group. (2012). The European balance-of-payments problem. In *The EEAG Report on the European Economy* (pp. 57–81). Munich: CESifo.

European Union. (1999). *Sixth periodic report on the regions: summary of main findings* (Fac

Sheet No. 6). European Union.

Febrero, E., Uxó, J., & Bermejo, F. (2012). El funcionamiento del TARGET2 desde la Gran Recesión. Una aproximación desde la óptica del circuito monetario. In *XIII Jornadas de Economía Crítica, Los costes de la crisis*. Sevilla.

Federal Open Market Committee. (1979a). *FOMC meeting transcript*. Federal Reserve.

Federal Open Market Committee. (1979b). *Record of political actions*. Federal Reserve.

Feige, E. L., Faulend, M., Šonje, V., & Šošiæ, V. (2003). Unofficial dollarization in Latin America: currency substitution, network externalities, and irreversibility. In D. Salvatore, J. W. Dean, & T. D. Willet (Eds.), *The Dollarization Debate* (Dominic Salvatore, James W.Dean and Thomas D Willet, pp. 46–71). Oxford New York: Oxford University Press.

Feldstein, M., & Horioka, C. (1980). Domestic saving and international capital flows. *The Economic Journal*, *90*, 314–390.

Fellner, W., Machlup, F., & Triffin, R. (Eds.). (1966). *Maintaining and restoring balance on international payments*. Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

Fernald, J., & Loungani, P. (2004). Comrades or competitors. *Chicago Fed Letter*, *200*, 1–4.

Fernandez Durán, R. (1996). *Contra la Europa del capital y la globalización económica*. Madrid: Talasa.

Ferreiro, J., Peinado, P., & Serrano, F. (2013). Global imbalances as constraints to the economic activity in the world economy. In P. Arestis & M. Sawyer, *Economic Policies, Governance and the New Economics* (pp. 122–164). Basinestoke: Palgrave MacMillan.

Ferreiro, J., & Serrano, F. (2009). El fenómeno de los “global imbalances” y la crisis financiera actual. *Ekonomiaz*, *72*, 180–197.

Figuera, S. (2001). *Théorie monétaire dans l'économie capitaliste*. Paris: Editions L'Harmattan.

Figuière, C., & Guilhot, L. (2010). L'Asie d'une crise à l'autre: l'impact sur l'intégration régionale. In *XXVIèmes journées du développement de l'Association Tiers-Mondes: Crises et soutenabilité du développement*. Strasbourg.

Fischer, S. (1982). Seigniorage and the case for national money. *Journal of Political Economy*, *90*(2), 295–313.

Fischer, S. (1999). *The financial crisis in emerging markets: lessons for Eastern Europe and asia*. IMF Speeches.

Fischer, S. (2001). Exchange rate regimes: is the bipolar view correct? *Journal of Economic Perspectives*, *15*(2), 3–24.

Fisher, I. (1933). The debt deflation theory of Great Depressions. *Econometrica*, *1*(1), 337–357.

Flassbeck, H., & Lapavitsas, C. (2013). *The systemic crisis of the Euro - true causes and effective therapies*. Berlin, Germany: Rosa Luxemburg Stiftung.

Fleming, M. (1958). Exchange depreciation, financial policy and the domestic price level. *Staff Papers, IMF*, *6*(2), 289–322.

Fleming, M. (1962). Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates. *Staff Papers, IMF*, *9*(3), 369–379.

Foster, J. B. (1988). The fetish of fordism. *Monthly Review*, *39*(10), 14–33.

Frankel, J. A. (1995). Still the lingua franca: the exaggerated death of the Dollar. *Foreign Affairs*, *74*(4), 9–16. http://doi.org/10.2307/20047203

Frankel, J. A. (1999). *No single currency regime is right for all countries or at all times* (NBER Working Paper No. 7338). National Bureau of Economic Research. Retrieved

from http://www.nber.org/papers/w7338

Frankel, J. A. (2005). *On the renminbi: the choice between adjustment under a fixed exchange rate and adjustment under a flexible rate* (NBER Working Paper No. 11274). National Bureau of Economic Research. Retrieved from http://www.nber.org/papers/w11274

Frankel, J. A. (2007). *Nine reasons we are given not to worry about the US deficits* (Commision on Growth and Development. Workshop on Global trends and Challenges). Yale University.

Frankel, J. A. (2010). The renminbi since 2005. In S. Evenett (Ed.), *The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law* (pp. 51–60). Center for Economic and Policy Research.

Frankel, J. A., & Rose, A. K. (1998). The endogeneity of the optimum currency area criteria. *Economic Journal*, *108*(449), 1009–1025.

Frieden, J. A. (1993). The dynamics of international monetary systems: international and domestic factors in the rise, reign, and demise of the classical gold standard. In J. Snyder & R. Jervis (Eds.), *Coping with Complexity in the International System* (Jack Snyder and Robert Jervis, pp. 137–162). Boulder, CO: Westview Press.

Friedman, M. (1953). The case for flexible exchange rates. In M. Friedman, *Essays in Positive economics* (pp. 157–203). Chicago: University of Chicago Press.

Friedman, M. (1968). The role of monetary policy. *The American Economic Review*, *58*(1), 1–17.

Froud, J., Haslam, C., Johal, S., & Williams, K. (2000). Shareholder value and financialization: consultant promises, management moves. *Economy and Society*, *29*(1), 80–110.

Furtado, C. (1967). *Teoría y política del desarrollo económico* (6ème édition). Mexico: Fondo

de Cultura Económica.

Gabor, D. (2013). Learning from Japan: The ECB and the european sovereign debt crisis. *Review of Political Economy*, *26*(2), 190–206.

Gagnon, J. (2010). *Current account imbalances coming back* (Peterson Institute for International Economics Working paper No. 11-1). Washington DC: Peterson Institute. Retrieved from http://papers.ssrn.com/abstract=1739916

Galbraith, J. K. (1993). *A short history of financial euphoria*. New York: Whittle Books in association with Vikings.

Gapen, M. T., Gray, D. F., Lim, C. H., & Xiao, Y. (2005). Measuring and analyzing sovereign risk with contingent claims. *IMF Staff Papers*, *55*, 109–148.

Garber, P. (1999). The TARGET-2 mechanism: Will it propagate or stifle a stage III Crisis? *Carnegie-Richester Conference Series on Public Policy*, *51*, 195–220.

Garber, P. (2010). *The mechanism of intra-euro capital flight* (Economic Special Report). Berlin, Germany: Deutsche Bank Global Market Strategy.

Garcia Ruiz, J. L. (1992). Patrón oro, banca y crisis (1875-1936): una revisión desde la historia económica. *Cuadernos de Estudios Empresariales*, *2*, 57–86.

Gaulard, M. (2013, juin). *La bulle immobilière chinoise*. Séminaire Actualité de la recherche, Grenoble (France).

Gibson. (1889). *The stock exchanges of London, Paris, and New York: a comparison*. New York: G.P. Putnam's Sons.

Gillman, J. M. (1957). *The falling rate of profit: marx's law and its significance to twentieth-century capitalism*. London: Dennis Dobson.

Gnos, C. (2006). Reforming the international payment system : an assessment. In L.-P. Rochon & S. Rossi (Eds.), *Monetary and exchange rate systems: a global view of*

financial crises (pp. 127–139). Cheltenham, UK: Edward Elgar.

Goldfajn, I., & Olivares, G. (2001). Full dollarization: the case of Panama. *Economía*, *1*(2), 101–156.

Goldstein, M., & Turner, P. (2004). *Controlling currency mismatches in emerging markets*. Washington DC: Institute for International Economics.

Goodhart, C. (1995). The political economy of monetary union. In P. Kenen (Ed.), *Understanding Interdependence: The macroeconomics of the Open Economy* (pp. 450–505). Princeton: Princeton University Press.

Goodhart, C. (2001). What weight should be given to asset prices in the measurement of inflation? *Economic Journal*, *111*, 335–356.

Goodhart, C. (2009). Procyclicality and financial regulation. *Estabilidad Financiera, Revista Del Banco de España*, *16*.

Goodhart, C., & Hoffman, B. (2001). Monetary policy adjustments with asset price fluctuations. In *11th Annual Hyman P. Minsky Conference, Levy Economic Institute*. New York.

Goodhart, C., & Persaud, A. (2008, June 5). A party people's guide to financial stability. *Financial Times*.

Gourinchas, P.-O., & Rey, H. (2005). *From world banker to world venture capitalist: U.S external adjustment and the exorbitant privilege* (NBER Working Paper No. 11563). National Bureau of Economic Research.

Gowan, P. (1998). The globalization gamble: the Dollar-Wall Street regime and its consequences. *N.p*. Retrieved from http://attacberlin.de/fileadmin/Sommerakademie/Gowan_DollarWallstreetRegime.pdf

Gowan, P. (1999). *The global gamble: Washington's faustian bid for world dominance*.

London: Verso.

Goyal, R., Brooks, P. K., Pradhan, M., Tressel, T., Dell'Ariccia, G., Leckow, R., & Pazarbasioglu, C. (2013). *A banking union for the Euro Area* (IMF Staff Discussion Note No. 13/01). International Monetary Fund.

Grabel, H. (1997). Saving, investments, and funcional efficiency: a comparative examination of national financial complexes. In R. Pollin (Ed.), *The Macroeconomics of Savings, Finance and Investment* (pp. 251–297). Ann Harbor: University of Michigan Press.

Grafe, C., & Buiter, W. (2001). Central banking and the choice of currency regime in accession countries. *Revue D'économie Financière (English Ed.)*, *6*(1), 287–318. http://doi.org/10.3406/ecofi.2001.4564

Gramsci, A. (1971). Americanism and fordism. In *Selections from the Prison Notebooks*. London: Lawrence & Wishart.

Greenspan, A. (2004a). "Current account", remarks by chairman Alan Greenspan. In *Remarks before the Economic Club of New York*. New York.

Greenspan, A. (2004b). The evolving U.S Payments Imbalance and it's Impact on Europe and the Rest of the World. *Cato Journal*, *24*(1-2), 1–11.

Greenspan, A. (2010). The crisis. *Brooking Papers on Economic Activity*, *Spring 2010*, 201–261.

Gross, D., & Alcidi, C. (2013). *The global economy in 2030: trends and strategies for europe*. ESPAS.

Grubel, H. G. (1970). *The International Monetary System: efficiency and practical alternatives*. Harmondsworth: Penguin Books.

Gruber, J. W., & Kamin, S. B. (2005). *Explaining the global pattern of current account imbalances* (International Finance Discussion Papers No. 846). Board of Governors of

the Federal Reserve System. Retrieved from http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560607000241

Guha, K. (2009, January 1). Paulson says crisis sown by imbalance. *Financial Times*. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/ff671f66-d838-11dd-bcc0-000077b07658,Authorised=false.html?_i_location=http%3A%2F%2Fwww.ft.com%2Fcms%2Fs%2F0%2Fff671f66-d838-11dd-bcc0-000077b07658.html%3Fsiteedition%3Dintl&siteedition=intl&_i_referer=#axzz2piuJX7a6

Guihot, L. (2008). *L'intégration économique régionale de l'asean+3. la crise de 1997 à l'origine d'un regime régional* (Humanities and Social Sciences). Université Pierre Mendès France, Grenoble II, Grenoble, France.

Guillebaud, C. W. (1940). Hitler's new economic order for europe. *The Economic Journal*, *50*(200), 449–460. http://doi.org/10.2307/2226204

Guillén, A. (2013). América Latina: neoliberalismo, políticas macroeconómicas y proyectos nacionales de desarrollo. In *Seminario Internacional Socialismo del Buen Vivir en América Latina*. Quito, Ecuador.

Hahn, F. (1965). On some problem of proving the existence of an equilibrium in a monetary economy. In F. Hahn & F. Brechling (Eds.), *The theory of interest rates* (pp. 126–135). London: MacMillan.

Hakim, P. (1992). La iniciativa para las Américas ¿Qué quiere Washington? In R. Bouzas & N. Lustig (Eds.), *Liberalización comercial e integración regional. De NAFTA a MERCOSUR*. Buenos Aires, Argentina: Grupo Editorial Latinoamericano.

Hale, G., & Obstfeld, M. (2014). *The Euro and the geography of international debt flows* (NBER Working Paper No. 2014-10). National Bureau of Economic Research.

Hanson, S. G., Kashyap, A., & Stein, J. C. (2011). A macroprudential approach to financial

regulation. *Journal of Economic Perspectives*, *25*(1), 3–28.

Hart-Landsberg, M., & Burkett, P. (2006). China and the dynamics of transnational accumulation: causes and consequences of global restructuring. *Historical Materialism*, *14*(3), 3–43.

Harvey, D. (2007). *A brief history of neoliberalism*. Oxford: Oxford University Press.

Harvey, D. (2010). *A companion to Marx's Capital*. London ; New York: Verso.

Hausmann, R. (1999). Currencies: should there be five or one hundred and five. In *Opciones Cambiarias para la región, Banco Interamericano de Desarrollo*. Panama.

Hausmann, R., Panizza, U., & Stein, E. H. (2000). *Why do countries float the way they float?* (Research Department Publications No. 4205). Inter-American Development Bank, Research Department. Retrieved from http://ideas.repec.org/p/idb/wpaper/4205.html

Hawtrey, R. . (1922). *Monetary reconstruction*. Toronto, New York, Bombay, Calcuta and Madras: Longmans, Green and Co.

Hawtrey, R. . (1933). *The gold standard in theory and practice*. London: Longsman, Green & Co.

Hein, E. (2004). Money, credit and the interest rate in Marx's economic. On the similarities of Marx's monetary analysis to Post-Keynesian economics. *International Papers in Political Economy*, *11*(2), 1–43.

Hein, E., & Tarassov, A. (2010). Distribution, aggregate demand and productivity growth: theory and empirical results for six OECD countries based on a post-Kaleckian model. *Cambridge Journal of Economics*, *34*(4), 727–754.

Hein, E., & Vogel, L. (2008). Distribution and growth reconsidererd. *Cambridge Journal of Economics*, *32*(3), 479–511. http://doi.org/10.1093/cje/bem047

Helleiner, E. (1994). *States and the reemergence of global finance*. Ithaca (N.Y.): Cornell

University Press.

Helleiner, E. (1995). Explaining the globalization of financial markets: bringing states back in. *Review of International Political Economy*, *2*(2), 315–341.

Helleiner, E. (2002). *Dollarization diplomacy: US policy toward Latin America coming full circle* (TIPEC Working Paper No. 02/8). Ontario, Canada: Trent International Political Economy Centre.

Hernandez Roque, E. (2009). Elección del régimen cambiario y la gran depresión. *Revista Banco Central de Cuba*, *1*(Mundo Financiero), 15–18.

Hicks, J. . (1937). Mr. Keynes and the classics, a suggested interpretation. *Econometrica*, *5*(2), 147–159.

Hicks, J. . (1967). *Critical essays in monetary theory*. Oxford: Clarendon Press.

Hoang Ngoc, L. (2007). *Le fabuleux destin de la courbe de Phillips*. Presses Universitaires du Septentrion.

Honkapohja, S., & Pikkarainen, P. (1994). Country characteristics and the choice of the exchange rate regime: are mini-skirts followed by maxis? In J. Akerholm & A. Giovannini (Eds.), *Exchange rate policies in the nordic countries* (pp. 31–53). London: Centre for Economic Policy Research.

Horsefield, J. . (1969b). *The International Monetary Fund 1945-1965* (Vol. 3: Documents). Washington D.C: International Monetary Fund.

Horsefield, J. . (1969a). *The International Monetary Fund 1945-1965* (Vol. 1: Chronicle). Washington D.C: International Monetary Fund.

Hubbard, R. G. (2005, June 23). A paradox of interest. *Wall Street Journal*. New York.

Hudson, M. (2003). *Super imperialism: the origin and fundamentals of U.S. world dominance* (2nd edition). London, Sterling, Virginia: Pluto Press.

Hudson, M. (2010). *The transition from industrial capitalism to a financialized bubble economy* (Working Paper No. 627). New York: Levy Economics Institute of Bard College.

Hume, D. (1985). *Essays, moral, political and literary.* Indianapoli: Liberty Fund.

Hume, M., & Sentance, A. (2009). The global credit boom: challenges for macroeconomics and policy. *Journal of International Money and Finance*, *28*, 1426–61.

Husson, M. (2009, December). Taux de profit: et pourtant il monte! Retrieved from http://hussonet.free.fr/h9tprof.pdf

Husson, M. (2010). A European strategy for the left. *Socialist Resistance*. Retrieved from http://socialistresistance.org/1165/a-european-strategy-for-the-left

Institute National de la Statistique et des Études Économiques. (2009). *Partage de la valeur ajoutée, partage des profits et écarts de rémunérations en France* (Rapport au Président de la République).

International Economic Conference Genoa. Financial Commission. (1922). *Resolutions of the financial commission recommending certain resolutions for adoption by the confernece*.

International Monetary Fund. (2005). *Global financial stability report*. Washington DC: IMF.

International Monetary Fund. (2007). *Review of exchange arrangements, restrictions, and controls* (Prepared by Monetary and Capital Markets Department). Washington D.C.

International Monetary Fund. (2011). *Good progress but testing times ahead for Portugal* (Survey Magazine: Countries&Regions). IMF.

International Monetary Fund. (2012). *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions, 2012*. Washington D.C: IMF.

Invertia. (2013, October). China autoriza a Londres a invertir en yuanes en las bolsas chinas.

Retrieved November 4, 2013, from http://www.invertia.com/noticias/articulo-final.asp?idNoticia=2911957&strGoo=china-autoriza-londres-invertir-yuanes-bolsas-chinas&

Jameson, K. (2006). Dollarization in Latin America: 2004 and beyond. In *Monetary Integration and Dollarization: No Panacea* (Matías Vernengo, pp. 276–286). Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Jeanne, O. (n.d.). Why do emerging economies borrow in foreign currency? In B. J. Eichengreen & R. Hausmann (Eds.), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economie* (pp. 190–217). Chicago: University of Chicago Press.

Jetin, B., Kurt, O. ., & Su, A. (2012). Unbalanced distribution of income and Unbalanced Chinese Growth: Single Equation Estimations Based on Bhaduri/Marglin Model. In *Political Economy and the Outlook for Capitalism*. Paris.

Johnson, H. G. (1969). The case for flexible exchange rates. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 12–24.

Jones, C., & Steen, M. (2012, October 9). IMF warns eurozone on capital flight. *Financial Times*.

Junko, T. (1999). Intraregional trade: transitions and outlook. In S. Sekiguchi & M. Noda, *Road to ASEAN-10: Japanese perspectives on economic integration* (pp. 82–97). Political Science.

Kaldor, N. (1955). Alternative theories of distribution. *Review on Economic Studies*, *23*(2), 83–100.

Kalecki, M. (1944). Professor Pigou on "the classic stationary state": a comment. *Economic Journal*, *54*(1), 131–132.

Kapstein, E. B. (1994). *Governing the global economy: international finance and the state*. Cambridge, Massachusetts: Harvard University.

Kawai, M., Petri, P. A., & Sisli-Ciamarra, E. (2010). Asia in global governance: a case for decentralized institutions. In M. Kawai, J. Lee, & P. A. Petri, *Asian Regionalism in the World Economy: Engine for Dynamism and Stability* (pp. 446–475). Cheltenham, UK: Edward Elgar.

Kawashima, K. (2013, April). *Asian Bond Market Initiative*. Presented at the 13th Tokyo Roundtable on Capital Market Reform in Asia, Tokyo, Japan. Retrieved from http://www.adbi.org/files/2013.04.05.cpp.sess6.3.kawashima.asian.bond.markets.initiative.pdf

Keynes, J. M. (1925). *The economic consequences of Mr. Churchill*. London: Leonard and Virginia Woolf at the Hogarth Press.

Keynes, J. M. (1929a). The reparation problem: a discussion. 1. *Economic Journal*, *39*, 1–7.

Keynes, J. M. (1929b). Views on the transfer problem III. *Economic Journal*, *39*, 404–408.

Keynes, J. M. (1931, September 27). The end of the gold-standard. *Sunday Express*.

Keynes, J. M. (1943). *Proposals for an International Currency (or Clearing) Union* (British Government White Paper; Cmd. 6437). London: British Government.

Keynes, J. M. (1971). *A treatise on money: The applied theory of money* (Vol. VI). Cambridge: MacMillan.

Keynes, J. M. (1971). The significance of the gold points. In *A treatise on money: The Applied Theory of Money* (Donald Moggridge, Vol. VI, pp. 319–31). Cambridge: Macmillan Utd.

Keynes, J. M. (1972). Alternative aims in monetary policy. In *Essays in Persuasion* (Vol. IX). Cambridge: MacMillan.

Keynes, J. M. (1973). *The general theory of employment, interest and money* (Donald Moggridge, Vol. VII). Cambridge: MacMillan.

Keynes, J. M. (1979). *Activities 1944-1946: the transition to peace*. (D. E. Moggridge, Ed.) (Vol. XXIV). London and Bakingstoke: MacMillan.

Kindleberger, C. (1965). *Balance-of-payments deficits and the international market for liquidity* (Essays in International Finance No. 46). Princeton University, International Financial Section.

Kindleberger, C. (1973). *The world in depression 1929-1939*. California: University of California Press.

Kindleberger, C. (1989). *Manias , panics and crashes: a history of financial crisis* (2nd ed.). London: MacMillan.

Kitson, M. (2002). Slump and recovery: the UK experience. In T. Balderston (Ed.), *The World Economy and national Economies in the Interwar Slump* (pp. 88–104). New York: Palgrave MacMillan.

Klein, B. (1975). Our new monetary standard: measurement and effects of Price uncertainty, 1880-1973. *Economic Inquiry*, *13*(4), 461–484.

Klein, N. (2007). *The shock doctrine: the rise of disaster capitalism* (1st edition). New York: Metropolitan Books.

Koo, R. C. (2009). *The Holy Grail of macroeconomics: lessons from Japan's great recession*. Singapore; Hoboken, NJ: Wiley.

Koo, R. C. (2011). The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics. *Real-World Review*, *58*, 19–37.

Kornai, J. (1990). *The road to a free economy. Shifting from a socialist system, the example of hungary*. London/New York: W. W. Norton & Company.

Kregel, J. (2009). *Some simple observation on the reform of the International Monetary System* (Policy Note No. 2009/8). The Levy Economics Institute.

Kregel, J. (2010a). *Is this the Minsky Moment for reform of financial regulation?* (Working Paper No. 586). New York: Levy Economics Institute of Bard College.

Kregel, J. (2010b). What would Minsky have thought of the mortgage crisis. In D. B. Papadimitrou & L. R. Wray (Eds.), *The Elgar Companion to Hyman Minsky* (pp. 31–46). Cheltenham, UK: Edward Elgar.

Krugman, P. (1979). A model of balance of payments crises. *Journal of Money, Credit and Banking*, *11*, 311–325.

Krugman, P. (1998, September 7). It's time to get radical. *Fortune*.

Krugman, P. (2003). Crises: the next generation? In A. Razin, E. Helpman, & E. Sadka, *Economic Policy in the International Economy: Essays in Honor of Assaf Razin* (pp. 15–33). Cambridge: Cambridge University Press.

Krugman, P. (2005, August 12). Safe as houses. *The New York Times*. New York City.

Krugman, P. (2010, August 10). Notes On Koo (Wonkish). Retrieved from http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/08/17/notes-on-koo-wonkish/

Krugman, P., & Obstfeld, M. (2003). *International economics: theory and policy*. Reading, MA: Addison-Wesley.

Kubelec, C., & Sa, F. (2010). *The geographical composition of national external balance sheets: 1980–2005* (Working Paper No. 384). London: Bank of England.

Kuttner, K. N., & Posen, A. S. (2001). Beyond bipolar: a three-dimensional assessment of monetary frameworks. *International Journal of Finance and Economics*, *6*(4), 369–87.

Kwan, C. . (2012, June 14). Can internationalization of the renminbi succeed where internationalization of the yen failed.

Kydland, F. E., & Prescott, E. C. (1977). Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, *85*(3), 473–491.

Laeven, L., & Valencia, F. (2012). *Systemic banking crises database: an update* (IMF Working Paper No. 12/163). Washington: IMF.

Lall, S., & Albaladejo, M. (2004). China's competitive performance: a threat to East Asian manufactured exports? *World Development*, *32*(9), 1441–1466.

Lane, P. R. (2005). Global bond portfolios and EMU. *International Journal of Central Banking*, *2*(2), 1–23.

Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2001). The external wealth of nations: measures of foreign assets and liabilities for industrial and developing countries. *Journal of International Economics*, *55*, 263–294.

Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2005). *The international equity holdings of euro area investors* (IIIS Discussion paper No. 104). Institute for International Integration Studies.

Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2006, March). Les conséquences des déséquilibres mondiaux. *Finances&Development*, *43*(1).

Lane, P. R., & Milesi-Ferretti, G. M. (2007). The external wealth of nations mark II: Revised and extended estimates of foreign assets and liabilities, 1970–2004. *Journal of International Economics*, *73*(2), 223–250. http://doi.org/10.1016/j.jinteco.2007.02.003

Lapavitsas, C. (2012). *Crisis in the Eurozone* (1 edition). London ; New York: Verso.

Lapavitsas, C., Kaltenbrunner, A., Lindo, D., Michell, J., Painceira, J. P., Pires, E., … Teles N. (2010). *Eurozone crisis: beggar thyself and thy neighbour* (RMF occasional report). Research on Money and FInance.

Lavoie, M. (2014). The Eurozone: Mundell's or Keynes' brainchild? In *Euro Workshop: Full*

Employment in Europe: With or Without the Euro?. Grenoble (France).

Lavoie, M., & Stockhammer, E. (n.d.). *Wage-led growth: an equitable strategy for economic recovery*. New York: Palgrave MacMillan and International Labour Organization.

Lazonick, W., & O'Sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, *29*(1), 13–35.

Leathers, C. G., & Raines, J. P. (2004). The Schumpeterian role of financial innovations in the New Economy's business cycle. *Cambridge Journal of Economics*, *28*, 667–81.

Le Nouvel Observateur. (2008, November 15). Sarkozy appelle à un nouveau "Bretton Woods." Retrieved from http://tempsreel.nouvelobs.com/la-crise-financiere/20081015.OBS5909/ue-sarkozy-appelle-a-un-nouveau-bretton-woods.html

Lepetit, J.-F. (2010). *Rapport sur le risque systémique* (Rapports Publics). La Documentation Française. Retrieved from http://www.ladocumentationfrancaise.fr/var/storage/rapports-publics/104000185/0000.pdf

Les Économistes Atterrés. (2012). *L'Europe mal-traitée: refuser le pacte budgetaire et ouvrir d'autres perspectives*. Paris: Les Liens qui libèrent.

Levy-Yeyati, E. L., & Sturzenegger, F. (2000). *Classifying exchange rate regimes: deeds vs words* (CIF Working Paper No. 6). Buenos Aires, Argentina: Centro de Investigación en Finanzas, Universidad Torcuato di Tella.

Levy-Yeyati, E. L., & Sturzenegger, F. (2001). Exchange rate regimes and economic performance. *IMF Staff Papers*, *47*. Retrieved from http://papers.ssrn.com/abstract=263826

Lindert, P. H. (1967, February). *Key currencies and the gold standard, 1900-1913*. Cornell University, Cornell.

Lindert, P. H. (1969). *Key currencies and gold, 1900-1913*. Princeton: Princeton University Press.

Lipsky, S. (2014, June 11). Paul Volcker: back to the woods? *Wall Street Journal*. Retrieved from http://www.wsj.com/articles/seth-lipsky-paul-volcker-calls-for-a-new-bretton-woods-conference-1402528778

Lipton, D., & Sachs, J. (Eds.). (1992). The consequences of central planning in Eastern Europe. In D. Kennet & M. Lieberman, *The road to capitalism* (pp. 27–36). New York: Dryden Press.

Lordon, F. (2008). *Jusqu'à quand: pour en finir avec les crises financières*. Paris: Raisons d'Agir.

Lordon, F. (2009). Après la crise financière : « réguler » ou refondre ? Les insuffisances des stratégies prudentielles. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, *5*(Dossier: Crise du capitalisme financier). Retrieved from http://regulation.revues.org/7461?amp%3Bid=7461

Lucas, R. E. (1976). Econometric policy evaluation: a critique. In K. Brunner & A. H. Meltzer (Eds.), *The Phillips Curve and Labor Markets* (Vol. I, pp. 19–46). Amsterdam: North-Holland.

Lucas, R. E., & Sargent, T. J. (1981). *Rational expectations and econometric practice*. Minneapolis: University of Minnesota Press.

Lund, S., Daruvala, T., Dobbs, R., Härle, P., Kwek, J.-H., & Falcón, R. (2013). *Financial globalization: retreat or reset?* (Global capital markets). McKinsey Global Institute.

Ly, M. (2013). The Future of the Dollar? In M. Moschella & C. Weaver, *Handbook of Global Economic Governance* (pp. 218–229). London/New York: Routledge.

Machlup, F. (1964). *International payments, debts and gold*. New York: Charles Scribner's

Sons.

Macmillan Committee on Finance and Industry. (1931). *Report*. London: HMSO.

Mage, S. (1963). *The law of the falling tendency of the rate of profit; its place in the marxian theoretical system and relevance to the US economy.* Columbia University, Michigan.

Ma, G., & McCauley, R. (2013). *Global and euro imbalances: China and Germany* (BIS Working Papers No. 424). Bank for International Settlements.

Makin, J. H. (1971). Swaps and Roosa bonds as an index of the cost of cooperation in the "crisis zone." *The Quarterly Journal of Economics*, *85*(2), 349–356. http://doi.org/10.2307/1880711

Malkiel, B. G. (2003). The efficient markets and its critics. *Journal of Economic Perspectives*, *17*(1 (Winter 2003)), 59–82.

Markusen, J. R. (2004). *Multinational firms and the theory of international trade*. Cambridge/London: MIT Press Books.

Markusen, J. R., & Venables, A. J. (2000). The theory of endowment, intra-industry and multi-national trade. *Journal of International Economics*, *52*(2), 209–234.

Marx, K. (1867). *Capital: a critique of political economy* (Vol. I). New York: International Publishers.

Massion, M., & Arthuis, J. (2015, March 29). Participation de la France au budget de l'Union Européenne. Retrieved from http://www.senat.fr/commission/fin/pjlf2014/np/np32/np324.html

Masson, P., & Taylor, M. P. (1994). Optimal Currency Areas: a fresh look at the traditional criteria. In *Varieties of Monetary Reform* (Pierre Siklos, pp. 23–44). Boston: Kluwer.

Mateo, J. P., & Montero, A. (2012). *Las finanzas y la crisis del Euro. colapso de la Eurozona*. Madrid: Editorial Popular.

Mateos y Lago, I., Duttagupta, R., & Goyal, R. (2009). *The debate on the international monetary system* (IMF Staff Position Note No. 26). IMF.

Mayer, T. (2011). *Euroland's hidden balance-of-payment crisis* (EU Monitor No. 88). Deutsche Bank.

McCloskey, D. N., Zecher, J. R., Eichengreen, B. J., & Flandreau, M. (1997). How the gold standard worked, 1880-1913. In *The gold standard in theory and history* (pp. 184–208). London and New York: Routledge.

McKinley, T. (2006). *The monopoly of global capital flows: Who needs structural adjustment now?* (Working Paper No. 12). Brazil: International Policy Centre for Inclusive Growth. Retrieved from http://ideas.repec.org/p/ipc/wpaper/12.html

McKinnon, R. I. (1979). *Money in international exchange*. New York: Oxford University Press.

Meade, J. E. (1951). *The balance of payments* (Vol. I). Oxford: Oxford University Press.

Meade, J. E. (1955). The case for variable exchange rates. *Three Banks Review*, *27*, 3–28.

Méaulle, M. (2011). *The Basel III agreement: a critical survey* (Research Paper). Foundation for European Progressive Studies (FEPS).

Medialdea, B. (2011, July 30). ¿Cuánto cuesta la especulación? Retrieved from http://blogs.publico.es/dominiopublico/3752/%C2%BFcuanto-cuesta-la-especulacion/

Mendoza, E. G., Quadrini, V., Ríos-Rull, J.-V., Corsetti, G., & Yorukoglu, M. (2007). On the welfare implications of financial globalization without financial development. *NBER International Seminar on Macroeconomics*, 283–322.

Michl, T. R. (1988). *Why is the rate of profit still falling?* (The Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 7). New York: Levy Economics Institute.

Mikesell, R. F. (1994). *The Bretton Woods debate: a memoir* (No. 192). Princeton: Princeton

University, International Financial Section, Department of Economics.

Ministère des Finances. (2014). *Extrait du bleu budgetaire de la mission: engagements financiers de l'état* (PLF 2015). France: Ministère des Finances. Retrieved from http://www.performance-publique.budget.gouv.fr/sites/performance_publique/files/farandole/ressources/2015/pap/pdf/DBGPGMPGM336.pdf

Minsky, H. P. (1966). *Financial instability revisited: the economics of disaster* (Prepared for the Steering Committee for the Fundamental Reappraisal of the Discount Mechanism Appointed by the Board of Governors of the Federal Reserve System). Federal Reserve Bank of St.Louis. Retrieved from https://fraser.stlouisfed.org/docs/historical/federal%20reserve %20history/discountmech/fininst_minsky.pdf

Minsky, H. P. (1982). *Can "it" happen again?: essays on instability and finance*. Armonk, N.Y.: M. E. Sharpe.

Minsky, H. P. (1984). *Limitations of monetary (and fiscal) policy in an age of financial instability* (No. 42). New York: Levy Economics Institute of Bard College.

Minsky, H. P. (1992a). Schumpeter and finance. In S. Biasco, A. Roncaglia, & M. Salvati (Eds.), *Market and Institutions in Economic Developmet: Essays in Honnour of Paolo Sylos Labini* (pp. 103–115). London: Palgrave Macmillan.

Minsky, H. P. (1992b). *The capital development of the economy and the structure of financial institutions* (No. 179). New York: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

Minsky, H. P. (1992c). *The Financial Instability Hypothesis* (Working Paper No. 74). New York: The Jerome Levy Economics Institute of Bard College.

Mody, A., & Bornhost, F. (2012, March 7). TARGET imbalances: Financing the capital-account reversal in Europe. Retrieved from http://www.voxeu.org/article/target-imbalances-financing-capital-account-reversal-europe

Moggridge, D. E. (1969). *The return to gold, 1925: the formulation of economic policy and its critics*. New York and Cambridge: Cambridge University Press.

Molero, R. (2011). *Functional distribution of income and economic growth in the Chinese economy, 1978-2007* (Working Paper No. 168). London: School of Oriental and African Studies.

Mongelli, F. P. (2002). *New views on the optimum currency area theory: what is EMU telling us?* (Working Papers ECB No. 138). European Central Bank.

Moreno-Villalaz, J. L. (1999). Lessons from the monetary experience of Panama: a dollar economy with financial integration. *Cato Journal*, *18*(3), 421–439.

Morrisey, M., & Baker, D. (2003). *When rivers flow upstream: international capital movements in the era of globalization* (Briefing Paper). Washington DC: Center for Economic and Policy Research.

Morris, F. E., & Little, J. S. (1971). La situation actuelle du marché de l'Eurodollar: son volume, son étendue et les partenaires en présence. In C. Schmidt (Ed.), *L'eurodollar.* Calmann-Levy.

Moseley, F. (1992). *The falling rate of profit in the post war United States economy.* St Martin's Press.

Mota, J., Lopes, L., & Antunes, M. (2009). *A crise da economia global: alguns elementos de análise*. Lisboa: Ana Paula Faria Editora.

mundell 2000.pdf. (n.d.).

Mundell, R. (1961). A theory of optimum currency areas. *The American Economic Review*,

51(4), 657–665.

Mundell, R. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *The Canadian Journal of Economics and Political Science*, *29*(4), 475–485.

Mundell, R. (1968). *International economics*. New York: MacMillan Company.

Mundell, R. (1998). What the euro means for the dollar and the international monetary system. *Atlantic Economic Journal*, *26*(3), 227–237.

Mundell, R. (2000). *Currency areas, exchange rate systems and international monetary reform* (CEMA Working Papers: Serie Documentos de Trabajo. No. 167). Buenos Aires, Argentina: Universidad del CEMA. Retrieved from http://ideas.repec.org/p/cem/doctra/167.html

Mussa, M. (2004). Exchange rate adjustments needed to reduce global payments imbalances. In C. F. Bergsten, J. Williamson (Ed.), *Dollar Adjustment: How Far? Against What?* (pp. 113–138). Washington: Institute for International Economics.

Naastepad, C. W. ., & Storm, S. (2006). OECD demand regimes (1996-2000). *Journal of Postkeynesian Economics*, *29*, 213–248.

Nakao, T. (2010, February). *Strong asian growth and Asian Bond Markets Initiative*. Presented at the OECD - ADBI 11 th Roundtable on Capital Market Reform in Asia, Tokyo, Japan. Retrieved from http://www.oecd.org/finance/financial-markets/44920872.pdf

Nasica, E. (2010). Rational and innovative behaviors at the core of financial crises. In D. B. Papadimitrou & L. R. Wray (Eds.), *The Elgar Companion to Hyman minsky* (pp. 100–115). Cheltenham, UK: Edward Elgar.

Neikirk, W. R. (1987). *Volcker: portrait of the money man*. New York and Chicago:

Congdon&Weed.

New York Times. (1943, mai). Keynes denies aim is to “milk” U.S; insists his post-war money plan does not require us to finance the world foresees a compromise he suggests combining elements of his proposals and those of washington. *New York Times*. London. Retrieved from http://select.nytimes.com/gst/abstract.html?res=9C01E4DD1430E53BBC4152DFB3668388659EDE&n=Top%2fReference%2fTimes%20Topics%2fPeople%2fK%2fKeynes%2c%20John%20Maynard

Nitsch, V. (2001). Honey, I shrunk the currency union effect on trade. *The World Economy*, *25*(4), 457–474.

Nurkse, R., Eichengreen, B. J., & Flandreau, M. (1997). The gold exchange standard. In *The gold standard in theory and history* (pp. 188–206). London and New York: Routledge.

Obstfeld, M. (2012). *Does the current account still matter?* (Working Paper No. 17877). National Bureau of Economic Research. Retrieved from http://www.nber.org/papers/w17877

Obstfeld, M., & Rogoff, K. (1995). *The Mirage of Fixed Exchange Rates* (NBER Working Paper No. 5191). National Bureau of Economic Research. Retrieved from http://www.nber.org/papers/w5191

Obstfeld, M., & Rogoff, K. (2000). Perspectives on OECD capital market integration: Implications for U.S. current account adjustment. In *Global economic integration: Opportunities and challenges* (pp. 169–208). Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City,.

Obstfeld, M., & Rogoff, K. (2005). Global current account imbalances and exchange rate adjustments. *Brookings Papers on Economic Activity*, *2005*(1), 67–146.

Obstfeld, M., & Rogoff, K. (2007). The unsustainable U.S. current account position revisited.

In R. Clarida, *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment* (pp. 339–375). Chicago: University of Chicago Press.

Obstfeld, M., & Rogoff, K. (2009). *Global imbalances and the financial crisis: products of common causes* (CEPR Discussion Paper No. DPT606). London: Centre for Economic Policy Research. Retrieved from http://www.parisschoolofeconomics.eu/IMG/pdf/BdF-PSE-IMF_paper_OBSTFELD-ROGOFF.pdf

OECD. (1999). *The OECD principles of corporate governance*. Paris: Organisation for Economic Co-Operation and Development.

OECD. (2013). *The 2012 labour market reform in Spain: a preliminary assessment*. Paris: Organisation for Economic Co-Operation and Development.

Ohlin, B. (1929b). The reparation problem: a discussion. II. *Economic Journal*, *39*, 172–178.

Ohlin, B. (1929). Mr Keynes' Vviews on the transfer problem II. *Economic Journal*, *39*, 388–399.

Onaran, Ö. (2010). The crisis of capitalism in Europe, West, and East. *Monthly Review.*

Onaran, Ö., & Galanis, G. (2012). *Is aggregate demand wage-led or profit-led? National and global effects* (ILO Working papers No. 40). Geneve: International Labour Organization.

Onaran, Ö., Stockhammer, E., & Grafl, L. (2011). The finance-dominated growth regime, distribution and aggregate demand in the US. *Cambridge Journal of Economics*, *35*(4), 637–661.

Orhangazi, Ö. (2008). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. *Cambridge Journal of Economics*, *32*(6), 863–886.

Orlean, A. (1999). *Le pouvoir de la finance*. Paris: Odile Jacob.

Orlean, A. (2013). Le capitalisme n'est plus porteur d'un projet alternatif [L'Humanité. Penser un monde nouveau 18/34].

Palley, T. I. (2011). *Monetary policy and central banking after the crisis: the implications of rethinking macroeconomic theory* (Working paper No. 8/2011). Macroeconomic Policy Institute.

Pattanaik, S. (2007). Global imbalances, tanking dollar, and the IMF's surveillance over exchange rate policies. *Cato Journal*, *27*(13 (Fall 2007)), 299–324.

Petersen, K. H., & Zarembka, P. (2010). World money: From the Eurodollar to the Sinodollar. In *The National Question and the Question of Crisis* (Vol. 26, pp. 173–209). Emerald Group Publishing Limited.

Peterson, R. (1970). *Report to the President from the task force on international development*. Washington: United States Government.

Philippon, T. (2008). *The evolution of the US Financial Industry from 1860 to 2007: Theory and evidence* (NBER Working Paper No. 13405). New York: National Bureau of Economic Research.

Phillips, A. W. (1958). The relation between unemployment and the rate of money wage rates in the U.K. 1861-1957. *Economica*, *25*(100), 283–299.

Piatier, A. (1938). Les mouvements de capitaux et l'Accord Tripartite. *Politique Étrangère*, *3*(3), 280–300. http://doi.org/10.3406/polit.1938.5666

Piketty, T., & Saez, E. (2006). The evolution of top incomes: a historical and international perspective. *American Economic Review*, *96*(2), 200–205.

Pisani-Ferry, J., Sapir, A., Véron, N., & Wolff, G. B. (2012). *What kind of European banking union?* (Bruegel Policy Contribution No. 2012/12). Brussels.

Poirson, H. (2001). *How do countries choose their exchange rate regime?* (IMF Working Paper No. 01/46). Washington: International Monetary Fund. Retrieved from http://econpapers.repec.org/paper/imfimfwpa/01_2f46.htm

Polak, J. . (1957). Monetary analysis of income formation and payment problems. *Staff Papers, IMF*, *6*(1), 1–50.

Polanyi, K. (1983). *La grande transformation*. Paris: Gallimard.

Ponsot, J.-F. (2013a). *Les quatre I du système monétaire international et l'internationalisation de l'euro* (Cahier de recherche du CREG No. 2013). Centre de Recherche en Économie de Grenoble.

Ponsot, J.-F. (2003). The obsession of credibility: a historical perspective on full dollarization and currency boards. *International Journal of Political Economy*, *33*(1), 83–99.

Ponsot, J.-F. (2006a). Dollarization and the hegemonic status of the U.S dollar. In *Monetary and exchange rate systems: a global view of financial crises* (pp. 22–37). Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Ponsot, J.-F. (2006b). European experiences of currency boards: Estonia, Lithuania, Bulgaria and Bosnia and Herzegovina. In M. Vernengo (Ed.), *Monetary integration and dollarization : no panacea* (pp. 28–60). Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Ponsot, J.-F. (2013). El Euro, una moneda incompleta. Amenazas pendientes y posibles soluciones. In *A veinte años del tratado de Maastricht: Nuevos desafíos para la Gobernanza Económica*. Buenos Aires, Argentina.

Ponsot, J.-F., & Vallet, G. (2012). *L'énigme du franc suisse ou comment concilier intégration à l'euro et souveraineté monétaire* (Cahier de recherche du CREG No. 2012.05). Grenoble: Centre de Recherche en Économie de Grenoble.

Ponsot, J.-F., & Vallet, G. (2013). Small is beautiful ? *Revue Française de Socio-Économie*, *12*(2), 27–50. http://doi.org/10.3917/rfse.012.0027

Portes, R., & Rey, H. (1998). *The Emergence of the Euro as an international currency* (NBER Working Paper No. 6424). Cambridge, Massachussets: National Bureau of Economic Research.

Prasad, E., & Ye, L. (2012). Will the renminbi rule? *Finance&Development*, *49*(1).

Prebisch, R. (1949). *The economic development of Latin America and its principal problems*. New York: Economic Commission for Latin America, United Nations.

Reinhart, C. M., & Calvo, G. A. (2000). When capital inflows come to a sudden stop: consequences and policy options. In P. Kenen & A. Swoboda, *Reforming the International Monetary and Financial System* (pp. 175–201). Washington D.C: International Monetary Fund.

Reinhart, C. M., & Reinhart, V. R. (2008). *Capital inflows and reserve accumulation: the recent evidence* (NBER Working Paper No. 13842). Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. (2002). *The modern history of exchange rate arrangements: A reinterpretation* (NBER Working Paper No. 8963). National Bureau of Economic Research. Retrieved from http://www.nber.org/papers/w8963

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. (2009). *This time is differents; eight centuries of financial folly*. Princeton: Princeton University Press.

Reinhart, M., & Rogoff, K. (2008, November 18). Regulation should be international. *Financial Times*. Retrieved from http://www.ft.com/intl/cms/s/0/983724fc-b589-11dd-ab71-0000779fd18c.html

Reinoso, J., & Gonzalez, A. (2013, November 3). El yuan quiere plantar cara al dólar.

Retrieved November 4, 2013, from http://economia.elpais.com/economia/2013/11/01/actualidad/1383317077_526010.html

Reinventing Bretton Woods Committee. (2009). *Building an international monetary and financial system for the 21st century: agenda for reform*. New York: Reinventing Bretton Woods Committee.

RePEc Snapshot. (n.d.). Retrieved from http://ideas.repec.org/p/cem/doctra/167.html

Ricardo, D. (1951a). High price of bullion: a proof of the depreciation of the bank notes. In P. Sraffa, *The Works and Correspondence of David Ricardo* (pp. 47–98). Cambridge: Cambridge University Press.

Ricardo, D. (1951b). Proposals for an economical and secure currency. In P. Sraffa (Ed.), *The Works and Correspondence of David Ricardo* (Vol. IV: Pamphlets and Papers 1815–1823, pp. 43–49). Cambridge: Cambridge University Press.

Ricardo, D. (n.d.). *On the principles of political economy and taxation*. London: John Murray.

Robinson, J. (1937). *Essays in the theory of employment*. Oxford: Basil Blackwell.

Robson, P. (1987). *The economics of international integration*. London: George Allen & Unwin.

Rochon, L.-P., & Rossi, S. (2010). The 2007-2009 economic and financial crisis: an analysis in terms of monetary circuits. *European Journal of Economic and Social Systems*, *23*(1), 7–23.

Rogoff, K. (1999). *International institutions for reducing global financial instability* (Working Paper No. 7265). Cambridge: National Bureau of Economic Research. Retrieved from http://www.nber.org/papers/w7265

Rose, A. K. (2002). Honey, the currency union effect on trade hasn't blown up. *The World*

Economy, *25*(4), 475–79.

Rose, A. K., & Engel, C. (2000). *Currency unions and international integration* (NBER Working Paper No. 7872). Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Rossi, S. (2001). *The meaning of bank deposits* (Working Paper). CS Bancari.

Rossi, S. (2009). International payment finality requires a supranational central-bank money: Reforming the international monetary architecture in the spirit of Keynes. *China-USA Business Review*, *8*(11), 1–20.

Rossi, S. (2013). Money,banks, and payments: the structural factors of financial instability and systemic crises. In F. Ülgen (Ed.), *New contributions to monetary analysis: the foundations of an alternative economic paradigm* (pp. 188–204). Abingdon and New York: Routledge International Studies in Money and banking.

Rossi, S. (2014). The Euro must be abandoned to achieve European monetary integration. Presented at the Euro Workshop: Full Employment in Europe: With or Without the Euro?, Grenoble (France).

Rothschild, M., & Stiglitz, J. E. (1976). Equilibrium in competitive insurance markets: An essay on the economics of imperfect information. *The Quarterly Journal of Economics*, *90*(4), 629–649.

Roxburgh, C., Lund, S., Wimmer, T., Amar, E., Atkins, C., Kwek, J.-H., … Manyika, J. (2010). *Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences*. McKinsey Global Institute; McKinsey & Company. Retrieved from http://www.mckinsey.com/insights/global_capital_markets/debt_and_deleveraging_the_global_credit_bubble_update

Rueff, J. (1929). Mr Keynes' views on the transfer problem II. *Economic Journal*, *39*, 388–399.

Rueff, J. (1966, September 24). Des plans d'irrigation pendant le deluge. *Le Monde*.

Rueff, J. (1971). *Le péché monétaire de l'occident*. Paris: Plon.

Sachs, J. (1995). Do We need an international Lender of Last Resort? In *Frank Graham Memorial Lecture*. Princeton University.

Salant, W. S., Despres, E., Krause, L. B., Rivlin, A. B., Salant, W. A., & Tarshis, L. (1963). *The United States balance of payments*. Washington D.C: Brookings Institution.

Samuelson, P. A., & Barnett, W. A. (Eds.). (2007). *Inside the economist's mind: conversations with eminent economists*. Malde, USA; Oxford, UK; Victoria, Australia: Blackwell Publishing.

Samuelson, R. J. (1999, May 12). Dollarization: A black hole. *Washington Post*. Washington.

Sargent, T. J. (1986). *Rational expectations and inflation*. New York: Harper and Row.

Sargent, T. J., & Wallace, N. (1975). "Rational" expectations, the optimal monetary instrument, and the optimal money supply rule. *Journal of Political Economy*, *83*(2), 241–54.

Scanlon, C. J. (1971). Définition et mécanismes des opérations en eurodollars. In *L'eurodollar.* Calmann-Levy.

Schmitt, B. (1975). *Théorie unitaire de la monnaie*. Albeuve (Suisse): Éditions Castella,.

Schmitt, B. (1977). *L or, le dollar et la monnaie supranationale.* Paris: Calmann-Levy.

Schmitt, B. (1984a). *Inflation, chômage et malformations du capital: macroéconomie quantique*. Castella.

Schmitt, B. (1984b). *La france, souveraine de sa monnaie*. Paris: Economica, Castella.

Schmitt, B. (1987). Le plan Keynes: vers la monnaie internationale purement véhiculaire. In M. Zerbato, *Keynésianisme et sortie de crise: Keynes contre le libéralisme?*. Dunod.

Schmitt, B. (1988). *L'ECU et les souverainetés nationales en Europe*. Paris: Dunond.

Schmitz, B., & Von Hagen, J. (2009). *Current account imbalances and financial integration in the euro area* (CEPR Discussion Paper No. 7262). London: Centre for Economic Policy Research. Retrieved from http://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/7262.html

Schoenmaker, D., & Bosch, T. (2008). Is the home bias in equities and bonds declining in Europe? *Investment Management and Financial Innovations*, *5*(4), 90–102.

Schremmer, D. E. (1989). Taxation and public finance: Britain, France, and Germany. In P. Mathias & S. Pollard (Eds.), *Cambridge Economic History of Europe* (Vol. VIII; The Industrial Economies. The development of economic and social policies, pp. 315–494). Cambridge University Press.

Schuler, K., & Rosenberg, A. (Eds.). (2012). *The Bretton Woods transcripts*. New York: Center for Financial Stability.

Schuler, K., & Stein, R. (2000). The Mack dollarization plan: an analysis. In *Dollarization: A Common Currency for the Americas? Federal Reserve Bank of Dallas*. Dallas.

Schumpeter, J. A. (1934). *The theory of economic development* (1997th ed.). Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press.

Schumpeter, J. A. (1939). *Business cycles: a theoretical, historical, and statistical analysis of the capitalist process*. New York, Toronto, London: McGraw-Hill Book Company.

Schumpeter, J. A. (1942). *Capitalism, socialism and democracy.* New York: Harper.

Schumpeter, J. A. (1961). *History of economic analysis*. London: George Allen& Unwin Ltd.

Seccareccia, M. (2006). Is the Canadian dollar destined to disappear? A critical perspective. In M. Vernengo (Ed.), *Monetary Integration and Dollarization: No Panacea* (pp. 109–131). Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Segoviano, M. A., & Goodhart, C. (2009). *Banking stability measures* (IMF Working Paper No. 09/4). Washington: International Monetary Fund.

Sell, F. L. (2001). German monetary unification and its implications to the EMU. In *European Monetary Integration: Past, Present and Future* (Eric J. Pentecost and André van Poeck, pp. 36–66). Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Shaikh, A. (1999). Explaining inflation and unemployment: an alternative to neoliberal economic theory. In *Contemporary economic theory : radical critiques of neoliberalism* (pp. 89–105). Basingstoke/London: MacMillan.

Shaikh, A., & Tonak, E. A. (1994). *Measuring the wealth of nations*. Cambridge: Cambridge University Press.

Sharma, S., Tracy, S., & Kumar, S. (2004, February). The invasion of Iraq: dollar vs. euro. *Z Magazine*.

Shehu Tijjani, M. (2009). *A new world monetary system: Keynes' view revisited* (MPRA Paper No. 18453). Retrieved from http://mpra.ub.uni-muenchen.de/18453/

Shik Kang, J., & Shambaugh, J. C. (2013). *The evolution of current account deficits in the Euro Area periphery and the baltics: many paths to the same endpoint* (IMF Working Paper No. WP/13/169). International Monetary Fund.

Shiller, R. (1988). Portfolio insurance and other investor fashions as factors in the 1987 stock market crash. In S. Fischer (Ed.), *NBER Macroeconomics Annual 1988* (Vol. 3, pp. 287–297). Cambridge: National Bureau of Economic Research, Inc. Retrieved from http://ideas.repec.org/h/nbr/nberch/10958.html

Sinn, H.-W. (2011, June 1). The ECB's stealth bailout.

Sinn, H.-W., & Wollmershäuser, T. (2012). Target loans , current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility. *International Tax and Public Finance*, *19*(4), 468–508.

Sinn, S. (1990). *Net external asset position of 145 countries* (Kieler Studien No. 224).

Tübingen: Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel.

Slovik, P., & Cournède, B. (2011). *Macroeconomic Impact of Basel III* (OECD Economics Department Working Paper No. 844). Paris: OECD Publishing. Retrieved from http://ideas.repec.org/p/oec/ecoaaa/844-en.html

Sondermann, D. (2012). *Productivity in the Euro Area: Any evidence of convergence* (Working Paper Series No. 1431). Frankfurt am Main: European Central Bank.

Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quarterly Journal of Economics*, *87*(3), 355–374.

Steil, B. (2014). *The battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White and the making of a new world order.* Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

Stern, R. M., Schwartz, C. F., Triffin, R., Bernstein, E. M., & Lederer, W. (1977). *The presentation of the U.S balance of payments: a symposium* (Essays in International Finance No. 123). Princeton, New Jersey: Princeton University, International Financial Section, Department of Economics.

Stiglitz, J. E. (2007). In *Global imbalances, power shifts and the future of multilateralism*. Washington.

Stiglitz, J. E. (2013, December 4). An agenda to save the Euro. Retrieved April 25, 2014, from http://www.project-syndicate.org/commentary/joseph-e--stiglitz-says-that-the-europe-will-not-recover-unless-and-until-the-eurozone-is-fundamentally-reformed/english

Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, *71*(3), 393–410.

Stockhammer, E. (2004). Financialization and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, *28*(5), 719–741.

Stockhammer, E. (2009). *The finance-dominated accumulation regime, income distribution and the present crisis* (Working Paper No. 127). Vienna, Austria: Viena University of

Economics & B.A.

Stockhammer, E. (2013). Rising inequality as a root cause of the present crisis. *Cambridge Journal of Economics*. http://doi.org/10.1093/cje/bet052

Stockhammer, E. (2014). *The Euro crisis and contradictions of neoliberalism in Europe* (Working Paper No. 1401). Post Keynesian Economics Study Group.

Stockhammer, E., & Onaran, Ö. (2012). *Wage-led growth: theory, evidence, policy* (Working Paper Series No. 300). Amherst: Political Economy Research Institute.

Stockhammer, E., Onaran, Ö., & Ederer, S. (2009). Functional income distribution and aggregate demand in the Euro area. *Cambridge Journal of Economics*, *33*(1), 139–159.

Stockhammer, E., & Sotiropoulos, D. P. (2014). *The cost of rebalancing the Euro Area* (Working Paper No. 1206). Post Keynesian Economics Study Group.

Stockhammer, E., & Stehrer, R. (2011). Goodwin or Kalecki in demand? Functional income distribution and aggregate demande in the short run. *Review of Radical Political Economy*, *43*(4), 506–522.

Storm, S., & Naastepad, C. W. M. (2009). Labor market regulation and productivity growth: evidence for twenty OECD countries (1984-2004). *Industrial Relations*, *48*(4), 629–54.

Storm, S., & Naastepad, C. W. M. (2012). *Wage-led or profit-led supply: wages, productivity and investment*. ILO. Retrieved from http://dl.kli.re.kr/dl_image/IMG/03/000000012950/SERVICE/000000012950_01.PDF

Strange, S. (1994). *States and markets*. London: Pinter.

Subramanian, A. (2010). *New PPP-based estimates of renminbi undervaluation and policy implications* (Policy Brief No. 10-8). Washington DC: Peterson Institute for

International Economics.

Summers, L. H. (1986). Does the stock market rationally reflect fundamental values? *The Journal of Finance*, *41*(3), 591–601.

Taussig, F. W. (1966). *International trade*. New York: Augustus M. Kelley.

Tavlas, G. S. (1993). The new theory of optimum currency areas. *The World Economy*, *16*(6), 663–685.

Tavlas, G. S. (1994). The theory of monetary integration. *Open Economies Review*, *5*(2), 211–230.

Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference on Public Policy*, *39*, 195–214.

Taylor, J. B. (2007). *Housing and monetary policy* (Working Paper No. 13682). National Bureau of Economic Research. Retrieved from http://www.nber.org/papers/w13682

Taylor, J. B. (2009). *The financial crisis and the policy responses: an empirical analysis of what went wrong* (Working Paper No. 14631). National Bureau of Economic Research. Retrieved from http://www.nber.org/papers/w14631

Thomas, M., Floud, R., & McCloskey, D. N. (1994). The macroeconomics of the interwar years. In *The Economic History of Britain since 1700* (Vol. 2: 1860–1939, pp. 320–358). Cambridge: Cambridge Univesity Press.

Thorbecke, W., & Salike, N. (2011). *Understanding foreign direct investment in east asia* (ADBI Working Paper No. 290). Asian Development Bank Institute. Retrieved from https://ideas.repec.org/p/ris/adbiwp/0290.html

Tobin, J. (1980). Stabilization policy ten years after. *Brooking Papers on Economic Activity*, *1*, 19–71.

Tommaso Padoa-Schioppa Group. (2012). *Completing the Euro: A road map towards fiscal*

union in Europe (Studies & Reports No. 92). Notre Europe.

Toporowski, J. (2013). International credit, financial integration and the euro. *Cambridge Journal of Economics*, *37*(3), 571–584. http://doi.org/10.1093/cje/bet008

Tower, E., & Willet, T. (1976). *The theory of optimum currency areas and the exchange rate flexibility* (Special Papers in International Economics No. 11). Princeton: International Financial Section, Department of Economics, Princeton University.

Triffin. (1946). National central banking and the international economy. *The Review of Economic Studies*, *14*(2), 53–75. http://doi.org/10.2307/2296086

Triffin, R. (1964a). *The evolution of the international system: historical reappraisal and future perspective* (Princeton Essays in International Finance No. 47). Princeton: Princeton University, International Financial Section, Department of Economics.

Triffin, R. (1964b). *Vida internacional de las monedas*. México: Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos.

Triffin, R. (1961). *Gold and the dollar crisis: the future of convertibility*. New Have, Connecticut: Yale University Press.

Triffin, R. (1966). *The balance of payments and the foreign investment position of the United States* (Essays in International Finance No. 55). Princeton, New Jersey: Princeton University, International Financial Section, Department of Economics.

Triffin, R. (1987). Le SMI (Système... Scandale? Monétaire International) et le SME (Système Monétaire Européen). In R. Barre, A. Dunkel, G. Gaudard, A. Lamfalussy, J. L'Huillier, H. Mercillon, … R. Triffin, *Les déséquilibres monétaires et financiers extérieurs* (pp. 31–56).

Ülgen, F. (2011). Crise systémique et crise des fondements de la régulation financière. *Économie Appliquée*, *64*(4), 43–68.

Ülgen, F. (2012a). La stabilité de l'espace monétaire européen et le rôle international de l'euro. In P. Bance, *L'Action publique dans la crise : vers un renouveau en France et en Europe ?* (pp. 247–266). Publications des Universités de Rouen et du Havre. Retrieved from https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00739876

Ülgen, F. (2012b). Paving the way for reconsidering the working of market economies: the Minsky perspective. In *The State of Economis after the Crisis*. Berlin.

Ülgen, F. (2013). Le développement des marchés financiers et des crises: Quelles leçons pour les économies émergentes? *Investigación Económica, Revista de La Facultad de Economía PUCE*, *5: Integración Económica y Sostenibilidad*, 281–310.

Ülgen, F. (2014a). Financialized capitalism and the irrelevance of self-regulation: A Minskyian analysis of systemic viability. Presented at the 12th International Post Keynesian Conference, Kansas City.

Ülgen, F. (2014b). How to guide the economy in a socially desirable direction? Lessons from the 2007 financial turmoil. *Journal of Economic Issues*, *48*(2), 575–584.

Ülgen, F. (2014c). Schumpeterian economic development and financial innovations: a conflicting evolution. *Journal of Institutional Economics*, *10*(2), 257–277.

UNCTAD. (2000). *World investment report, 2000*. New York and Geneva: United nations.

UNCTAD. (2013). *World investment report, 2013*. Geneva: United Nations.

United States Government. (1965). *The problem of the U.S balance of payments*. Committee on Banking and Currency. Subcommittee on International Finance.

United States Government. (1977). *Economic report of the President*. Washington: United States Government.

United States Government. (2009). *Economic report of the President*. Washington: United States Government.

US Treasury. (2006). *The use and counterfeiting of United States currency abroad* (No. The final report to the Congress by the Secretary of the Treasury, in consultation with the Advanced Counterfeit Deterrence Steering Committee). Department of Treasury.

Van Treeck, T. (2008). Reconsidering the investment-profit nexus in finance-led economies : an ARDL-based approach. *Metroeconomica*, *59*(3), 371–404.

Vasapollo, L., Arriola, J., & Martufi, R. (n.d.). *El despertar de los cerdos: PIIGS, Portugal, Irlanda, Italia, Grecia, España*. Madrid: Maia Ediciones.

Vasapollo, L., Galarza, H., & Jaffe, H. (2005). *Introducción a la historia y la lógica del imperialismo*. Barcelona: El Viejo Topo.

Vergeer, R., & Kleinknecht, A. (2010). The impact of labor market deregulation on productivity: a panel data analysis on 19 OECD countries (1960-2004). *Journal of Postkeynesian Economics*, *33*(2), 371–407.

Vernengo, M. (2006). From capital controls to dollarization: American hegemony and the U.S dollar. In M. Vernengo (Ed.), *Monetary Integration and Dollarization: No Panacea* (pp. 245–258). Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Vernengo, M. (2006). *Monetary integration and dollarization: no panacea*. Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA: Edward Elgar.

Villa, P. (2003). France in the depression of the early 1930s. In T. Balderston (Ed.), *The World Economy and National Economies in the Interwar Slump* (pp. 58–87). Basingstoke, Hants: Palgrave Macmillan.

Vries, M. G. D., & Horsefield, J. K. (1969). *The International Monetary Fund, 1945-1965* (Vol. 2). International Monetary Fund.

Walras, L. (1874). *Éléments d'economie politique pure:; ou, theorie de la richesse sociale*. Lausanne: Corbaz & cie.

Wang, J. (2006). *Three essays on monetary policy and economic growth in China*. University of Ottawa, Ottawa.

Wapshott, N. (2011). *Keynes Hayek: the clash that defined modern economics*. New York: Norton & Company.

Waysand, C., Ross, K., & de Guzman, L. (2010). *European financial linkages: a new look at imbalances* (IMF Working Paper No. WP/10/295). International Monetary Fund.

White, H. D. (1933). *The French international accounts: 1880-1913*. Cambridge: Harvard University Press.

Wildau, G. (2012, September 2). China's FX forward market grows up as capital account opens. *Reuters*. Shanghai. Retrieved from http://www.reuters.com/article/2012/09/02/us-china-markets-forex-idUSBRE8810AQ20120902

Williamson, J. H. (1943). Currency stabilization: the Keynes and the White plans. *Foreign Affairs*, *21*, 645–58.

Williamson, J. H. (1977). *The failure on world monetary reform, 1971-1974*. New York: New York University Press.

Williamson, J. H. (1990). What Washington means by policy reform. In J. H. Williamson (Ed.), *Latin American Adjustment: How much has happened?*. Washington: Institute for International Economics.

Williamson, J. H. (1999). The case for a common basket peg for East Asian currencies. In S. Collignon, J. Pisani-Ferry, & Y. C. Park, *Exchange rate policies in Emerging Asian countries* (pp. 327–343). London: Routledge.

Williamson, J. H. (2003, September). From reform agenda: a short history of the Washington Consensus and suggestions for what to do next. *Finances&Development*.

Winkler, A., Mazzaferro, F., Nerlich, C., & Thirmann, C. (2004). *Official dollarisation/euroisation: motives, features and policy implications of current cases* (Ocasional Paper Series No. 11). European Central Bank.

World Bank. (2003). *Global development finance*. Washington DC: World Bank.

Wray, L. R. (2012). Cross border lending and imbalances in Euroland. Retrieved from http://www.economonitor.com/lrwray/2012/10/27/cross-border-lending-and-imbalances-in-euroland/

Xiaochuan, Z. (2013). Statement by Zhou Xiaochuan. In *International Monetary and Financial Committee, 27th meeting*. IMF.

Xing, Y. (2010). Facts about and impacts of FDIon china and the world economy. *China: An International Journal*, *8*(02), 309–327. http://doi.org/10.1142/S0219747210000178

Zarembka, P. (2010). *The national question and the question of crisis*. Blingley, United Kingdom: Emerald Group Publishing.

Zelmet, M. (2007). *Reforming the credit rating process* (pp. 51–57). Ottawa: Bank of Canada.

Zhang, P. G. (2011). *The chinese yuan: internationalization and financial products in China*. Chichester, United Kingdom: John Wiley & Sons.

Zhou, X. (2013). Issues related to the global imbalances crisis. In *Global Think-Tank Summit*. Beijing.

Table des graphiques

Graphique 0.1 : Organigramme de la thèse.....15

Graphique 2.1 : Taux de croissance annuelle de 1944 à 1977 (en dollars constants de 2009) aux États-Unis.....111

Graphique 2.2 : Taux de profit net manufacturier aux États-Unis, Allemagne et Japon.....115

Graphique 3.1 : Réserves totales et réserves sur niveau d'importations pour le groupe de pays exportateurs de pétrole (selon le classement fait par les IFS).....129

Graphique 3.2 : Taux effectif de la Réserve Fédérale (1954-2009) 134

Graphique 3.3 : Taux d'escompte de la Banque Centrale du Japon et change ¥ /$.....138

(1971-1996).....138

Graphique 3.4 Paiement total des sociétés non-financières envers les marchés financiers (% de l'excédent net d'exploitation).....143

Graphique 3.5 Commerce mondial en pourcentage du PIB mondial.....145

Graphique 3.6 Flux de IED en Amérique Latine*.....148

Graphique 3.7: Comparaison entre les balances commerciales et l'évolution des actifs cumulés dans la Position d'Investissement International (IIP) (en milliards de dollars) ….158

Graphique 4.1 : Part du salaire dans le PIB au Japon, aux États-Unis, et dans l'Eurozone…195

Graphique 4.2 : Taux de référence de la Fed Vs. Taux qui aurait respecté la loi de Taylor…202

Graphique 4.3 : Investissement immobilier Vs Déviation par rapport à la règle de Taylor...202

Graphique 4.4 : Taux d'intérêt des bons du Trésor Public à 10 ans 210

Graphique 4.5 : Part du salaire par rapport au PIB pour quelques pays de l'Eurozone.....211

Graphique 4.6 : Évolution des prix immobiliers (Euro 17, Grèce, Irlande, Espagne).....212

Graphique 4.7 : Évolution du coût unitaire du travail (1998 = 100).....213

Graphique 4.8 : Évolution de l'inflation dans quelques pays de l'Eurozone.....214

Graphique 4.9 : Évolution interannuelle de la consommation privée en Irlande et en Allemagne.....215

Graphique 4.10 : Relation entre l'évolution coût unitaire du travail (1999-2007) et la balance courante en 2007.....215

Graphique 4.11 : Évolution des balances courantes annuelles.....216

Graphique 4.12 : Déficit commercial espagnol, total et auprès de l'Allemagne.....217

Graphique 4.13 : Balance financière nette sectorielle en Allemagne, Espagne, Portugal, Grèce, Irlande (en % du PIB trimestriel).....220

Graphique 4.14 : Destination des exportations allemandes (base désaisonnalisée).....226

Graphique 5.1 : Passifs bruts sectoriels (non consolidés) et passifs extérieurs 239

Graphique 5.2 : TARGET 2. Solde cumulé national.....247

Graphique 5.3 : Actifs et passif extérieurs des banques du centre de l'Eurozone à l'étranger 248

Graphique 5.4 : Actifs et passifs extérieurs des banques de la périphérie de l'Eurozone à l'étranger.....249

Graphique 5.5 : Position brute entre les banques du centre et de la périphérie (en milliards d'euros).....249

Graphique 5.6 : Déficits commerciaux des États-Unis et variation de sa Position Internationale Nette.....259

Graphique 5.7 : Actif et passif brut des États-Unis et Position Extérieure Nette (en milliards de dollars).....261

Graphique 5.8 : Variation de l'actif et du passif financier extérieur chinois, réserves et compte courant (en milliards de dollars).....262

Table des tableaux

Tableau 1.1 : Taille des déséquilibres globaux des comptes courants (en milliards de dollars et en pourcentage du PIB).....35

Tableau 1.2 : Financement bancaire de la production future de l'entreprise.....46

Tableau 1.3 : Paiement du salaire des travailleurs.....46

Tableau 1.4 : Dépense des salaires dans la production nationale.....46

Tableau 1.5 : Variation du bilan de Banque A et de Banque B sans départementalisation.....50

Tableau 1.6 : Position financière internationale d'un pays avec organisme centralisateur.....56

Tableau 1.7 : Position financière internationale d'un pays sans organisme centralisateur.....56

Tableau 2.1 : Effets de la Currency and Bank Notes Act sur la quantité de monnaie de cours légal 1914-1918.....84

Tableau 3.1 : Balances courantes de l'OCDE, OPEP et d'autres pays (milliards de dollars). 130

Tableau 3.2 : Ratio du service de la dette nette sur l'exportation de marchandises.....130

Tableau 3.3 : Investissement des surplus pétroliers (en milliards de dollars).....131

Tableau 3.4 : Réserves monétaires internationales déclarées 1995-2013.....160

Tableau 4.1 : Principales destinations et origines du commerce de biens et services des États-Unis en 2014.....198

Tableau 5.1 : Actifs des institutions bancaires (en % du PIB) 241

Tableau 5.2 : Exportation- Importation à l'intérieur de l'Eurozone sans TARGET 2.....245

Tableau 5.3 : Exportation- Importation avec TARGET 2.....245

Tableau 5.4 : Swap de dépôts à l'Eurozone 245

Tableau 5.5 : Déviation au TARGET 2 du dépôt international par BC1.....246

Tableau 5.6 : Fonctionnement multilatéral des paiements entre pays. Commerce entre quatre pays (A, B, C et D) et solde final pour chacun.....280

Tableau 5.7 : Système de compensation automatique entre pays.....283

Tableau 5.8 : Paiement des salaires et transfert financier dans une banque départementalisée 289