



Les choix de facturation du commerce international : état des lieux, déterminants, inertie de la monnaie

Adrien Faudot

► To cite this version:

Adrien Faudot. Les choix de facturation du commerce international : état des lieux, déterminants, inertie de la monnaie. *Economies et finances*. Université Grenoble Alpes, 2017. Français. NNT : 2017GREAE011 . tel-01848752

HAL Id: tel-01848752

<https://theses.hal.science/tel-01848752>

Submitted on 25 Jul 2018

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

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

THÈSE

Pour obtenir le grade de

DOCTEUR DE LA COMMUNAUTÉ UNIVERSITÉ GRENOBLE ALPES

Spécialité : **Sciences économiques**

Arrêté ministériel : 25 mai 2016

Présentée par

Adrien FAUDOT

Thèse dirigée par **Jean-François PONSOT, Maître de conférences HDR, Université Grenoble Alpes**

préparée au sein du **Laboratoire CREG**
dans l'**École Doctorale de Sciences Economiques**

Les choix de facturation du commerce international : état des lieux, déterminants, inertie de la monnaie

Thèse soutenue publiquement le **30 juin 2017**
devant le jury composé de :

M. Pierre BERTHAUD (Examinateur)

Maître de conférences HDR, Université Grenoble Alpes

Mme Juliet JOHNSON (Examinateur)

Professeur, McGill University, Montréal

M. Marc LAVOIE (Rapporteur)

Professeur des Universités, Université Paris XIII

M. Jean-François PONSOT (Directeur de thèse)

Maître de conférences HDR, Université Grenoble Alpes

M. Louis-Philippe ROCHON (Président de jury)

Professeur, Laurentian University, Sudbury

Mme Laurence SCIALOM (Rapporteur)

Professeur des Universités, Université Paris Nanterre



Remerciements

La coutume veut qu'un dernier effort dans la thèse soit fourni pour des remerciements. Ce sera difficile tant la thèse a bénéficié d'un collectif nombreux. Je remercie d'abord Jean-François Ponsot pour avoir assuré la direction de la thèse, pour son soutien continu, et pour les séminaires et conférences auxquels il m'a encouragé à participer. Je remercie les membres du jury, Pierre Berthaud, Juliet Johnson, Marc Lavoie, Laurence Scialom et Louis-Philippe Rochon d'avoir accepté de participer à la soutenance. Je remercie les chercheurs du laboratoire CREG, en particulier Guillaume et Mylène, pour leur aide et leur disponibilité. Merci aux chercheurs, devenus des amis, rencontrés durant ma première année de thèse passée en région parisienne, les trois suivantes passées à Grenoble, et mon séjour au Québec.

Je remercie ma famille qui m'a toujours soutenu dans ce projet de thèse. Merci à mon petit frère Alexis qui m'a aidé à éditer la thèse, ainsi qu'à mon père. Je remercie Fadia pour le réconfort et la douceur qu'elle apporte à mon quotidien. Je remercie également mes trois « grands frères », Alassane, Ibrahim, et Marcos, qui durant la thèse m'ont supporté, dans tous les sens que ce terme renferme. Merci aussi aux doctorants et jeunes docteurs du CREG, notamment Gaëlle, Anaïs, Renaud, Armel, Juan, Salam. Merci à Jonathan et à Lucas pour leurs relectures et les discussions passionnantes que j'ai eues avec chacun d'eux.

Je termine ces remerciements en pensant à ma mère, que nous avons eu la douleur de perdre, restée présente dans ma mémoire et dans mon cœur. Cette thèse est pour elle.

La Faculté d'économie et la Communauté Université Grenoble Alpes n'entendent donner aucune approbation ou improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

Sommaire

<i>Introduction</i>	9
<i>Partie 1 : Monnaie internationale et facturation</i>	25
1. Les différentes définitions de la monnaie internationale	26
2. Etat des lieux de l'usage des monnaies de facturation	46
3. Le commerce international et son cadre technique : le rôle des banques et les systèmes de paiements internationaux.....	71
Conclusion de la première partie	89
<i>Partie 2 : Les déterminants des choix de facturation</i>	91
1. Le choix de la monnaie pour les échanges internationaux : les déterminants mis en évidence par la macroéconomie standard	93
2. Le choix de la monnaie pour les échanges internationaux : la lecture institutionnaliste	111
3. Le choix de la monnaie pour les échanges internationaux : L'intégration de la politique et du pouvoir avec l'économie politique internationale	144
Conclusion de la seconde partie	172
<i>Partie 3 : l'inertie du dollar dans la facturation du commerce international comme horizon?</i>	175
1. Les formes de contestation du dollar, passées et présentes.....	176
2. La présence du dollar sur un marché stratégique : le cas du marché du pétrole.....	210
3. La dynamique de financiarisation et le dollar américain	239
4. Inertie du dollar ?	267
Conclusion de la troisième partie.....	286
<i>Conclusion générale</i>	287
<i>Bibliographie</i>	295

Liste des abréviations et acronymes

BCE	Banque Centrale Européenne
BOCHK	Bank of China Hong Kong
BRICS	Brazil, Russia, India, China, South Africa
CFTC	<i>Commodity Futures Trading Commission</i>
CHIPS	<i>Clearing House Interbank Payments System</i>
CLS	<i>Continuous Linked Settlement</i>
CNUCED	Conférence des Nations Unies sur le commerce et le développement
ECA	<i>Economic Cooperation Administration</i>
EPI	Economie Politique Internationale
FMA	Fonds Monétaire Asiatique
FMI	Fonds Monétaire International
FTN	Firme Transnationale
LCP	<i>Local Currency Pricing</i>
OFAC	<i>Office of Foreign Assets Control</i>
OMC	Organisation Mondiale du Commerce
OPEP	Organisation des Pays Exportateurs de Pétrole
PBOC	<i>People's Bank of China</i>
PCP	<i>Producer Currency Pricing</i>
PIB	Produit Intérieur Brut
RMB	Renminbi
RTGS	<i>Real Time Gross Settlement</i>
SDN	Société Des Nations
SME	Système Monétaire Européen
SWIFT	<i>Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication</i>
UE	Union Européenne
UEP	Union Européenne des Paiements
URSS	Union des Républiques Socialistes Soviétiques
VCP	<i>Vehicle Currency Pricing</i>
WITS	<i>World Integrated Trade Solution</i>

Liste des figures

Figure 1: La monnaie comme système hiérarchisé	39
Figure 2 : Utilisation du dollar américain pour la facturation des exportations, en %	54
Figure 3 : Utilisation en Europe du dollar américain pour la facturation des exportations, en %	55
Figure 4 : Utilisation en Europe de l'euro pour la facturation des exportations, en %	57
Figure 5: Part des principales monnaies sur le marché des changes, 2001-2016, en % du marché	64
Figure 6 : Commerce transfrontalier de la Chine réglé en RMB, 2009-2015 (en milliards de RMB et en % du commerce international chinois)	65
Figure 7 : Montants des 12 plus importants accords de SWAP de la People's Bank of China, en milliards de RMB, au 1er mars 2015.....	66
Figure 9: Le financement du commerce international. Un aperçu schématique (part du commerce mondial, en pourcentage)	74
Figure 10 : Les monnaies du financement du commerce international (lettres de crédit et documents), en pourcentage du total	77
Figure 11 : Le système de paiement hiérarchisé	79
Figure 12: Transaction commerciale internationale en dollar U.S. au moyen de banques correspondantes et du réseau FEDWIRE®	84
Figure 13 : La réalisation d'une transaction commerciale internationale.....	96
Figure 14 : Les résultats du modèle de Kamps (2006)	101
Figure 15 : Facturation et parts de marché	106
Figure 16 : La relation entre PIB et facturation dans la monnaie de l'exportateur	106
Figure 17 : Le cycle des formes fonctionnelles de la monnaie	153
Figure 18 : Parts du Deutsche Mark et du Dollar US dans les exportations mondiales, en pourcentage, 1980 - 1995	186
Figure 19 : Usage du Yen et du Dollar dans les échanges du Japon, part en pourcentage des échanges, 1970 - 2003	190

Figure 19 : Parts du RMB dans les paiements avec la Chine et Hong Kong, banques centrales exclues.....	207
Figure 20 : Structures parallèles et alternatives promues par la Chine dans l'ordre mondial	209
Figure 21 : Composition des réserves de change des pays producteurs de pétrole, 1964-1982.....	219
Figure 22 : Part du dollar dans la facturation des importations de pétrole, produits dérivés et produits connexes extra UE de ses Etats membres, en 2012.....	221
Figure 23 : Part du dollar dans la facturation des importations de pétrole, produits dérivés et produits connexes extra UE de ses Etats membres, en 2014	221
Figure 24 : Evolution du régime de change du Qatar durant la seconde moitié du xx ^e siècle.....	225
Figure 25 : Etats-Unis, flux de trésorerie par secteurs de l'économie, 1960-2013, en % du PIB	243
Figure 26 : Part des encaisses liquides dans le total des actifs pour les entreprises non-financières du S&P 500, en %, 1990-2010.....	245
Figure 27: Moyenne des encaisses liquides des entreprises non financières américaines selon leur capitalisation boursière, 1990-2010, en milliards de dollar US	246
Figure 28 : Titres émis par les résidents dans les économies émergentes, par monnaie, part du total des émissions, en %	248
Figure 29 : La hiérarchie de la monnaie dans les paiements internationaux dans la vision de Perry Mehrling.....	254
Figure 30 : Emprunt de 10 millions de dollars à un taux d'intérêt de 2 %, sur un repo à 10 jours.....	258
Figure 31 : Réserves de change de la République Populaire de Chine, en millions de dollars US.....	269
Figure 32 : Représentation des principales relations internationales de paiements	272
Figure 33 : Le choix de monnaie par l'exportateur influencé par son environnement	290

Liste des tableaux

Tableau 1 : Les fonctions de la monnaie internationale	28
Tableau 2: Denomination du commerce international de la Suède, 1968, pourcentage du total.....	50
Tableau 3: Commerce extra-UE par État membre selon la monnaie de facturation, part de l'euro (en %).	60
Tableau 4 : Quelques éléments à propos du fonctionnement des marchés du RMB Onshore et Offshore vis-à-vis du dollar US.....	67
Tableau 5 : Monnaies de règlement des exportations et importations de la Russie, part en %, 2013-2015.....	229
Tableau 6 : Monnaies de règlement des échanges de la Russie avec la Chine, 2013-2015	230
Tableau 7 : Variations annuelles des prix, moyenne mondiale (en pourcentages).....	231
Tableau 8 : Sources des données ayant servi à la réalisation des cartes relatives aux pratiques de facturation.....	329

Introduction

À chaque fois que les économistes décrivent la dynamique de globalisation, ils font référence à la fragmentation des processus de production, et aux intégrations et interdépendances nouvelles entre les économies nationales que cette fragmentation entraîne. La globalisation s'est traduite par une multiplication des transactions financières et de marchandises : entre 1994 et 2014, le commerce international de biens et services est passé d'environ 5000 milliards de dollars américains à 24000 milliards (CNUCED, 2015). Sur le plan statistique, ces transactions apparaissent comme des transactions entre nations : c'est précisément lorsqu'ils passent les frontières que ces flux nouveaux donnent lieu à des enregistrements statistiques, car même si le déploiement international des chaînes de valeur en diminue l'importance économique, les frontières existent toujours. Les transactions enregistrées sont toujours des transactions monétaires. Dans quelle monnaie sont-elles exprimées ? Dans un monde qui ne dispose pas d'une monnaie proprement mondiale, seules sont utilisées des monnaies nationales. Dès lors, la question de la monnaie de cette globalisation devrait être posée.

Or, cette question l'est assez peu au regard de l'importance qu'elle revêt. L'inquiétude que suscitait la trajectoire de l'économie américaine, dans les années 1960, avait fait de la monnaie des échanges internationaux une préoccupation pour de nombreux dirigeants politiques européens, ce dont témoigne la célèbre formule du « privilège exorbitant » du dollar américain, que l'on doit à Valéry Giscard d'Estaing en 1964, alors qu'il était ministre des finances de Charles de Gaulle, et que le dollar était la monnaie dominante du système monétaire international. L'intérêt pour le sujet se limitait surtout au creusement des déséquilibres que faisait naître l'usage international de la monnaie américaine (Triffin, 1960). D'autres chefs d'Etats ou dirigeants, depuis, ont remis au goût du jour cette question, comme l'a fait en 2009 le gouverneur de la banque centrale de Chine, Zhou Xiaochuan (Zhou, 2009 ; voir également Johnson, 2008). Ce problème est en effet sérieux. Néanmoins, dans la littérature académique, relativement peu de travaux interrogent le rapport de la globalisation à sa monnaie, et ses déterminants.

La question de la monnaie du commerce international réapparaît cependant au gré des crises financières, ces dernières suscitant des interrogations par la société civile qui assiste à des faillites bancaires et au développement du chômage. Dans les années 2000 et 2010, l'économie mondiale a été traversée par de nombreuses crises financières, dont certaines sont restées relativement localisées, tandis que d'autres ont eu une amplitude et un impact extrêmement forts en termes économiques, sociaux et politiques. La principale crise de cette période a été la crise dite des *subprimes* de 2008, dont, en 2017, ni les pays occidentaux, ni les pays du reste du monde d'ailleurs, ne se sont véritablement remis¹. Cette crise, plus encore que les précédentes, questionne le fonctionnement du système économique et financier qui l'a générée. Un des points discutés par les universitaires, et plus largement, par la société civile, est celui du rôle que joue dans ce système la monnaie dominant l'économie mondiale, le dollar américain.

Le dollar américain est la monnaie officielle des Etats-Unis depuis 1785. Son usage dans les pratiques de compte et de paiements au-delà des frontières des Etats-Unis est plus récent, datant du début du XX^e siècle : son internationalisation actait alors l'émergence de l'économie américaine en tant que puissance internationale de premier plan. Le dollar apparaît comme un symbole de la domination de l'économie des Etats-Unis sur l'économie mondiale. Depuis 1945 au moins, il est le pivot des transactions marchandes et financières à l'échelle du monde. Avec la survenue des crises financières, en particulier celle de 2008, il lui est régulièrement reproché d'être une des causes des dysfonctionnements de l'économie internationale.

Pourtant, ces dernières années n'ont pas été des années de déclin du dollar sur le plan international. D'après Ilzetzki, Reinhart et Rogoff (2017, p. 31), le dollar américain servait de monnaie de référence ou d'ancrage pour les régimes de change d'environ 62 % des pays du monde en 2016. Le dollar est toujours de loin la monnaie la plus couramment utilisée dans les échanges internationaux : d'après un rapport de SWIFT (2015), le dollar était utilisé en 2014 dans plus de 51 % des paiements internationaux en valeur, et dans plus de 80 % des paiements interrégionaux, c'est-à-dire pour les échanges entre les continents européen, asiatique, et américain. Le rapport triennal de la Banque de Règlements Internationaux sur le marché des changes estime quant à lui que le dollar américain était, en avril 2016, impliqué dans 88 % des échanges de devises sur les marchés des changes internationaux. Ne devrait-on pas pourtant attendre d'un système

¹ C'est particulièrement vrai pour la zone euro dont le système bancaire est resté fragile : Vítor Constâncio, vice-président de la BCE, dans un discours donné en février 2017, a fait part de son inquiétude quant au volume des prêts non performants dans la zone euro, ceux-ci s'élevant à près de 9 % du PIB de la zone euro. “The ratio of NPLs is still at two digit level in six i euro area countries: Cyprus, Greece, Italy, Ireland, Portugal and Slovenia. Banks directly supervised by the ECB, still held €921 billion of such troubled loans at the end of September 2016, representing 6.4% of total loans and equivalent to nearly 9% of the euro area GDP” (Constâncio, 2017).

monétaire essuyant des critiques par le reste du monde que cesse son usage dans les régions à l'origine de ces reproches ?

Un dollar critiqué mais respecté

Le maintien du statut international du dollar est d'autant plus étonnant qu'il est aussi associé à un système de règles. L'ordre monétaire du dollar américain, à travers la voix des autorités gouvernementales américaines, a récemment montré son attachement à faire respecter un certain nombre de règlementations décidées par les autorités fédérales. Pour ne mentionner qu'un épisode qui a reçu une couverture médiatique en France, le 1^{er} mai 2015, la banque française BNP-PARIBAS a été condamnée par la justice américaine à payer une amende de 8,9 milliards de dollars pour avoir réalisé des transactions en dollar américain avec Cuba, l'Iran et la République du Soudan entre 2004 et 2012. Ces pays étaient des nations « ennemis » des Etats-Unis, inscrites, durant cette période, sur la liste des pays auxquels l'accès au système de paiement américain était formellement interdit. Si la BNP-PARIBAS avait refusé de payer l'amende à la suite de sa condamnation, la branche américaine de la banque française aurait perdu sa licence bancaire américaine et aurait été de fait déconnectée du système de paiements américain. Elle aurait tout simplement perdu son statut de banque aux Etats-Unis, qui lui permet de transférer et créditer des dollars. Ce scénario ne s'est pas produit, car la banque s'est empressée d'accepter son jugement, de plaider coupable, et de régler l'amende.

Si la somme à payer par la BNP- PARIBAS est d'une importance nouvelle, ce type de sanctions n'est pas inédit, puisque des montants moins importants avaient été auparavant, et ont été depuis lors, exigés d'autres banques, comme HSBC ou Standard Chartered. Pourquoi ces banques acceptent-elles cette discipline, et admettent qu'il est préférable de rester connectées au système de paiements en dollar ? Pourquoi considérer comme légitime ce type de sanctions ?

Ces sanctions étaient en réalité prévisibles, car garantes de l'ordre monétaire du dollar, que nous discuterons amplement dans cette thèse. Les décisions du tribunal visent à faire respecter les choix politiques du gouvernement des Etats-Unis. Ce qui est plus étonnant est de voir des acteurs du reste du monde adhérer à ces règles dans le but de continuer à utiliser le système de paiements du dollar. Parce que la monnaie américaine est actuellement la monnaie couramment utilisée dans les échanges internationaux, la connexion au système de paiements américain est primordiale. Il nous reste à comprendre les raisons de cette adhésion de l'économie internationale au dollar américain. Pourquoi un pays aurait recours à la monnaie du pays qui est à l'initiative de sanctions à son égard ? De nombreuses monnaies concurrentes ne sont pas soumises aux mêmes interdictions, sont convertibles et donc disponibles, par exemple, l'euro. Pourquoi ne pas les utiliser pour opérer des transactions internationales ?

C'est précisément l'objet de cette thèse de comprendre pourquoi le dollar reste la monnaie dominante du commerce international, c'est-à-dire de la facturation et du

règlement des échanges internationaux. La thèse a pour but de développer une réflexion complète visant à comprendre le choix du dollar dans le commerce international, et pourquoi celui-ci persiste à travers les années.

La monnaie

Pour ce faire, cette thèse se focalise sur les pratiques de facturation et de paiements du commerce international : nous défendrons l'idée qu'il s'agit là des deux fonctions qui constituent l'essence de la monnaie. D'abord une unité de compte, et un moyen de paiement. La fonction de compte est celle qui correspond à la facturation, tandis que celle de moyen de paiement correspond au règlement des échanges. Une telle démarche prend nécessairement ses distances avec l'analyse majoritaire en économie internationale : cette dernière se focalise principalement sur la fonction de réserve de valeur des principales monnaies internationales, pour des raisons à la fois pratiques – du fait des statistiques disponibles – et théoriques.

En effet, les statistiques des avoirs en monnaies étrangères détenus par des non-résidents – les réserves – sont disponibles relativement aisément dans les rapports des institutions financières², tandis qu'il est « beaucoup plus difficile d'obtenir des statistiques sur les transactions qui sont faites avec elles », et que par ailleurs, « l'usage en compte ne se prête pas à la quantification » (Blanc, 2000, p. 121). En effet, comment savoir à travers quelle monnaie sont pensés les échanges? Nous avons été confrontés à la difficulté, évoquée ici par Jérôme Blanc, que présente la rareté des données sur la facturation et le règlement. Par ailleurs, la théorie néoclassique dominante préfère considérer la monnaie comme un instrument privatisable, dont la capacité de conservation de richesse est centrale, ce qui permettrait d'expliquer les épisodes de substitution monétaire, et l'accumulation de réserves en devises. Pour notre part, comme pour Blanc (2002), ce phénomène, dont il n'est pas question de nier la réalité, apparaît plus financier que monétaire, car la monnaie est alors considérée comme un actif préféré à un autre. C'est en les appréhendant comme des stratégies de portefeuilles que les analyses dominantes saisissent les phénomènes de compétition monétaire à travers la fonction de réserve de valeur de la monnaie.

Dans notre analyse, la monnaie en soi n'est pas une réserve de valeur. Plus exactement, de nombreux actifs (biens immobiliers, œuvres d'art, métaux précieux) peuvent être des réserves de valeur : la réserve de valeur n'est donc pas un attribut qui serait particulier à la monnaie. La réserve de valeur ne définit pas la monnaie car définir, nous dit le *Litttré*, c'est « expliquer une chose par des attributs qui la distinguent ». En outre, la monnaie ne peut être comprise comme un actif : la monnaie ne peut être

² Par exemple, le FMI (2016) publie une étude statistique trimestrielle qui permet d'observer l'évolution des réserves de change, par devise.

confondue avec les biens qu'elle désigne, et dont elle sert à exprimer la valeur. C'est la raison pour laquelle nous ne voyons pas dans la monnaie un actif-réserve de valeur, mais une relation sociale mettant en scène une unité de compte et des moyens de paiement servant à éteindre des dettes libellées dans cette même unité de compte. Voilà les premières remarques que nous pouvions donner sur la monnaie, sachant que de plus amples développements nous attendent à ce sujet.

Quel est l'intérêt d'étudier la monnaie? Dans un contexte post-2008, dans lequel les crises économiques semblent récurrentes et les sciences économiques sujettes à une forte critique, d'une part par la société civile et les autres sciences sociales, d'autre part, en interne, par des économistes ne se reconnaissant plus dans la plupart des travaux de la discipline, l'étude de la monnaie présente un intérêt particulier. L'étude est d'abord stimulée par les questions posées par les économistes, mais aussi par les personnes qui ne sont pas économistes et que le sujet intéresse cependant. La théorie monétaire est par ailleurs un domaine qui permet de mobiliser les grandes catégories traditionnelles de l'économie politique : les débats entre individualisme méthodologique et holisme, les confrontations sur la méthode et le rôle de l'histoire dans la recherche en sciences sociales, ainsi que le problème de la coordination dans l'économie marchande. L'étude de la monnaie autorise, et rend même nécessaire une approche interdisciplinaire véritablement enrichissante pour les chercheurs qui ont la chance de pouvoir s'y plonger. Elle permet une réflexion beaucoup plus large sur la conception de l'Homme et de la société. Il s'agit là d'un terrain de réflexion et de conflit fondamental en philosophie politique, qui, on s'en rend compte dès lors que l'on prend le temps de s'y arrêter, se retrouve dans les sciences économiques. Pour cette raison, ce travail n'a pas échappé au dilemme incessant entre l'élargissement des champs disciplinaires et des références étudiées, et la rigueur analytique nécessaire pour assumer l'élargissement du sujet.

Un usage assumé de plusieurs théories

Lorsqu'a démarré ce travail de thèse, il a d'abord été question de chercher l'ensemble des travaux des économistes qui ont travaillé sur la question des choix de monnaies dans le commerce international. Rapidement, nous avons pu observer des écarts méthodologiques et épistémologiques gigantesques entre des travaux pourtant rattachés à l'étude d'un même objet. À ce stade, nous avions le choix entre faire abstraction d'un certain nombre de travaux pour approfondir les connaissances d'un seul des courants de recherche, ou bien tenter d'appréhender chacun de ces groupes de recherche en les confrontant les uns aux autres. Nous avons penché pour la seconde option, ce qui donne lieu à une exploration et une confrontation de perspectives, dans la seconde partie de la thèse. Ce choix est discutable : nombre d'économistes préfèrent raisonner dans un cadre théorique caractérisé par des hypothèses restrictives, ce qui par

définition est réducteur, mais qui en contrepartie offre une protection au chercheur en lui garantissant une certaine rigueur méthodologique. Notre choix se justifie par l'intuition que la seule macroéconomie standard³ est limitée dans sa capacité à offrir une explication satisfaisante des choix de monnaies du commerce international, et qu'elle gagnerait à intégrer les travaux d'autres groupes de chercheurs. Par exemple, comme nous le montrerons dans cette thèse, la théorie dominante en macroéconomie internationale, pour qui le choix de monnaie se fonde sur la maximisation des utilités individuelles, est incapable d'expliquer la persistance du choix du dollar autrement qu'avec l'aide du concept d'inertie, posée comme une hypothèse *ad hoc*.

Le choix d'avoir recours à plusieurs approches théoriques est apparu d'autant plus nécessaire que les phénomènes que nous étudions sont des relations monétaires internationales, qui impliquent d'étudier d'une part l'aspect international des relations monétaires – qui comporte des spécificités liées aux relations interétatiques et à leur gouvernance –, mais aussi l'aspect *monétaire* de ces relations. Nous cherchons donc à comprendre la monnaie, dans un cadre – le cadre international – qui n'est cependant pas l'échelle spatiale la plus répandue dans le domaine des études monétaires.

Une théorie se comprend comme un « ensemble de lois formant un système cohérent et servant de base à une science, ou rendant compte de certains faits »⁴. Le lecteur pourra constater les emprunts à plusieurs théories de la monnaie, qui n'ont pas nécessairement pour habitude de dialoguer entre elles⁵. Par exemple, est mobilisée à plusieurs reprises la pensée de John Maynard Keynes. Celle-ci a été développée par la suite par les courants postkeynésiens et circuitistes, qui constituent des branches de la pensée keynésienne. Parallèlement, la plus grande partie des travaux développés ici utilisent des lectures théoriques institutionnalistes de la monnaie.

L'usage de ces deux corpus théoriques (keynésien et institutionnaliste) motive et alimente une critique des travaux théoriques et empiriques existants relatifs aux choix de monnaie par les exportateurs. Les analyses issues de la macroéconomie standard sont critiquées pour l'étroitesse du cadre théorique qui les caractérise, celui dans lequel la monnaie n'a qu'un rôle instrumental, et dans lequel les entreprises choisissent une monnaie selon un calcul maximisant l'utilité individuelle. En effet, les choix de monnaies peuvent être compris comme des décisions prenant place au sein de rapports sociaux

³ Par « standard », nous voulons signifier qu'il s'agit là de l'approche macroéconomique dominante parmi les économistes. Comme nous allons le voir, cette macroéconomie trouve ses fondements dans la microéconomie, en posant comme base d'étude l'agent individuel représentatif, ce dernier cherchant à maximiser son utilité individuelle. Ce postulat permet un fort développement de la formalisation mathématique. Cette méthodologie est héritée de la synthèse néoclassique (Gilles Campagnolo en offre une description dans la présentation qu'il fait de l'ouvrage de Menger (2011, p. 23).

⁴ Définition du Centre National des Ressources Textuelles et Lexicales.

⁵ Nous adoptons ainsi l'approche développée par Ponsot (2015), qui consiste à étudier un même sujet, du moins lorsqu'il s'agit de questions monétaires internationales, en combinant une analyse macroéconomique, une analyse des institutions, et une analyse d'économie politique internationale.

déterminés, qu'il convient de comprendre et qui sont à situer dans une réalité historique. Cependant, appuyés par des études statistiques diverses, ces études constituent des apports utiles à la compréhension des déterminants des choix de monnaie, c'est pourquoi ils sont inclus dans ce travail.

La compatibilité entre elles de théories monétaires pourtant différentes se comprend parfois à travers les différences entre les objets scientifiques que ces théories désignent. L'usage qui est fait des théories postkeynésiennes et circuitistes⁶ de l'économie monétaire s'explique par la qualité analytique de ce corpus dans la compréhension de ce qu'est un système monétaire constitué. Certes, les fonctionnaires des banques centrales ou les analystes des grandes banques internationales ont des analyses plus fouillées et plus techniques encore⁷, mais bien souvent sans les relier à des problématiques d'économie politique, c'est-à-dire que leurs travaux font le plus souvent abstraction des enjeux existants de création, de production, et de redistribution des richesses, qui constituent les objets fondamentaux de l'économie politique. Les postkeynésiens ont permis d'inclure, dans leur schéma de pensée d'économie politique, des systèmes bancaires hiérarchisés, extrêmement proches de ce à quoi ils renvoient dans la réalité.

Il nous était cependant impossible de nous satisfaire des seules analyses postkeynésiennes, pour une raison simple. L'objet d'étude qui nous concerne ne trouve pas de place dans leur approche. Cette thèse cherche à comprendre le choix d'une monnaie dans une transaction internationale. Si la théorie postkeynésienne analyse avec finesse le fonctionnement et les principes d'un système monétaire, elle est inadaptée à l'étude *des choix* de systèmes monétaires, c'est-à-dire à un contexte de pluralité monétaire. Pour cette raison, nous analysons, lorsque cela semble pertinent, le système monétaire du dollar américain avec la grille de lecture postkeynésienne, mais, lorsqu'il est question de le replacer dans un cadre où les systèmes monétaires coexistent et où la pluralité monétaire est effective, il ne peut offrir les concepts essentiels à la formulation d'une explication.

C'est pour cette raison que la théorie institutionnaliste, qui intègre une forte dimension issue de la sociologie économique, est utilisée⁸. La pluralité monétaire est un élément constitutif de son schéma de pensée. Elle propose une alternative au cadre

⁶ Pour un exposé des théories postkeynésiennes, voir Zorn (2016) ainsi que Lavoie (2016). Pour un exposé comparant les théories de la monnaie endogène, notamment les conceptions circuitistes et postkeynésiennes, se reporter à l'étude de Bouvet (1996).

⁷ Nous pensons par exemple aux rapports de la Banque des Règlements Internationaux ou ceux de la *Federal Reserve Bank of New York*, utilisés dans cette thèse.

⁸ La théorie institutionnaliste affirme, à l'instar de la sociologie économique, que les faits économiques qu'elle étudie sont des faits sociaux. Elle considère aussi nécessaire l'étude des médiations sociales nécessaires au fonctionnement du marché. Enfin, elle suggère que les faits économiques peuvent être expliqués de manière plus pertinente lorsque sont intégrés des éléments d'analyse issus des sciences sociales telles que la sociologie, et non la seule théorie économique (Steiner, 2007, p. 3-6).

analytique hérité de Menger et de Hayek, ces derniers ayant largement inspiré la macroéconomie monétaire internationale. A première vue, la forme prise par le système monétaire international semble en effet représenter un idéal de la pensée économique autrichienne, puisqu'il « se rapproche du modèle hayekien de concurrence entre multiples monnaies publiques et privées » (Théret, 2011, p. 21), dans lequel l'agent individuel a pour principal objectif la maximisation de son utilité. L'agent va pour cela choisir la meilleure monnaie à sa disposition. Une telle approche instrumentale de la monnaie, se basant sur une conception pourtant sévèrement critiquée sur le plan théorique⁹, continue de constituer la référence en macroéconomie internationale. Il s'agit là d'un *theoretical gap*, une lacune de la théorie, que nous chercherons à combler. Si les interprétations existantes des relations monétaires internationales s'inspirent majoritairement de la théorie de Menger et de ses disciples, nous utiliserons des ressources alternatives, principalement les théories institutionnalistes, pour comprendre la pluralité monétaire et l'attraction particulière dont le dollar est l'objet.

Cette entreprise multidisciplinaire se comprend à la fois comme une nécessité pour le traitement du sujet, ainsi qu'une volonté de démontrer qu'il est possible de dépasser les clivages « de chapelles » si spécifiques aux sciences économiques. Si nous sommes critiques vis-à-vis de certains travaux, il n'est pas question de s'interdire de recourir aux approches qualifiées de « standard » ou « d'orthodoxes » lorsque celles-ci peuvent enrichir la compréhension d'ensemble de notre objet d'étude¹⁰. La démarche adoptée ici est donc pluridisciplinaire, et déborde volontairement sur plusieurs champs qui, d'après nos lectures, sont habituellement étudiés séparément.

Le détour par l'histoire permet de valider mais aussi de questionner les théories. Il constituera l'essentiel de la troisième partie de cette thèse. S'agissant de la monnaie, « c'est par une double démarche, historique et analytique, que doivent être saisies l'unité et la diversité qui caractérise le phénomène monétaire » (Courbis *et al.*, 1990, p. 14). Ces deux démarches nous semblent indissociables dans l'étude des phénomènes monétaires. L'observation historique seule est bien limitée dans sa capacité heuristique, et repose, en réalité, sur des soubassements théoriques qui préfigurent la façon dont l'empiriste observe. Parce que la monnaie est avant tout une relation compréhensible en termes logiques, une démarche prétendument empiriste peut tout aussi bien aboutir à la confirmation d'un raisonnement logique qu'à son infirmation, en fonction de la conception retenue de la monnaie. Nous rejoindrons les auteurs de ces lignes en affirmant la nécessité de replacer dans leur contexte historique les analyses monétaires. C'est absolument indispensable. Cependant, dans l'étude de la monnaie, pour paraphraser Althusser (1976, p. 158), « la connaissance du concret n'est pas au commencement, elle est au bout de l'analyse ». D'où la nécessité de démarrer la thèse par le rappel de la

⁹ Pour des critiques sévères, voir par exemple Aglietta et Orléan (2002) et Ingham (2004).

¹⁰ Une telle démarche d'ouverture se situe dans le programme de recherche hétérodoxe (Postel, 2007).

conception de la monnaie retenue dans la thèse, conception qui sera capable de saisir la réalité et de produire une analyse.

Quelques positionnements

La conception que l'on a retenue de la monnaie nous invite d'abord à interroger la question que pose la thèse. Choisit-on la monnaie que l'on utilise dans l'échange ? Cela n'a rien d'évident dans nos économies. Par exemple, pour le salarié : si le montant du salaire est loin de faire systématiquement l'objet d'un choix ou d'un marchandage entre le salarié et son entreprise, il est encore moins souvent question de négocier l'unité dans laquelle celui-ci sera versé, et cela est déterminant pour la dénomination des échanges que feront par la suite les mêmes salariés. Néanmoins, dans le commerce international, les choses semblent se présenter différemment. Les acteurs impliqués sont pour l'essentiel des entreprises, l'une exportatrice et l'autre importatrice. Les transactions internationales ne sont pas a priori sujettes à une obligation légale de facturation dans une monnaie particulière. Il s'agirait donc d'un choix laissé à la discrétion des entreprises.

À première vue, cela veut aussi dire que les firmes importatrices et exportatrices, clients et fournisseurs, ne sont pas liées entre elles par des rapports de propriété, et donc de subordination. Le contraire ferait du terme « choix de monnaie » un terme complètement inadapté : les firmes contrôlées en amont par une société mère n'ont guère de marges de manœuvre pour choisir la monnaie dans laquelle elles règlent et se font régler importations et exportations.

Or, la firme transnationale est une dimension importante à prendre en compte dans notre travail. Nous devons tenir compte des échanges intrafirmes, qui représentent au moins un tiers des échanges internationaux (Rainelli, 2015, p. 72). Il est connu que les prix des marchandises qui circulent entre les filiales d'une même firme transnationale sont manipulables, et ils le sont effectivement bien plus que les prix établis par le marché, pour des raisons fiscales principalement.

Les statistiques disponibles relatives à la monnaie de facturation du commerce international, qu'elles soient basées sur des enregistrements à la douane, ou bien par la banque centrale, ou encore basées sur des questionnaires auprès des firmes, ne permettent pas de rendre compte des relations de propriété et de subordination entre les échangistes, telles qu'on les rencontre dans les firmes transnationales¹¹. Néanmoins, la condition d'atomicité des acteurs – permettant l'autonomie de décision pour les opérations monétaires – n'est pas une condition nécessaire dans le cadre de notre thèse. Nous serons en mesure de surmonter ce problème : nous allons montrer que les tendances qui semblent à première vue contradictoires, entre le commerce intégré au sein des firmes

¹¹ Les données disponibles relatives à la monnaie de facturation du commerce internationale ne spécifient pas la nature des échanges, inter ou intrafirmes.

transnationales, et celui qui au contraire est caractérisé par une atomicité des acteurs, concourent chacune par leurs logiques propres à favoriser le choix du dollar américain.

D'une part, quand bien même chaque producteur serait indépendant sur le plan de la participation à son capital, cela n'empêche pas que se reconstituent des relations de subordination sous d'autres formes : l'autonomie supposée dans l'échange est donc fortement questionnée par le cadre institutionnel des relations commerciales internationales¹². D'autre part, pour notre sujet de thèse, la dimension « hors-marché » que représente l'intégration au sein d'une firme transnationale est elle-aussi problématique, puisque les choix de monnaie d'une entreprises sont influencés par les décisions des maisons-mères, au sein de ces réseaux transnationaux. La question se pose en effet de savoir quelle monnaie les firmes transnationales vont utiliser dans leurs échanges internes, c'est à dire, l'unité de compte qui va libeller ces flux. Si la nationalité d'origine de la maison-mère joue sans aucun doute favorablement dans ce choix, de nombreuses firmes non-américaines choisissent une monnaie autre que celle de leur économie d'origine, le dollar pour la plupart d'entre elles¹³. Ce phénomène repose la question des déterminants de choix de monnaie de facturation de leurs échanges internationaux (et donc de leur comptabilité interne). Bien que l'on suppose une certaine autonomie de décision pour que les acteurs opèrent des choix, cette autonomie est dans le même temps encastrée dans un contexte institutionnel précis qui contribue à déterminer ces choix.

Individus et institutions

Le rapport des individus aux institutions est une question fondamentale en sciences sociales. Dire que la monnaie est une institution, c'est dire que les individus ont des interactions avec l'institution monétaire, et cette dernière amène ceux-ci à modifier leur comportement. La monnaie, on va le voir, est à la fois un instrument de séparation au sein du marché, et un instrument du lien à la société. C'est pour cette raison que la monnaie est vue comme un moyen de coordination au sein de la société marchande. Elle est un rapport social déterminant pour les individus. Néanmoins, bien qu'elle coordonne, elle ne fait disparaître ni le rôle, ni les décisions prises par les agents individuels.

Dans cette thèse, comme dans les sciences économiques en général, les agents individuels sont « généralement considérés comme des centres de décisions autonomes », et à ce titre peuvent être étudiés isolément (Walliser, 2012, p. 119). Les individus peuvent être intégrés dans des structures elles-mêmes comprises comme des centres de

¹² N'est-il pas enseigné aujourd'hui dans les écoles de commerce l'intérêt existant pour une entreprise, de sous-traiter certaines activités (*outsourcing*), plutôt que de les intégrer au sein d'un groupe, sans que cela n'enlève à la firme qui sous-traite sa capacité de « donneur d'ordres » ?

¹³ C'est par exemple le cas des entreprises japonaises dans leurs échanges intrafirmes en Asie, qui opèrent principalement en dollar américain (Ito *et alii*, 2016).

décision : c'est le cas des entreprises, qui sont étudiées dans un premier temps comme des centres de décisions individuels, avant que soient ensuite étudiés les individus qui la composent. Les agents individuels, comme dans toute tentative de modélisation, disposent d'une certaine rationalité. Comme l'écrit Gardin (2012, p. 418), « toute tentative d'explication des conduites humaines passe inévitablement par l'attribution aux acteurs de quelque(s) principe(s) de conduite, à défaut desquels le projet même d'une explication paraît désespéré ». La rationalité se manifeste lorsque l'agent individuel est amené à prendre des décisions, ce qu'il doit effectivement faire dans la mesure où il est dépendant au marché pour son existence au quotidien. Il est tout à fait raisonnable cependant de préciser que les agents subissent des influences, qui sont principalement produites par des institutions : on parle ainsi d'une rationalité limitée des agents. Reste à définir dans chaque modèle de quelle manière, et dans quelle mesure, la rationalité supposée des acteurs est limitée, sinon déterminée, par l'existence d'institutions.

C'est le cadre institutionnel qui contribue à limiter, et donc à structurer les stratégies des agents, d'où l'importance de penser les institutions. Celles-ci obéissent usuellement « à un schéma de fonctionnement centralisé, caractérisé par la boucle d'interaction établie avec chacun des agents, au détriment de toute relation bilatérale directe entre ces derniers » (Walliser, 2012, p. 121-122). L'institution « émet des signaux institutionnels en direction des agents, qui interviennent comme paramètres dans leurs déterminants de choix, et auxquels ces agents réagissent de façon indépendante les uns des autres ». L'institution n'est cependant pas figée dans le temps : « elle observe en retour les actions conditionnelles des agents, et ajuste les signaux institutionnels en conséquence, de façon à faire respecter des contraintes de coordination globale affectées au système » (Walliser, 2012, p. 123).

C'est avec cette définition à l'esprit que la monnaie sera considérée comme une institution, imprimant des signaux envers les agents, mais évoluant aussi en fonction des actions mises en œuvre par ceux-ci. La conception des institutions sera au centre des confrontations théoriques examinées dans la seconde partie.

Contexte spatial et temporel

La réflexion porte sur les pratiques de facturation du commerce international de manière générale. Elle est d'abord contrainte par la rareté des statistiques disponibles. Les premiers chiffres disponibles apparaissent à la fin des années 1960, bien que quelques statistiques éparses aient été identifiées pour des années antérieures, notamment au début du XX^e siècle. Les données des années 1960 et 1970, suivant les travaux pionniers de l'économiste suédois Sven Grassman, permettent d'observer les mutations présentes dans les pratiques de facturation, reflétant en cela les évolutions les plus importantes du capitalisme mondial. L'intérêt du sujet grandissant au fur et à mesure que le commerce international prenait de l'importance avec la globalisation, les études statistiques se sont développées. À partir des années 2000, un nombre croissant de

banques centrales nationales publient des données relatives aux unités de compte choisies dans les échanges internationaux de leur pays, parfois en détaillant la catégorie de la marchandise échangée. Des études basées sur des questionnaires auprès de larges échantillons de firmes ont complété ces publications. À chaque fois que ces données ont été portées à notre connaissance, elles ont été exploitées dans l'exposé.

Sur le plan spatial, le sujet ne se focalise pas sur un « terrain » particulier, comme beaucoup de thèses d'économie ont coutume de le faire. Le choix de rester global trouve sa première justification dans les pratiques monétaires elles-mêmes : la compréhension du choix du dollar dans les échanges internationaux sera enrichie par l'étude des différents espaces dans le monde qui adhèrent au dollar, ou au contraire qui parviennent à faire émerger des monnaies concurrentes. Ces espaces et leurs pratiques monétaires peuvent ainsi être comparés. La seconde justification est d'ordre pratique : il sera souvent question de se pencher sur les pratiques monétaires de régions pour lesquelles des statistiques sont disponibles, et malgré leur rareté, nous disposons de données pour chaque région/continent.

Emergence et fonctionnement du système monétaire

L'objet de cette thèse est de comprendre les choix d'un système particulier de compte et de règlement, plutôt qu'un autre, dans les échanges internationaux. Nous souscrivons à l'approche selon laquelle la monnaie est une institution structurant le marché¹⁴. Elle imprime donc une série de contraintes au marché par une sorte de causalité descendante. En revanche, accepter cela signifie que son apparition / son émergence ne peuvent être attribuées à des mécanismes marchands. En partageant l'idée que la monnaie est nécessaire au marché, nous acceptons aussi l'idée selon laquelle les approches individualistes de la monnaie sont incapables de restituer une théorie *acceptable* de l'émergence de la monnaie. Si un système monétaire apparaît, ce ne peut être à la suite d'un processus marchand, car si la monnaie précède le marché, c'est que le marché ne précède pas la monnaie.

« On ne peut choisir démocratiquement de vivre en démocratie. Le faire reviendrait simplement à constater que l'on est déjà en démocratie. On peut, en revanche, choisir démocratiquement selon quelles règles seront organisées les diverses institutions d'un régime démocratique. De même, le choix d'un instrument de paiement ou d'une organisation particulière des transactions ne peut être formulé que si ont été précisées au préalable les formes dans lesquelles ce choix est possible » (Cartelier, 2001, p. 1005).

Au xx^e siècle, la période que nous étudions, les « règles du jeu » des économies sont bien celles d'une économie monétaire : nous sommes depuis longtemps dans des économies monétaires. Pour cette raison, la question de l'apparition de la monnaie ne

¹⁴ Nous ne développons pas plus à ce stade car les sections suivantes se penchent plus longuement sur le sujet.

sera pas étudiée. Toutefois, les conditions du passage d'une monnaie nationale utilisée uniquement à une échelle domestique à une monnaie internationale reposent d'une certaine manière la question et, du reste, sont pour l'économiste d'un grand intérêt. Nous devinons cependant que pour tenter d'y répondre, il sera nécessaire de recourir à des approches reposant sur des mécanismes de coordination des individus alternatifs au marché. C'est pourquoi dans la seconde partie de cette thèse, nous ferons le constat que les déterminants du choix du dollar pour les échanges internationaux se situent en grande partie dans des explications hors de portée des approches individualistes de la monnaie, ces dernières étant fondées sur la coordination par le marché.

« Dès lors, le problème que doit résoudre la théorie de la monnaie n'est pas de montrer que la monnaie est une propriété possible d'une économie se coordonnant à l'équilibre mais plutôt de s'interroger sur l'existence, l'unicité et la stabilité de l'équilibre général dans une économie organisée de façon monétaire. Cela revient à distinguer soigneusement les deux étapes logiques qui sont amalgamées à tort dans les modèles de prospection (i) l'établissement de règles générales de coordination entre les individus, (ii) le fonctionnement effectif d'une économie fonctionnant selon ces règles. L'établissement de règles générales de coordination – étape (i) – ne relève pas de la même procédure que l'étape (ii) – détermination des prix – qui suppose ces règles déjà établies » (Cartelier, 2001, p. 1005-1006).

S'il est rigoureux, et donc souhaitable, de distinguer ces deux étapes à la manière de Cartelier, la distinction ne veut pas dire que l'une et l'autre sont imperméables. Une fois les règles établies, c'est-à-dire une fois l'étape (i) franchie, la société ne connaît pas « la fin de l'histoire ». En effet, il est raisonnable de penser que le fonctionnement de l'économie selon les règles établies dans l'étape (i) comprend des contradictions s'exprimant dans le déroulement de l'étape (ii), qui peuvent conduire à terme à rouvrir l'étape (i). Autrement dit, il faut concevoir la crise monétaire comme l'expression des contradictions présentes dans une économie monétaire. L'émergence de contestations monétaires signifie la recherche de dépassement et de sortie de ces contradictions.

Dans cette thèse, nous envisagerons ainsi des allers-retours entre ces deux étapes distinctes, à savoir, le façonnement et la reproduction d'un système monétaire (et donc les conditions de son émergence) d'une part, et d'autre part, le fonctionnement du système lui-même. En effet, l'analyse doit se pencher sur le fonctionnement du système pour comprendre la dynamique de sa recomposition. De cette manière, nous ne raisonnerons pas dans le cadre d'un système économique fermé, et nous nous rendons capables de saisir ses mutations. C'est aussi par ce biais que nous pouvons expliquer la résilience du dollar dans les échanges internationaux, question qui sera au centre de la thèse. La question à laquelle la thèse tente de répondre est en effet la suivante : comment expliquer la résilience du dollar comme monnaie de facturation et de règlement du commerce international ?

Les étapes de la thèse

La thèse se déroule en trois parties¹⁵. Dans la première, il est question d'offrir un état des lieux des pratiques de commerce international, qui passe d'abord par la proposition d'une définition (section I.1) de ce qui sera considéré comme une monnaie internationale. Les sections suivantes proposent un état des lieux statistique (section I.2) et technique (section I.3) des échanges internationaux. L'état des lieux statistique permet de confirmer l'intuition selon laquelle le dollar domine largement les échanges internationaux, avec les chiffres disponibles les plus récents. L'état des lieux technique décrit quant à lui le déroulement des transactions et les infrastructures permettant les paiements, et qui constituent une condition de réalisation des échanges internationaux.

La seconde partie analyse les différentes études portant sur les choix de monnaies dans le commerce international, exposant plusieurs approches, c'est-à-dire plusieurs façons de penser la monnaie des échanges, approches qui se distinguent notamment par l'axiomatique retenue dans chacune d'elles : les approches standard d'abord (section II.1), les approches institutionnalistes ensuite (section II.2), et enfin les approches qui intègrent la dimension hégémonique de la monnaie internationale à travers des travaux d'économie politique internationale (section II.3). Si certaines oppositions apparaissent clairement dans la confrontation de ces approches, on relève dans le même temps une certaine complémentarité de ces approches. Les déterminants se situent à des niveaux d'analyse différents et complémentaires, ce qui apparaît en définitive indispensable dans l'établissement des déterminants de choix de monnaie.

Enfin, la troisième partie offre, en illustration des modèles déployés dans la seconde partie, une lecture historique de la domination du dollar dans les échanges internationaux, à travers une étude du XX^e siècle jusqu'à nos jours, c'est-à-dire jusqu'à l'avènement d'un capitalisme mondialisé sous dominante financière. Cette partie permet de vérifier les déterminants auxquels la seconde partie fait référence. Pour cela, elle commence par l'étude des différentes manœuvres de contestations monétaires du dollar par des monnaies concurrentes (section III.1). L'étude se tourne ensuite vers le marché du pétrole, marché particulier mais révélateur et extrêmement important (section III.2), avant d'étudier la dynamique de financiarisation qui caractérise le régime d'accumulation de la plupart des économies au XXI^e siècle (section III.3). Ces trois sections montrent sous différents angles comment le dollar s'est maintenu en tant que monnaie internationale pour la facturation et le règlement des échanges internationaux. La troisième partie s'achève avec une proposition de conceptualisation de l'inertie de la

¹⁵ La thèse intègre les analyses développées dans des articles que nous avons publiés ou qui sont à paraître. Il s'agit d'un article paru dans *International Journal of Political Economy* (2015), d'un second article paru dans la *Revue d'économie financière* (2016) et d'un troisième à paraître en 2018 dans *Review of Keynesian Economics*. Nous nous appuyons également sur les résultats d'un article co-écrit avec Jean-François Ponsot paru en 2016 dans *Journal of Economic Integration*.

monnaie internationale (section III.4), le terme d'inertie étant abondamment utilisé dans la littérature en référence à la persistance historique de l'usage du dollar dans les échanges internationaux.

Partie 1 : Monnaie internationale et facturation

« Croyez-moi, les questions de monnaie seront et resteront toujours et partout dans le monde instables, confuses, incertaines et imparfaites »
(Bernardino Pratisuoli, 1584, cité par Thiveaud, 1996, p. 24).

Les choix de monnaies du commerce international se réalisent dans un cadre qu'il convient en premier lieu de décrire avant d'envisager l'étude de leurs déterminants : l'objet des trois sections qui constituent la première partie de cette thèse est donc de représenter le cadre dans lequel s'opèrent les choix de monnaies. La description du cadre s'effectue à trois niveaux. À un premier niveau, il sera précisé quelle définition de *monnaie internationale* sera retenue dans cette thèse. La première section est ainsi consacrée à la façon dont nous choisissons de définir notre objet d'étude. À un second niveau, nous proposerons un état des lieux statistique des pratiques internationales de facturation et de paiement, afin d'évaluer la domination de la monnaie américaine dans les échanges internationaux. À un troisième niveau, nous décrirons le cadre institutionnel et technique du système monétaire actuel, support indispensable à l'usage d'une monnaie internationale : la troisième section explique en particulier les institutions à travers lesquelles la monnaie est émise puis circule.

1. Les différentes définitions de la monnaie internationale

Cette section étudie les différentes définitions de la monnaie internationale élaborée dans la littérature. La pluralité des définitions reflète à la fois des divergences conceptuelles et méthodologiques. La monnaie internationale est définie par une liste de critères dans la majorité des études disponibles. L'alternative keynésienne élabore un projet de ce que devrait être une monnaie internationale en cohérence avec le fonctionnement des économies monétaires nationales. La section se termine enfin avec une tentative de redéfinition positive et non instrumentale de la monnaie internationale, qui servira de fil conducteur pour le reste de la thèse.

Définir la monnaie

Une tentative de définition de la monnaie internationale nécessite au préalable des éléments de définition de la monnaie. Il s'agit d'une tâche ambitieuse. Comme l'indique Deiss (1979, p.68) « À ce propos, il n'existe pas, parmi les économistes, de consensus, car le problème est souvent considéré comme une question de degré, où il s'agit de tracer une frontière – forcément arbitraire – entre les actifs financiers regroupés sous la désignation de monnaie et ceux qui en sont exclus ». D'après lui, « le problème consiste bien plus de savoir si la nature de la monnaie est différente de celle des autres biens et actifs financiers ». Le développement des activités financières et le décloisonnement bancaire ont permis que la frontière entre ce qui peut être compris comme de la monnaie et ce qui ne l'est pas est insaisissable et en constante évolution¹⁶ (Bouhours, 1993, p. 87). Les agrégats monétaires officiels utilisés par les banques centrales pour mesurer la monnaie en circulation sont eux même sujets à des modifications tenant compte de cette évolution.

La réalité étant saisie par des concepts, le choix de définition de la monnaie est néanmoins essentiel à la compréhension des transactions économiques dont elle permet la réalisation. La réalité sera saisie et comprise différemment selon la définition retenue. L'objet de cette section est de proposer une définition de la monnaie internationale. La définition construite dans cette section passe par la critique d'autres propositions de définitions qui ne seront pas retenues.

¹⁶ Cette idée est développée notamment par l'économiste américain Perry Mehrling, qui s'attache à rappeler les différents instruments monétaires qui servent aux paiements selon le degré de liquidité dont ceux-ci bénéficient. Cela amène par conséquent les autorités monétaires à élargir le spectre de leurs interventions, faisant de certains actifs bancaires une quasi-monnaie. Les supports monétaires évoluent ainsi selon les époques et les aléas de l'économie (voir Bernes *et alii*, 2014).

Dans la littérature qui s'offre au chercheur, la monnaie est le plus souvent définie par les fonctions particulières qu'on lui attribue, c'est-à-dire les fonctions d'unité de compte, de moyen de paiement, et de réserve de valeur. C'est par ses fonctions que les économistes en font un bien distinct des autres marchandises. La plupart des analyses de la monnaie en ont une vision « instrumentale » (par exemple, Kiyotaki et Wright, 1989) : il s'agirait d'un instrument dont les agents privés se servent pour leurs échanges, par commodité, car la monnaie permet une réduction des coûts de l'échange. C'est ce qui fonde son utilité. La monnaie est une innovation par rapport au troc. La monnaie étant conçue comme un actif liquide (un bien-monnaie) conceptuellement, l'économie d'échange reste d'ailleurs une économie de troc, puisqu'on échange un bien contre un bien-monnaie, puis le bien-monnaie contre un bien. La communauté marchande au sein de laquelle se réalisent les échanges, dans cette vision, est déjà constituée avant que la monnaie fasse son apparition. La monnaie, servant à véhiculer des biens incorporant des utilités, n'est vue que comme un instrument exogène à l'économie elle-même, ne pouvant avoir d'impact sur l'activité économique. Elle n'est intégrée qu'en dernier lieu dans l'analyse économique, assimilée à un voile posé sur l'économie, n'influencant pas les variables qui se situeraient en dessous. Cette définition de la monnaie n'est pas retenue dans ce travail du fait de ses hypothèses de départ. C'est une conception qui d'une part, est sans fondement historique (voir en cela les travaux de Servet (2012) et de Graeber (2013)), d'autre part, affaiblie par des incohérences théoriques (que nous trouverons expliquées dans Aglietta et Orléan, 2002 ; Cartelier, 2001).

Les sciences économiques, dans la majorité de leurs travaux, reposent cependant sur l'approche instrumentale de la monnaie. C'est particulièrement vrai des travaux en économie monétaire internationale. Dès lors, même si nous nous tournerons par la suite vers d'autres théories pour définir la monnaie, nous pouvons démarrer notre examen des différentes définitions de la monnaie internationale par la définition dominante.

La définition par les fonctions

L'analyse économique retient trois fonctions de la monnaie : l'unité de compte, le moyen de paiement, et la réserve de valeur. Au niveau international, on retrouve ces trois fonctions de la monnaie, mais elles sont généralement décomposées dans la littérature selon la nature des acteurs concernés : les agents privés sont distingués des acteurs publics (voir tableau 1 et Bénassy et Deusy-Fournier, 1994 ; Hartmann, 1998).

Pour le secteur public, la monnaie internationale joue essentiellement un rôle d'instrument dans la tâche de régulation assurée par l'institution monétaire nationale. La monnaie internationale, dans sa fonction d'unité de compte, est la monnaie par rapport à laquelle est pensée la politique de change. Le régime de change va s'adapter aux évolutions de la monnaie internationale, dans la mesure où celle-ci sert d'ancre. Le cours de la monnaie nationale, avant de s'établir par rapport aux monnaies du reste du monde l'est d'abord par le biais de la monnaie internationale. On parle ainsi d'étalon, car les

parités vont s'établir relativement à la monnaie internationale¹⁷. En tant que moyen de paiements et d'échanges, la monnaie internationale est celle dans laquelle les Etats, lorsque ceux-ci sont amenés à opérer des transactions (commerciales ou financières), libellent ces flux. Elle sera la monnaie privilégiée pour opérer les interventions sur le marché des changes, d'autant plus qu'elle est également accumulée sous forme de réserves par les banques centrales à travers le monde. Par conséquent, la fonction de réserve de valeur de la monnaie internationale se manifeste par un rôle prépondérant dans les réserves en devises des institutions officielles du monde entier.

Tableau 1 : Les fonctions de la monnaie internationale

	<i>Agents privés</i>	<i>Agents publics</i>
Moyen de paiement	Véhicule	Interventions
Unité de compte	Facturation	Ancrage
Réserve de valeur	Arbitrage	Réserves

Source : Bénassy et Deusy-Fournier (1994), à partir des travaux de Cohen (1971)

Abordons maintenant les fonctions de la monnaie internationale pour le secteur privé, en précisant que la grande majorité des échanges sont le fait des agents privés. Les exportations d'un pays sont en réalité les exportations des firmes qui y sont implantées. Pour celles-ci, les fonctions de la monnaie internationale sont là aussi, dans les travaux académiques, le plus souvent au nombre de trois : la fonction de moyen de paiement est celle qui attribue à la monnaie un rôle de véhicule pour les échanges (Bénassy et Deusy-Fournier, 1994). La monnaie va permettre la circulation des marchandises dans la mesure où son acceptation est effective auprès des agents, quelle que soit la nationalité de l'échangiste. La monnaie remplit une fonction d'unité de compte en permettant d'exprimer le prix de la marchandise auprès des entités économiques étrangères. Cette fonction donne ainsi une valeur à la marchandise pour l'économie internationale, l'associant à une convention monétaire qui lui permet de rentrer dans l'orbite de la communauté des échangistes. Enfin, la monnaie internationale joue, pour les agents privés une fonction de réserve de valeur. Dans une économie internationale se destinant de plus en plus à être un grand marché, visant un *level playing field* sur lequel la concurrence et les logiques marchandes doivent s'appliquer, les agents économiques internationalisés sont confrontés au problème de l'incertitude et ils vont, pour tenter d'y faire face, désirer la monnaie internationale, participant à son élection en tant que bien

¹⁷ Certaines monnaies ont certes adopté un régime de change flottant, mais celui-ci n'empêche pas la nécessaire surveillance des taux de change. Le flottement a des limites qui sont liées à l'impact d'une trop grande fluctuation des changes sur les structures de production et de consommation du pays. Par conséquent une économie qui n'est pas ancrée au dollar, se retrouve exposée aux variations des changes par rapport à toutes les économies qui le sont. Par exemple, lorsque des économistes européens s'insurgent contre une dépréciation du renminbi par rapport à l'euro, ils devraient déplorer en fait et surtout les mouvements du dollar des Etats-Unis, et plus généralement de l'ensemble de la zone dollar par rapport à l'euro, la Chine faisant alors partie des économies ancrées au dollar (McKinnon, 2010).

incarnant la richesse et la liquidité. L'augmentation des interdépendances entre les agents sur le plan international accroît la nécessité de cette monnaie.

Les critères à remplir dans la définition de la monnaie internationale

Les critères de la monnaie internationale ne se limitent pas aux trois fonctions de la monnaie traitées dans l'approche fonctionnaliste de la monnaie. Pour parler de monnaie internationale, la littérature a établi une série de critères complémentaires. Ces critères sont tirés de la comparaison entre les rôles que fait jouer l'économie internationale aux différentes monnaies nationales. La monnaie doit remplir certaines fonctions auprès des agents internationaux. C'est pourquoi les spécialistes sont amenés à se pencher, à l'image d'Aglietta (1979, p. 825), sur « les conditions qui s'attachent au bon fonctionnement de toute monnaie pour qu'un ordre monétaire stable puisse se perpétuer ».

La monnaie doit être un instrument d'endettement pour les agents, publics comme privés. La dette des pays en développement est ordinairement libellée dans la monnaie d'une grande puissance internationale. C'est une nécessité pour ces pays, une condition d'accès aux marchés internationaux. Notons que certains travaux académiques ont qualifié ce phénomène de « péché originel » (Eichengreen *et alii*, 2002), car il implique une série de contraintes fortes sur les économies dites « en développement », notamment en termes de surveillances des politiques macroéconomiques et des politiques de change, afin d'éviter que ne se forment des déséquilibres préjudiciables pour la crédibilité de ces économies. La monnaie internationale, dans laquelle sont libellées les dettes et les obligations, véhicule ainsi une série de pratiques en termes de politiques économiques, directement inspirées de l'économie qui émet la monnaie internationale.

Une série de critères remplis par l'économie émettrice peuvent être identifiés dans la littérature académique (synthétisés dans l'encadré 1). Une telle analyse revêt une portée normative, reposant sur l'argument selon lequel les agents attachent de l'importance à l'environnement associé à la monnaie. Les critères les plus récurrents sont ceux concernant la sphère financière : l'économie émettrice dispose d'un système financier sophistiqué, avec des marchés financiers larges, profonds et liquides (Prasad, 2014).

Les critères d'ordre macroéconomiques sont ceux associés au marché et à des variables quantitatives : la taille du pays prend toute son importance dans la décision des acteurs (Kindleberger, 1967)¹⁸. Sa mesure conventionnelle s'effectue à l'aide du PIB. De même, la monnaie est supposée être promue par de puissantes firmes exportatrices, avec des parts de marché suffisantes pour peser sur certains marchés internationaux. Une autre

¹⁸ “For better or worse - and opinions differ on this - the choice of which language or which currency is made not on merit, or moral worth, but on size” (Kindleberger, 1967, p.11).

condition concerne l'aspect « offre » de la monnaie, et s'attache à la crédibilité de l'économie émettrice, nécessaire pour s'attacher la confiance des agents internationaux. Une monnaie attire à elle des exportateurs à travers son marché, à travers la stabilité des prix : l'inflation dans l'économie émettrice doit être à un faible niveau sur une longue période, sa politique monétaire devant aller dans ce sens (Walter, 2006)¹⁹. Ce dernier critère s'explique par la nécessité de conserver, au sein de la communauté marchande, une stabilité de l'unité de compte : si la monnaie se voit conférer le pouvoir d'acheter au sein de la communauté marchande, la validation dans le temps d'un tel pouvoir passe nécessairement par la stabilité de l'unité de compte, afin que l'évaluation monétaire puisse se faire, et que les agents puissent alors établir leurs propres stratégies.

Encadré 1 : Les critères de la monnaie internationale

Quels sont les critères qu'une économie remplit pour émettre la monnaie internationale ?

Critères d'ordre macroéconomique : l'attraction de la monnaie tirée par le marché

- Taille du pays émetteur (en termes de PIB)(Kindleberger, 1967).
- Présence forte de résidents dans les échanges internationaux, parts de marchés importantes, présence sur certains marchés stratégiques (Page, 1981).
- Stabilité des prix (Walter, 2006 ; Bénassy-Quéré et Coeuré, 2010).
- Régime de change ancre, faible volatilité du change et absence d'intervention sur le taux de change (McKinnon, 2010).

Critères d'ordre institutionnel : l'adhésion à la monnaie au travers de rapports aux institutions

- Crédibilité de la politique monétaire (associée à la stabilité des prix).
- Présence d'une garantie de dernier ressort des autorités monétaires (pas toujours considéré comme compatible avec le critère de crédibilité) (Broz, 1999 ; Fields et Vernengo, 2013, Aglietta *et alii*, 2016).
- Connexion à un réseau de paiement permettant les transactions internationales (Rhee et Sumulong, 2013).
- Existence de marchés financiers assurant la possibilité de manager l'épargne déposée entre consommation de biens et services et placement financier (Rhee et Sumulong, 2013).

Critères d'ordre politique : la monnaie associée à un pouvoir politique

- Volonté politique d'internationalisation de la monnaie nationale (Kirshner, 2014, p. 215).
- Cohérence politique et institutionnelle du pays émetteur, avec un pouvoir stable.
- Fourniture par le pouvoir public d'un actif financier garanti (titre de dette publique) associé à la fonction de réserve de valeur, assurant la « liquidité ultime » (Aglietta et alii, 2016, p. 62 ; voir aussi Broz, 1999).
- Puissance diplomatique et géopolitique impliquant notamment l'existence d'une force armée significative (Cartapanis, 2009).

Ces critères ne sont pas indépendants les uns des autres, le plus souvent, ils se recoupent et se renforcent mutuellement. Cette précision apparaît d'autant plus nécessaire que l'ensemble des travaux cités accordent de l'importance à l'effet de réseau qui favorise l'adhésion à un étalon monétaire.

Enfin l'attraction d'un marché peut amener les autorités d'une économie étrangère à ancrer sa monnaie à la monnaie de ce marché, ce qui renforce l'incitation des exportateurs à facturer dans la monnaie d'ancrage. Pour McKinnon (2010), il s'agit d'une dimension importante mais qui nécessite une attitude particulière de la part des autorités en charge de superviser la monnaie d'ancrage : les autorités ne doivent pas intervenir arbitrairement dans le système monétaire et dans la politique monétaire, au risque de générer la méfiance, sinon la fuite, des acteurs financiers internationaux.

Certains critères institutionnels interviennent également. Les objectifs et les annonces des autorités monétaires doivent apparaître crédibles et acceptables. Nous l'avons dit plus haut, le développement des marchés financiers est également de première importance. La présence de marchés financiers apparaît à première vue essentielle pour remplir le rôle particulier de monnaie de réserve internationale. Sa capacité à être une réserve de valeur dépend de la liquidité des actifs qui lui sont associés, de leur disponibilité rapide et en grand nombre, et de la variété de ces instruments financiers. Comme nous le verrons plus tard, le rôle du développement des marchés financiers n'est pas uniquement déterminant pour les choix de la monnaie réserve de valeur, il contribue également à ceux débouchant sur le choix de la monnaie utilisée dans le commerce international (Rhee et Sumulong, 2013). Le système de paiement doit effectuer les transactions, en minimisant à la fois le risque, le niveau de liquidité employée par le système bancaire, et le temps que prend la transaction. Si toutefois, le système financier rencontre des difficultés, les autorités monétaires doivent assurer le rôle de prêteur en dernier ressort.

À cela s'ajoutent des critères qui impliquent le politique : la monnaie doit être appuyée par un appareil diplomatique, et par une présence militaire en nombre (Cartapanis, 2009). La volonté d'internationalisation (ou le maintien du statut international pour une monnaie déjà dominante) doit être pleinement assumée (Cohen, 2015a). La cohérence des institutions dans l'économie doit être manifeste. De même, la collaboration des autorités monétaires avec le trésor se manifeste à travers l'intégration au système monétaire des actifs financiers de référence que sont les titres de dette publique (voir par exemple McCulley et Pozsar, 2013). Ces variables sont fondamentales, pouvant se révéler déterminantes dans les choix de monnaie en présence d'une pluralité monétaire. Elles inspirent la confiance, et partant, génèrent l'adhésion.

Pour chacun de ces critères abordés, les travaux que l'on vient d'invoquer ont surtout relevé certains traits majeurs de l'économie qui émet la monnaie internationale et partant, établissent une série de prérequis auxquels les économies doivent correspondre pour que leur monnaie puisse atteindre le statut de monnaie internationale. Si certains critères sont établis selon une réflexion qui tombe sous le sens, d'autres apparaissent comme des traits spécifiques à une configuration historique particulière, ou bien relèvent de caractéristiques d'économies singulières. Certains auteurs se distinguent en précisant bien que les conditions de fonctionnement de la monnaie doivent être historicisées

(Aglietta, 1979), et que par conséquent, on ne saurait déduire son analyse des règles générales et transhistoriques²⁰. McKinnon (1993) est de ceux-ci en distinguant des périodes précises caractérisées par des « règles du jeu » de l'ordre monétaire (« *Rules of the game* ») spécifiques à chacune de ces périodes. Par cet effort, l'analyse de la monnaie internationale se prémunit de la tentation d'établir des règles qui ne sont que des tautologies. Ainsi, les prérequis à l'internationalisation d'une monnaie que l'on peut retrouver dans la littérature sont bien discutables pour certains d'entre eux – par exemple le développement financier ou l'ouverture internationale – tout comme peut être discuté le déclin attendu d'une monnaie dans son rôle international lorsqu'elle rompt avec un de ces critères. C'est ce constat qui nous amènera à discuter la notion d'inertie de la monnaie internationale (voir section III.4) : cette notion laisse supposer que la place de la monnaie internationale ne suit pas certaines variables fondamentales, comme si le fonctionnement « normal » d'une économie internationale implique un déclin de la monnaie lorsque son économie émettrice ne correspond plus à des normes établies académiquement.

Etablir une liste de critères qu'est supposée remplir la monnaie pose d'abord un problème relatif à l'autoréférentialité des critères choisis. Ces critères se basent sur l'observation, l'expérience. Ne trouve-t-on pas des limites à cette méthode, qui consiste à observer l'ordre monétaire actuel pour en déduire des lois ? Nous sommes ramenés à une critique de l'induction dont le plus célèbre exemple est donné en 1865 par le scientifique Claude Bernard – dont une université lyonnaise porte aujourd'hui le nom – dans une étude critique concernant les recherches expérimentales. Avec ses expériences, Claude Bernard est amené au constat que du fait de l'acidité de son urine, un lapin à jeun est carnivore, en opérant un syllogisme : les carnivores ont une urine acide, les lapins observés ont l'urine acide, donc les lapins observés sont carnivores. On comprend bien à travers cet exemple les limites que peuvent présenter la méthode de l'induction. Le résultat d'une observation amène Bernard à un raisonnement inexact, engendré par l'expérience.

L'approche de la monnaie internationale par les critères a ce point commun avec l'exemple de Claude Bernard qu'elle revendique une démarche partant de l'expérience, c'est à dire de l'observation des opérations en dollar américain, pour déduire de celle-ci des règles et une liste de critères, supposés prendre, à travers cette démarche, un caractère scientifique. La plupart des études sur la définition de la monnaie internationale fonctionnent en effet avec des syllogismes de ce type : la monnaie internationale est le

²⁰ Ce qui amène Aglietta à évoquer les conditions de fonctionnement du système monétaire international sous l'étalon livre-sterling puis sous l'étalon dollar. Par exemple, pour le cas du dollar, il retient trois modalités afin que son attraction auprès des agents soit effective (Aglietta, 1979, p.826) : la domination sur le plan technologique et dans le mode de consommation ; une compétitivité qui assure une domination commerciale ; un système faiblement inflationniste et développé sur le plan financier drainant l'épargne internationale.

dollar, le dollar américain repose sur un système financier large et profond, la monnaie internationale repose donc sur un système financier large et profond. Ou encore la monnaie internationale est le dollar, le dollar repose sur la démocratie et le respect des droits de propriété privée, la monnaie internationale doit donc reposer sur la démocratie et le respect des droits de propriété privée.

Une telle méthode pose ensuite une autre question méthodologique fondamentale. Les monnaies, selon une telle approche, remplissent ou non les critères proposés, et sont ensuite sujettes à un classement. Aujourd'hui, nous dit Servet (2012, p. 18-19), « il ne viendrait sans doute pas à l'esprit d'un linguiste d'ordonner ainsi les langues des populations, depuis des langues premières qui seraient encore parlées par quelques « sauvages ». [...] Les spécialistes de l'art aussi, lorsqu'ils désignent un objet comme relevant d'un art premier ou primitif [...], auraient beaucoup de peine à classer de façon consensuelle les formes d'expression artistique en termes de progrès de l'art et d'ordonner les stades successifs de celles-ci, ce qui pourrait se faire selon des critères particuliers pour les seuls techniques, colorants ou supports ». Or, on retrouve cette idée d'appréciation à travers les jugements prononcés par les économistes à l'égard des systèmes monétaires, ainsi que dans les nombreuses prédictions, souvent inexactes, que les économistes ont formulées à propos de l'avenir des monnaies, que ce soit au sujet de l'avènement international attendu du yen, de l'euro ou bien du déclin du dollar américain (Chinn et Frankel, 2008).

Quelles conceptions alternatives la littérature propose-t-elle ? La monnaie internationale a été l'un thème sur lesquels John Maynard Keynes s'est rendu célèbre, à travers la proposition formulée par l'économiste lors des négociations de Bretton Woods. Sa proposition se fonde sur une vision alternative de l'analyse monétaire.

La monnaie internationale : la définition keynésienne

La meilleure façon – de notre point de vue – de présenter l'opposition de la vision keynésienne de la monnaie à celle de la vision standard se trouve dans l'analyse de que l'économiste fait de l'or. Keynes ne croyait pas à l'idée que la monnaie doive invariablement être adossée à un métal précieux qui incarnerait sa valeur. Cela apparaît par exemple dans l'acceptation des idées de Knapp à ce sujet (Keynes, 1914a), ainsi que celles de Mitchell Innes (Keynes, 1914b). Avec l'avènement de la monnaie électronique, l'histoire ne lui a-t-elle pas donné raison ? Le phénomène monétaire, dans la pensée keynésienne, doit être compris comme une relation et le support monétaire n'a d'importance que pour son acceptation par ceux qui seront ses usagers. En réalité, si l'unité de la monnaie internationale qu'il proposait, le bancor (voir *infra*) est exprimée avec un poids d'or, c'est parce que Keynes considérait cette caractéristique comme une nécessité à l'époque, pour obtenir de ses interlocuteurs l'acceptation de son projet, étant conscient de l'attraction dont l'or faisait alors l'objet (Allégret, 1996).

L'approche keynésienne exclut une valeur intrinsèque de la monnaie et se moque bien du « drame » du *debasement* – c'est-à-dire de la démonétisation progressive des métaux précieux au fur et à mesure que les souverains opéraient des dévaluations de leur monnaie – qui fit et continue de faire couler tant d'encre de la part de la majorité des économistes. L'approche a été développée par la suite par un auteur important, Bernard Schmitt (1975), et plus récemment par Rochon et Rossi (2013) : quel que soit son support, matériel ou immatériel, la monnaie est créée de manière endogène dans le système monétaire. Elle se conçoit comme un pouvoir d'achat dont la formation se situe dans la production, plus exactement dans le paiement des services producteurs. Dans la mesure où la monnaie sert au financement et à l'écoulement de la production de marchandises, il est inutile et même coûteux d'avoir recours à un métal précieux comme support de la monnaie. Un retour à une indexation de la monnaie sur l'or, ou sur toute autre forme matérielle n'améliore pas la qualité de la monnaie en soi, mais représenterait une contrainte sur l'émission monétaire.

Les travaux qui établissent une liste de critères définissant la monnaie internationale peuvent ainsi rappeler les controverses du XIX^e siècle de la « *sound currency* », que Keynes considère comme des dogmes (Keynes, 1914b, p. 421). Ils peuvent représenter des freins, sinon des obstacles, à la compréhension des relations monétaires internationales en attirant l'attention sur des éléments particuliers d'un système monétaire et en négligeant au contraire des aspects ontologiques essentiels de celui-ci.

Keynes a fourni une analyse extrêmement puissante des relations monétaires, analyse qui s'est attachée à comprendre dans un cadre dynamique le fonctionnement des économies nationales, en mettant en avant l'importance de la demande anticipée et de l'investissement sur la dynamique de croissance. Cette analyse débouche sur une de ses propositions les plus novatrices : la création d'une monnaie supranationale, le bancor.

« Keynes wanted a global monetary system in which international money would be sufficiently accommodating. His global Clearing Union was to be something like the clearing system within a national banking process that would meet global liquidity needs without any international risk and without any restraint » (Temin et Vines, 2016, p. 44).

En reprenant les travaux de Keynes, Schmitt (1975) décrit, en opérant un travail de logicien, ce que serait une monnaie internationale dans une économie monétaire. On trouve la dette des banques commerciales servant aux règlements des échanges entre acteurs individuels, les dettes des banques centrales servant aux règlements interbancaires. La monnaie internationale correspond dans sa pensée à l'étage ultime de l'économie monétaire internationale, la monnaie du troisième degré, permettant la cohérence des économies nationales. Pour Schmitt, il y a bien des écarts entre la réalité et son modèle, mais ils ne l'infirment pas. Les monnaies actuelles, utilisées dans les transactions internationales, sont des monnaies « dégénérées ». Elles le sont surtout parce qu'une monnaie ne devrait pas être à la fois nationale et internationale : « circulant à

l’extérieur de leur pays d’émission, les monnaies nationales ne répondent plus à la définition scientifique de la monnaie puisque nul ne saurait payer à l’aide de sa propre dette » (1975, p. 115). Cette dégénérescence peut être un élément d’explication à la fois de l’instabilité de l’économie internationale et des déséquilibres qui la marquent en profondeur.

L’analyse de Keynes a connu une postérité remarquable. De nombreux auteurs se sont servis des travaux de Keynes afin de défendre le projet d’une monnaie internationale (D’Arista, 2003 ; Rossi, 2015). Les postkeynésiens et les circuitistes se revendiquent de cette pensée et considèrent que les contradictions qui résultent de l’usage d’une monnaie nationale pour des transactions internationales sont insoutenables. Elles contribuent à générer des déséquilibres et des crises économiques récurrentes. Dès lors, l’établissement d’une monnaie véritablement internationale est indispensable à la stabilité financière internationale.

Dans un système keynésien, la question du choix de la monnaie de facturation du commerce international ne se poserait pas. Une monnaie supranationale serait vouée aux transactions internationales, et uniquement à ce type de transactions tandis que les monnaies nationales seraient cantonnées à des opérations domestiques. C’est cette raison qui a poussé Schmitt à relancer la proposition du plan Keynes. L’idée sous-jacente est de neutraliser, c’est-à-dire de cloisonner les monnaies nationales, pour faire jouer à une monnaie purement internationale son rôle de véhicule au sein du circuit entre les nations. La séparation entre les différents degrés de la monnaie (monnaie bancaire, monnaie nationale interbancaire, et monnaie internationale) doit être effective. Dans ce schéma, la monnaie internationale ne sort pas de son propre circuit – constitué de banques centrales nationales et de la chambre de compensation internationale – et finit par être détruite. Schmitt se situe dans le sillage du projet de Keynes d’une *International Clearing Union*, qui fonctionnerait avec le bancor.

Précisons que cette définition de monnaie internationale en tant qu’étalon aux monnaies nationales est fort intéressante et a le mérite de proposer une réforme du système international, mais elle souffre de son caractère normatif. Elle permet de mettre l’accent sur les déséquilibres générés par l’usage de monnaies nationales dans les échanges internationaux. L’étude de ces déséquilibres stimule l’élaboration d’un projet de monnaie internationale. Ce projet vise à transformer la réalité. La définition de la monnaie internationale qui ressort de ce projet est donc de nature normative. Si l’explication en termes de monnaies nationales dégénérées et celle du projet de monnaie internationale ne manquent pas d’intérêt, il nous apparaît nécessaire de proposer une définition positive de la monnaie internationale, afin d’expliquer les relations monétaires telles qu’elles se manifestent.

Esquisse d'une redéfinition de la monnaie internationale

Le problème que nous pose la définition par les critères réside dans le fait que les critères sont des variables issues d'un extérieur à la monnaie elle-même, et qui repose sur l'approche fonctionnelle de la monnaie. Or, ainsi que le propose Théret (2008, p. 818), « la monnaie doit *a priori* être considérée comme une entité à définir non pas par des fonctions vis-à-vis d'un extérieur à elle-même, mais par des propriétés constitutives propres ».

Il est néanmoins complexe, sinon impossible, de proposer une définition de la monnaie qui ne mette pas en avant à un moment ou à un autre ses fonctions. Blanc (2000) a exploré cette question pour en arriver à la conclusion que l'on y revient toujours. Pour Servet (2012, p. 46), « parce qu'il n'existe pas de monnaie en soi, une appréhension pertinente des phénomènes monétaires ne peut qu'être fonctionnelle ». Tymoigne (2006) tente de montrer que la définition de la monnaie ne peut se satisfaire de la définition fonctionnelle (refusant la formule *money is what money does*). En réalité, malgré des différences conceptuelles importantes, sa contribution finit elle aussi par définir la monnaie par des fonctions, même s'il évoque des « propriétés intrinsèques » ou des « caractéristiques » plutôt que des fonctions.

Le problème réside alors moins dans le choix d'une approche fonctionnelle de la monnaie, que du choix des fonctions à retenir pour obtenir une lecture cohérente, et au contraire celles à rejeter. Tymoigne (2006, p. 4) retient les caractéristiques d'unité de compte (qui sert de mécanisme d'enregistrement), et des instruments, libellés dans l'unité de compte, qui servent, lorsqu'ils sont acceptés comme tel, à régler les dettes. Tymoigne ne retient pas la fonction de réserve de valeur comme une caractéristique monétaire. Pour Servet (2012, p. 50), la fonction de réserve « n'existe pas d'un point de vue économique indépendamment de la fonction de moyen de paiement », dans la mesure où elle désigne « des dépôts en vue de paiements différés ». Il est vrai que les réserves se conçoivent comme de futurs paiements, et qu'elles ne sont pas paiements tant qu'elles sont réserves. La fonction de réserve est par ailleurs assurée par un grand nombre d'actifs, très divers, allant des biens immobiliers aux titres financiers en passant par les œuvres d'arts ou les métaux précieux. Sous cet angle, la fonction de réserve n'étant pas une propriété monétaire, nous ne la retiendrons pas comme une caractéristique définissant la monnaie.

Pour compléter cette définition de la monnaie, on peut partir de sa nature systémique. Il est primordial de commencer par rejeter l'idée que la monnaie se définit par rapport à des caractéristiques extérieures, ou encore par les caractéristiques particulières de son support. « Aucun bien n'est monnaie en lui-même. Il est défini ainsi par rapport à un réseau auquel participent les groupes, leurs membres et les institutions » (Servet, 2012, p. 46). Le système est toujours une réalité se situant dans l'histoire humaine.

« All social material by definition depends on human beings and their interactions and therefore all social stuff, the nature of which is the focus of social ontology, will be of a specific geohistorical and cultural form » (Lawson, 2016, p. 962).

Tenant compte de cette nature systémique, il devient évident que la monnaie se présente sous des formes aussi diverses que le sont les sociétés. Une grande diversité de monnaies a en effet existé dans l'histoire et dans le monde. Malgré cela, à chaque fois que nous mobilisons le terme de *monnaie* pour désigner des relations sociales diverses, nous faisons l'hypothèse de points communs, d'invariants. Nous sommes obligés d'y passer, puisque définir, c'est « énoncer des attributs qui distinguent une chose, qui lui appartiennent à l'exclusion de toute autre »²¹. Nous devons donc mettre en évidence des invariants de la monnaie. Lawson (2016) cherche à établir des invariants en terme de *positionnement social*, c'est à dire en se référant *au processus selon lequel, à travers l'acceptation générale au sein d'une communauté, les individus, les choses, ou tous autres phénomènes sont incorporés comme composants de totalités émergentes*. Dans cet esprit, nous pouvons mettre en évidence les relations que développent et entretiennent les individus membres d'une communauté vis-à-vis de ces totalités. La monnaie est une de ces totalités. Nous développerons ces points plus tard dans cette thèse, mais nous pouvons cependant donner ici les éléments sur lesquels nous nous basons pour analyser les phénomènes monétaires, et à partir desquels les individus entrent en rapport à *travers la monnaie*.

Un système monétaire observe toujours ce que Keynes avait identifié comme une relation caractérisée par deux pôles distincts : une unité de compte (que Keynes nommait *money of account*) et des moyens de paiement utilisés pour éteindre les dettes (que Keynes appelle simplement *money*)²². La monnaie de compte sert la fonction de compte, c'est à dire l'évaluation et l'expression de la valeur, tandis que la monnaie (monnaie de paiement portant la marque de la monnaie de compte) correspond à la fonction de règlement. Comme nous allons le voir, la relation entre ces deux pôles s'établit selon un contexte sociopolitique particulier, et détermine la capacité d'un système monétaire à générer une adhésion et une expansion géographique. Cette relation sera réutilisée à plusieurs reprises dans la thèse.

La caractéristique première de la monnaie est donc l'unité de compte²³. L'unité de compte est une unité de dénombrement qui sert à évaluer, puis à exprimer la valeur des

²¹ Définition du Littré.

²² Dans le *Treatise on Money*, Keynes écrit : “Perhaps we may elucidate the distinction between *money* and *money of account* by saying that the *money of account* is the *description or title* and the *money* is the *thing* which answers to the *description*” (Keynes, 1930, p. 3, en italique dans l'original).

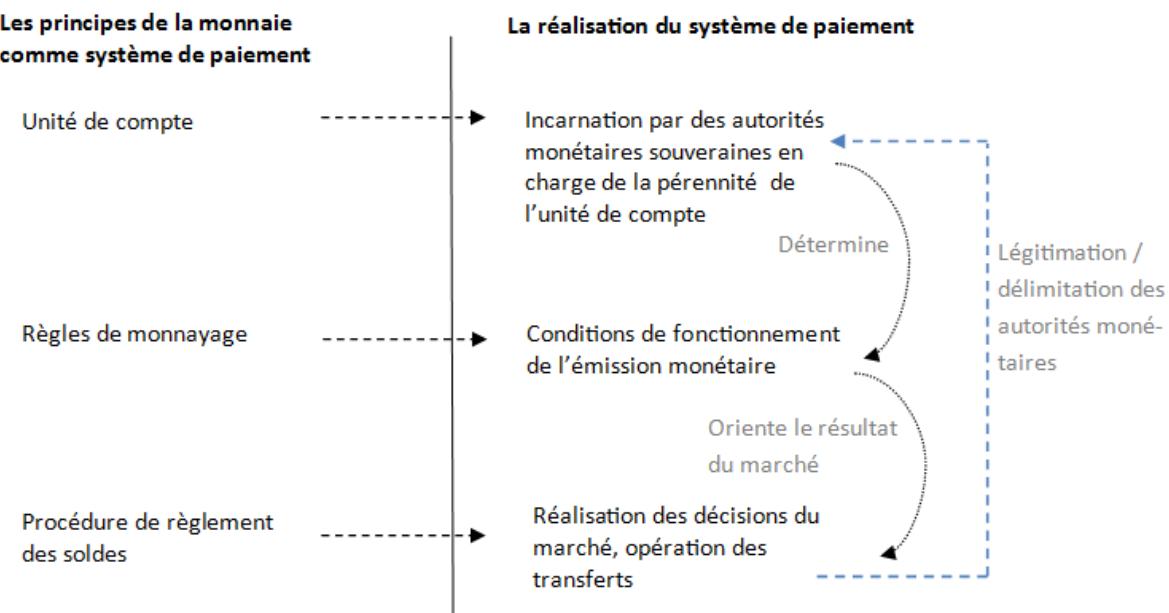
²³ Cette proposition se trouve proche de celle que développait Sir James Steuart (1712-1780) au XVIII^e siècle. Cet auteur a proposé une conception « anti-métalliste » et mettait en garde contre la confusion profonde existant entre la monnaie et les supports monétaires (Steuart, 1998/1767, p. 213-214). Steuart

Marchandises. C'est par conséquent l'élément le plus indispensable à la facturation. La seconde caractéristique est celle de moyen de paiement, c'est-à-dire le moyen d'éteindre des dettes. La monnaie naissant avec les sociétés humaines, les conditions de son apparition est une question centrale. Ces conditions sont toujours définies par rapport à une autorité, qui se charge de superviser les conditions d'émissions de la monnaie, de sa circulation. Sachant le pouvoir d'extinction des dettes propre à la monnaie, l'autorité monétaire se charge aussi de veiller à ce que la monnaie ne soit pas contrefaite, afin que l'ordre monétaire qu'elle incarne soit bien respecté, de même que les équilibres sociaux que les autorités sont supposées protéger. L'autorité souveraine précise, avec l'assentiment nécessaire des corps sociaux, qui est en droit d'émettre de la monnaie, et sous quelles conditions.

L'autorité dispose d'un mandat collectif pour faire respecter les règles de monnayage, c'est-à-dire les règles d'accès à la monnaie. Cet accès est restreint à des groupes d'individus, qui ont une position privilégiée dans le système monétaire. Il s'agit des groupes sociaux dominants aux intérêts convergents qui, au travers d'un rapport de force favorable dans le conflit relatif au façonnement de l'institution monétaire, sont parvenus à faire triompher leur propre conception du système monétaire. L'autre élément important est la procédure de règlement des soldes. La vie sociale est faite de multiples relations croisées de créances et de dettes. Cependant, les paiements des uns à l'égard des autres ne se compensent pas nécessairement, et des règles doivent définir ce qui attend les membres déficitaires de la société, à l'égard des autres excédentaires. Ces règles définissent notamment le protocole à suivre pour « régulariser » les situations de déséquilibres.

insistait sur la fonction d'unité de compte de la monnaie : « The function therefore of money is to publish and make known the value of things » (Steuart, 1998/1767, p. 217). Voir également Piteau (2002).

Figure 1: La monnaie comme système de paiement hiérarchisé



Source : figure de l'auteur

Notre définition de la monnaie est indissociable de celle de souveraineté. Celle-ci est effective à des degrés variables. Blanc (2002) identifie deux niveaux de souveraineté monétaire :

A un premier niveau, on retrouve une autorité affirmée, qui définit le système et l'unité de compte, et la symbolique qui l'accompagne. L'autorité définit également quels seront les moyens de paiement ainsi que les modalités de contrôle de leur émission et circulation. Il s'agit là de la souveraineté monétaire à minima.

À un second niveau, qui se greffe au premier, l'autorité peut imposer les instruments servant à libeller et à régler les contrats sur son territoire. La souveraineté se manifeste également dans la capacité à maîtriser la conversion (à travers un contrôle des changes), à pratiquer une politique monétaire (à travers la maîtrise de la politique de crédit), et à déterminer la valeur externe de la monnaie à travers une politique de change. Le second niveau est, bien plus que le premier, contraint par une série de variables internes et externes, c'est pourquoi l'on parle de *degrés* de souveraineté. La souveraineté n'est jamais totale, ou plus exactement toujours contrainte.

C'est ainsi que nous pouvons donner une définition *a minima* de la monnaie. Cette définition nous apparaît généralisable à tout système monétaire, qu'il soit local, national, ou international, tout en admettant que selon le contexte historique, les règles elles-mêmes et les procédures des systèmes monétaires seront extrêmement variées. Cette définition ne précise pas les caractéristiques propres à une monnaie internationale. Qu'en est-il de l'échelle internationale ?

De fait, est monnaie internationale une monnaie, i. dont un accès a été ouvert non seulement aux résidents du territoire sur lequel elle a cours légal, mais également à des non-résidents, ces derniers ayant accès au système de paiement ; et ii. dont les non-résidents font usage en mobilisant le système de paiements, c'est-à-dire en intégrant la procédure de règlement des soldes pour leurs échanges internationaux. Si l'on s'intéresse au dollar américain, le fait que des entreprises produisent en Asie ou en Amérique latine mais disposent d'un accès au dollar à travers leurs propres institutions bancaires, ces dernières étant connectées au système bancaire américain, permet à ces entreprises de se régler en dollar américain. Des flux de dettes et de paiements doivent donc être observés et enregistrés dans les comptes d'agents qui résident dans des pays différents.

Avec cette définition, plusieurs monnaies internationales peuvent coexister, puisque des firmes ou des acteurs financiers peuvent opérer dans plusieurs devises sans être résidents du pays d'émission de l'une ou de l'autre. Un importateur australien peut régler et facturer en dollar une partie de ses échanges avec un exportateur néo-zélandais, tout en réglant à d'autres exportateurs néo-zélandais d'autres factures en yen ou en euro.

Pour clarifier cette situation dans laquelle plusieurs monnaies disposent de réseaux bancaires internationaux et d'usagers non-résidents, l'identification de la monnaie internationale passe par l'étude statistique de l'internationalisation : comme la prochaine section va le montrer, seul le dollar est internationalisé dans des proportions importantes²⁴. L'usage du dollar américain est jusqu'à présent sans équivalent dans le monde : la différence de degré nous amène à considérer une différence de nature, qui nous conduit à considérer le dollar américain comme la seule monnaie internationale. Cela n'a pas toujours été le cas dans l'histoire, puisque à d'autres époques d'autres monnaies ont dominé les échanges internationaux. En réalité, il est nécessaire de prendre en compte les spécificités historiques pour envisager la domination d'un système monétaire particulier.

Les monnaies internationales dans l'histoire

Plusieurs monnaies internationales, c'est-à-dire des monnaies nationales internationalisées, se sont succédées dans l'histoire. Les exemples développés plus bas servent d'ailleurs de références pour les critères de la monnaie internationale que l'on a identifiés dans les paragraphes précédents.

Pour étudier l'histoire des monnaies internationales, on peut s'appuyer sur les travaux d'un certain nombre d'historiens économiques et s'autoriser un détour par les

²⁴ C'est donc l'usage dont il fait l'objet qui lui donne son qualificatif de monnaie internationale, ainsi que l'écrit Katsuhito Iwai, "The dollar is the key currency of the world only because it is used as the means of settlement for trade and investment transactions that do not directly involve the United States" (Iwai, 2011, p. 258, en italique dans le texte original).

ouvrages de Braudel. Cet historien est un de ceux qui ont développé le concept « d'économie monde » (Braudel, 1988). Celle-ci se limite parfois à une portion de la planète mais elle forme « un tout économique ». Une économie monde est caractérisée par le fait i) qu'elle occupe un espace géographique donné, même s'il y a des variations de cet espace et parfois des ruptures, liées aux découvertes, aux ouvertures, ou à des bouleversements historiques, par exemple ; ii) qu'elle accepte toujours un pôle central. Il arrive que deux centres cohabitent dans le même monde, mais une telle situation n'est pas durable : un des deux pôles est avalé par l'autre ; iii) qu'elle se partage en zones, avec un cœur, des zones intermédiaires, puis enfin une périphérie à la marge, « subordonnée et dépendante plus que participante ».

Les économies-mondes se caractérisent par des systèmes monétaires dominés par leur centre. Les économies monde évoluent lentement, et leur centre de gravité se déplace quand un centre commence à décliner et qu'un autre émerge. Pour Braudel, c'est inévitable : il y a forcément recentrage en cas de décentrage. L'histoire en fournit plusieurs exemples : Venise a été un centre, avant qu'Anvers lui succède, puis Gênes, puis Amsterdam. Le centre de Londres, qui correspond plutôt dans l'analyse de Braudel à l'Angleterre dans son ensemble, succède à Amsterdam et s'impose pour une période qui durera jusqu'au début du XX^e siècle. Puis, au cours du XX^e siècle, vint le tour des Etats-Unis, dont la monnaie continue encore aujourd'hui de dominer les transactions internationales. Le centre des économies monde est à chaque fois caractérisé par un dynamisme culturel et économique, drainant les richesses de la planète. Braudel note par ailleurs que même quand le reste du monde ne l'est pas, le centre de l'économie monde est ouvert aux flux financiers (Braudel, 1979)²⁵. Dans les paragraphes suivants, nous nous pencherons brièvement sur les deux monnaies internationales du XX^e siècle, la livre sterling et le dollar américain.

La livre sterling

La monnaie internationale du XIX^e siècle et du début du XX^e est la monnaie du Royaume-Uni, la livre sterling. Le système a fonctionné la majeure partie de cette période sous le régime d'étalon-or, ou *Gold Exchange Standard*, mais la monnaie circulant dans les échanges internationaux, bien plus souvent que l'or, était la monnaie britannique.

²⁵ « Seules les économies dominantes laissent circuler librement les espèces monétaires : la Hollande au XVII^e siècle, l'Angleterre au XVIII^e, les cités marchandes d'Italie des siècles plus tôt (à Venise, argent et or entraient sans difficultés et ressortaient à condition d'avoir été refrappés à la Zecca). Conclura-t-on que la libre circulation des métaux précieux, toujours exceptionnelle, a été le choix de l'économie dominante, un des secrets de sa grandeur ? Ou bien, au contraire, que *seule l'économie dominante pouvait se permettre le luxe d'une pareille liberté, pour elle seule sans danger ?* » [en italique dans le texte] (Braudel, 1979, p.657).

« Londres était la seule place financière qui pratiquait une liberté totale pour les intervenants, qu'ils soient Britanniques ou non, notamment pour acheter et exporter de l'or, les autres centres, comme Paris ou Berlin, mettant en place des restrictions. Les avoirs en livres sterling se sont accumulés à l'extérieur (les premières balances sterling), les Banques centrales évitant de les convertir en or auprès de la Grande-Bretagne » (Bastidon-Gilles *et alii*, 2010, p. 27).

Le régime du *Gold standard* a été un facteur de développement sans précédent de la globalisation marchande ainsi qu'un régime inclusif, réunissant de nombreux pays autour d'une logique de libre-échange. Un certain nombre d'économistes attribuent à ce régime une forme de multilatéralisme, faisant preuve d'une certaine symétrie entre les nations participantes (McKinnon, 1993). Cette représentation est cependant contestée par d'autres, pour qui les représentations du système d'alors et les corrections automatiques, associées à des mouvements de stocks d'or, ne sont qu'un mythe (Aglietta, 1979, p. 811). « La plus grande part des échanges intercontinentaux était orientée vers les matières premières et organisée en marché mondial centralisé à Londres » (Aglietta, 1979, p. 813), ce qui faisait jouer un rôle essentiel à la *City*, qui se chargeait par ailleurs du fret et des assurances. Aglietta note ainsi que du fait de son rôle clé sur les divers marchés, Londres était au centre d'un « processus asymétrique qui maintenait l'unité du mouvement des taux d'intérêt monétaires en Europe » et qui synchronisait les conjonctures (Aglietta, 1979, p. 820).

Les institutions bancaires britanniques, ainsi que la place financière qu'incarne la *City* de Londres inspirent confiance dans la monnaie britannique, ce qui lui vaut l'adhésion des participants aux échanges. Entre 1860 et 1914, selon les estimations les plus basses, la livre sert à facturer environ 60% des échanges internationaux (Eichengreen, 2005), et plus de 80% selon les estimations les plus hautes (Broz, 1999, p. 46). L'Empire s'appuie sur sa supériorité diplomatique et militaire, mais aussi sur sa puissance économique. Le système financier d'alors est de loin le plus développé au monde, comme le rapportent les écrits de l'époque (voir par exemple l'ouvrage de Bagehot, 1874).

Avec la première guerre mondiale puis la grande crise de 1929, la prépondérance de la livre est bouleversée. De profondes modifications dans les politiques monétaires d'alors, bien éloignées des préceptes « coopérant » de la conférence de Bruxelles de 1920 se déclenchent, y compris aux Etats-Unis (Schuker, 2003). Cette période va accentuer le déclin de la livre sterling en tant que monnaie internationale. L'économie britannique avait en réalité déjà bien entamé son recul sur le plan industriel accentué par un arrimage difficile à l'or. Comme l'explique Keynes, le retour de l'étalement-or, à la parité d'avant-guerre, était associé à une surévaluation du taux de change pour l'économie britannique,

dont la compétitivité industrielle a souffert (Keynes, 1972)²⁶. L’appréciation de la livre qui commence en 1924 déclenche la désindustrialisation et l’aggravation des problèmes de déficits du compte courant, ces événements appuieront largement les idées de Keynes lors des négociations de Bretton Woods en 1944 (McKinnon, 1993, p. 12).

Le passage de la livre sterling au dollar américain

Schenk (2010) étudie le retrait de la livre sterling dans sa fonction de monnaie de réserve. Le gouvernement britannique étant conscient, après la seconde guerre mondiale, de ne plus pouvoir assumer les fonctions d’émetteur d’une monnaie internationale, le déclin de la livre sur le plan international a été retardé par des mécanismes institutionnels qui ont permis d’éviter des mouvements financiers brutaux. Elle explique ainsi une forme d’inertie de la livre sterling par des accords conclus entre le Royaume Uni et un certain nombre de pays du Commonwealth afin d’opérer une substitution progressive dans les réserves de changes internationales de leur banque centrale. Le dollar a à l’époque concédé une part de ses rôles fondamentaux dans le système monétaire de l’après-guerre, notamment du fait de sa rareté causée par les excédents des Etats-Unis. La livre a donc encore pour quelques années servi, en tant que monnaie secondaire, dans les échanges internationaux et surtout dans les réserves de change officielles. Les facteurs politiques, dans ce contexte ont tout de même été essentiels, le retrait progressif de la livre sterling dans les réserves officielles des banques centrales étrangères se réalisant au travers de négociations visant à éviter un effondrement de la monnaie britannique.

Un certain nombre de travaux récents situent toutefois l’émergence de l’usage du dollar dans le commerce international avant la période qui a suivi la seconde guerre mondiale. Le dollar est devenu un concurrent à la livre dans l’entre-deux guerres, dès les années 1920 (Eichengreen et Flandreau, 2012). Ce changement de statut est dû à des évolutions majeures au sein de l’économie américaine. Outre une puissance industrielle et commerciale désormais dominante, s’ajoute la création du *Federal Reserve Board*, en 1913. Le commerce, à partir de l’après-guerre (1918), a pu être financé par des banques en dollars, car un marché secondaire a été créé pour recycler les bons associés au financement du commerce par ces banques. Le gain de liquidité de l’activité de financement du commerce international en dollar a fait baisser son coût et a permis une plus large adoption par les opérateurs internationaux, à commencer par les Américains eux-mêmes, qui, jusque-là, avaient recours à la livre sterling (Broz, 1999). A partir de cette date, des opérations commerciales qui n’impliquent pas nécessairement des résidents américains seront également effectuées en dollar. Parallèlement, les banques américaines, qui n’avaient jusqu’à présent pas le droit d’avoir des branches implantées à

²⁶ Il s’en suivit que Keynes accueillit avec enthousiasme la rupture des « chaînes d’or », c’est à dire l’abandon de la parité fixe entre l’or et la livre sterling, en septembre 1931 : « c’est avec une grande rapidité que l’on aperçut les avantages que le commerce et l’industrie britanniques retireraient de l’abandon de nos efforts anormaux à maintenir notre monnaie au-dessus de sa valeur réelle » (Keynes, 1972, p. 109).

l'étranger, ont été autorisées à en ouvrir (Eichengreen et Kawai, 2015). L'internationalisation du dollar commence alors et est rapide, la configuration monétaire est bouleversée en 10 ans seulement²⁷.

Rappelons cependant que le dollar s'est internationalisé dans des circonstances exceptionnelles. Au sortir de la première guerre mondiale, la configuration du monde est tout à fait bouleversée. Les Etats-Unis sont désormais créateurs vis-à-vis du reste du monde, et particulièrement vis-à-vis du Royaume-Uni, de la France, et de l'Italie, qui sont tout de même des puissances historiques. Les Alliés ont reçu deux milliards et demi de dollars jusqu'en 1917, les Allemands 450 millions. Ces gains financiers sont les « profits de la neutralité » (Trotignon, 1979, p. 62). Par ailleurs, ces puissances européennes en besoin de financement ont liquidé une part importante (au moins un tiers) de leurs avoirs aux Etats-Unis, soit environ 2 milliards de dollars²⁸. L'émergence américaine est donc liée à des évolutions et des réformes domestiques, mais aussi à des bouleversements internationaux.

Ainsi, le déclin de la livre dans ses fonctions commerciales, c'est-à-dire celles de facturation et de règlement des échanges, est bien antérieur à celui de la fonction de monnaie de réserve. Ce constat se justifie par l'idée qu'une monnaie de second rang peut être accumulée parallèlement à une monnaie forte en raison d'une stratégie de diversification de portefeuille de la part de l'autorité monétaire, la logique étant différente concernant les fonctions d'unité de compte et de moyen de paiement. Si le dollar concurrence réellement la livre dès le début des années 1920, Schenk (2010) situe le retrait définitif de la monnaie britannique dans les échanges internationaux dans les années 1960, où les contrôles des changes au Royaume-Uni et la création d'un marché offshore européen en dollar ont accéléré la transition vers la domination du dollar.

Compte tenu de ces évolutions des deux côtés de l'Atlantique, les bouleversements internationaux liés aux deux guerres mondiales aidant, le Royaume-Uni a connu un déclin progressif tandis que les Etats-Unis ont amorcé une expansion qui a amené le dollar en position dominante, incontestée au sortir de la seconde guerre mondiale, et consacrée par le projet White à Bretton Woods en juillet 1944.

²⁷ “The result was that by 1924, just 10 years after the Federal Reserve Banks launched its “dollar internationalization” policy, more foreign exchange reserves were held in dollars than in sterling. More trade credit was sourced in New York and denominated in dollars than was sourced in London and denominated in sterling. More international bonds were denominated in dollars than in sterling, leaving aside the special cases of the British Commonwealth and Empire” (Eichengreen et Kawai, 2014, p. 13).

²⁸ Le gouvernement britannique, par exemple, a dû racheter des parts de citoyens britanniques dans des compagnies américaines, ferroviaires par exemple, pour ensuite les revendre sur le marché américain afin de lever des fonds dont il avait cruellement besoin, le tout dans la discrétion, de manière à respecter la neutralité à laquelle étaient encore engagés les Etats-Unis (Burk, 1979, p. 230).

Le règne américain

« L'économie monde » d'aujourd'hui est celle du dollar américain, illustrée par ce qu'un certain nombre d'économistes appellent le *dollar standard* (McKinnon, 2012). Le dollar occupe une place largement dominante dans les différentes fonctions que joue la monnaie internationale. Les statistiques, qui seront détaillées dans la partie suivante, font état d'une domination du dollar en Amérique du Nord bien sûr, mais aussi en Asie, en Amérique latine, et en Afrique, bien que les pratiques de facturation évoluent différemment dans certains pays particuliers. Dans le commerce international, le dollar est toujours la monnaie la plus utilisée dans la majorité des transactions quotidiennes. C'est l'objectif principal de la seconde partie de cette thèse d'en étudier les déterminants. Certaines régions sont parvenues et parviennent encore, dans une certaine mesure, à diminuer la part du dollar. Mais aucune n'y échappe complètement, chaque économie, chaque acteur continuant de se référer au dollar pour ensuite établir ses propres stratégies.

Il n'est pas rare de lire que les Etats-Unis, en déconnectant le dollar de la convertibilité en or en 1971, ont affaibli leur propre hégémonie monétaire internationale, et exposé au reste du monde le déclin dans leur capacité à dominer le régime monétaire international. En 1971, ils assument formellement leur incapacité à convertir en or les dollars que leur système bancaire émet, tel que les accords de Bretton Woods le prévoyaient. Pourtant, il apparaît que la déconnexion du dollar à l'or a permis une expansion de l'économie américaine, qui s'est affranchie d'une contrainte, telle que la menace exprimée par plusieurs économies étrangères - notamment la France de de Gaulle - de la conversion de dollars en or (Fields et Vernengo, 2013). L'émancipation officialisée du dollar par rapport au métal précieux s'est accompagnée d'un flottement des monnaies entre elles, se traduisant par de larges fluctuations des taux de change. Ces mouvements, inconvenants pour les affaires internationales, ont placé les autorités monétaires en charge de la politique de change des divers pays du monde dans une recherche constante de sécurité par rapport au risque de change. Les stratégies des différents acteurs se sont établies en fonction de la monnaie dominante, le dollar, dont les politiques monétaire et de change ne sont plus contraintes à une gestion particulière. Le dollar américain a donc tiré surtout des avantages à sa déconnexion vis-à-vis de l'or.

2. État des lieux de l'usage des monnaies de facturation

Dans cette section, il apparaît que seul le dollar américain peut prétendre au statut de monnaie internationale, ce qui est démontré au moyen des statistiques disponibles les plus récentes. Les statistiques mettent en évidence l'usage répandu du dollar américain dans les échanges internationaux, à une échelle mondiale. Toutefois des disparités importantes existent selon les régions étudiées. L'euro est solidement ancré sur le continent européen, sans s'être imposé au-delà. Enfin, une zone yuan semble se former en Asie du sud-est, où, malgré un dollar toujours largement dominant, l'internationalisation du renminbi chinois accompagne la trajectoire de la Chine émergente.

Introduction

Cette sous-partie vise à présenter l'évolution de l'utilisation des principales monnaies véhiculant les échanges internationaux. Elle ambitionne donc de dresser un état des lieux des monnaies du commerce international. Cet état des lieux est nécessaire pour se rendre compte de l'importance relative de certaines monnaies dans les relations monétaires internationales. Il apparaît d'autant plus intéressant que les impacts des choix de monnaies pour le commerce international sont intégrés dans les stratégies d'une variété d'acteurs du commerce international.

Attardons-nous sur ces impacts. Le premier d'entre eux concerne le risque de change supporté par les parties qui prennent part aux échanges. Comme les monnaies fluctuent entre elles, les recettes d'un exportateur peuvent être considérablement atteintes dans le cas où la monnaie qui sert à régler l'échange n'est pas celle du producteur et qu'elle se déprécie fortement par rapport à la monnaie domestique. La conversion de la monnaie de l'échange en monnaie domestique servant à rémunérer les facteurs de production laisse alors apparaître un chiffre d'affaire qui a souffert de la dépréciation. En revanche, dans le cas où une variation de change survient mais que le producteur facture dans sa propre monnaie (PCP), le risque de change repose sur l'acheteur. Sachant que le chiffre d'affaires est impacté par le risque de change et que la volatilité peut être considérable sur le marché des changes, la stratégie de facturation devient une variable essentielle. De nombreux travaux ont étudié le « *pass-through effect* » qui est d'autant plus important que l'économie est ouverte aux échanges internationaux – tandis que pour un pays fermé il n'existe pas – et que la monnaie de facturation des échanges est une monnaie étrangère.

Prenons l'exemple du pétrole. Les Etats-Unis – et tous les pays qui sont ancrés au dollar – ont réellement connu la baisse du pétrole telle qu'elle apparaissait dans les graphiques des places boursières. Comme le pétrole est coté et réglé en dollar, les résidents américains ont cet avantage de ne connaître du pétrole que les variations du prix liés à l'offre et à la demande de barils. Les Japonais et les Européens, par exemple, en

plus de ces fréquentes variations dues à la nature du pétrole, ont à intégrer les variations de change. Pour un Français, durant l'automne 2014, la dépréciation de l'euro par rapport au dollar a renchéri le dollar, mais aussi tous les biens cotés en dollars, même si ceux-ci connaissent par ailleurs des variations de prix. Cette dépréciation a donc atténué une bonne partie de la baisse du pétrole dont espérait profiter la zone euro. Les Etats-Unis ont cet avantage de ne pas avoir à intégrer les variations du taux de change pour l'essentiel de leurs échanges internationaux, grâce à l'utilisation du dollar dans leurs échanges.

Les parts de marché des acteurs sont également impactées dans la mesure où la pluralité des monnaies de facturation, combinée à un régime de taux de change relatifs caractérisé par la variation relative des taux de change de ces monnaies font sans cesse courir le risque pour les commerçants de modifier les prix relatifs. Les marchés les plus concurrencés sont ceux sur lesquels les producteurs internationaux sont contraints de s'aligner sur une même unité de compte, afin de neutraliser la variable monétaire dans la compétition qui les oppose. La concurrence ne leur laisse guère le choix. C'est notamment le cas des marchés de matières premières, caractérisés par l'homogénéité des marchandises, sur lesquels les écarts de prix relatifs signifient quasi mécaniquement des pertes de parts de marché.

Les travaux autour de l'internationalisation du renminbi laissent apparaître que les choix de commercer en renminbi sont aussi déterminés par le fait que les partenaires chinois consentiraient plus volontiers à faire des affaires avec des acteurs utilisant le renminbi (Ballantyne *et alii*, 2013). Le choix de la monnaie chinoise permet ainsi de conserver sinon d'augmenter un volume d'affaires désormais libellé en renminbi. Cette évolution est bien entendu favorable aux importateurs et exportateurs chinois, qui déplacent le risque de change sur l'autre partie. On perçoit bien dans cette dynamique le fait que le choix de la monnaie de facturation est aussi la résultante d'un rapport de force entre les parties prenantes. Ce rapport de force a évolué de telle sorte qu'il est en mesure de créer des incitations à encourager l'usage du RMB chez les partenaires étrangers. Pour ceux-ci, commercer en renminbi signifie désormais l'accès au rapport marchand avec le premier exportateur mondial. On comprend ainsi que les pratiques de facturation du commerce international impactent les acteurs privés, contraints d'adapter leur stratégie. Le choix de la monnaie de facturation du commerce international impacte également le choix du régime de change, et plus largement, la politique monétaire d'un pays.

Pour autant, le dollar a été et reste encore l'étalon d'une grande partie du monde du fait de son usage dominant dans les échanges internationaux. Par exemple, les politiques de change des pays d'Asie, particulièrement après les crises survenues en 1997 dans plusieurs pays asiatiques (Corée du Sud, Thaïlande, Indonésie notamment), ont été caractérisés par une peur du flottement (. Ces pays sont ouverts aux échanges internationaux, mais ceux-ci sont pour la plupart facturés en dollar (McKinnon et Schnabl, 2004, p. 335). C'est donc un « dollar standard » qui s'est imposé dans la région dont la plupart des pays ont adopté un régime de change d'ancrage au dollar US, même si

la Chine exerce une influence croissante sur les politiques de change de l'ensemble de la région (Henning, 2012).

Pour de nombreux pays, la structure des exportations et des importations selon la monnaie utilisée rend nécessaire une adaptation du régime de change. Une illustration de cette nécessité d'adaptation des régimes de change peut être faite à partir des pays rentiers et exportateurs de pétrole, qui sont extrêmement dépendants de leurs exportations comme de leurs importations. Bien qu'une politique monétaire stabilisatrice les invite à diverger de l'ancrage au dollar (Setser, 2007), la plupart des pays du Golfe poursuivent une politique d'ancrage à la monnaie américaine. Certes, les motifs géopolitiques sont sans doute considérables, mais l'ancrage peut aussi trouver une explication dans le fait que les recettes d'exportation qui déterminent le niveau de la rente sont libellées en dollars, et les importations de biens manufacturiers sont elles-mêmes achetées avec cette rente (Talha, 2003). L'ancrage au dollar permet donc de créer une passerelle stable entre les besoins de l'économie intérieure et le reste du monde²⁹. Les pratiques de facturation vont donc jusqu'à impacter le choix des régimes de change.

Les choix de monnaies apparaissent donc clairement comme des variables de première importance pour les acteurs du commerce international. Avant d'analyser en détail les déterminants qui poussent les acteurs à utiliser une monnaie plutôt qu'une autre dans le commerce international, il est nécessaire de dresser, tout en ayant conscience des limites posées par la rareté des données disponibles, un état des lieux des pratiques de facturation et de règlement du commerce international. Ce travail est le fruit du rassemblement des données provenant de travaux épars, privilégiant les plus récents.

Le plan de la sous-partie est le suivant : les pratiques de facturation en dollar US sont étudiées dans la première section, dont il ressort que la monnaie américaine domine la facturation et le règlement du commerce mondial. Par la suite, nous étudions l'usage de l'euro dans le commerce international. Dans une troisième partie, nous relevons l'usage croissant du renminbi chinois dans les échanges internationaux, qui progresse à un rythme important, bien que toujours à un niveau toujours très inférieur à l'euro et plus encore au dollar US. Une dernière section conclut la sous-partie et met en perspectives ses observations avec l'évolution des choix de monnaies dans le commerce international depuis les années 1970 et les travaux de Sven Grassman.

Quelles monnaies dans le commerce international ?

Un échange international implique généralement qu'au moins un des deux participants aux échanges utilise une monnaie qui n'est pas la sienne. Pour reprendre la méthodologie de la plupart des modèles de la littérature existante, la monnaie utilisée est soit la monnaie de l'exportateur (ou PCP, pour *Producer Currency Pricing*), soit celle de

²⁹ Pour une illustration avec le cas de l'Arabie saoudite, voir Faudot (2014).

l'importateur (ou LCP, pour *Local Currency Pricing*), soit une monnaie tierce (VCP, pour *Vehicle Currency Pricing*)³⁰. Les données que l'on utilisera sont le plus souvent celles qui se placent du point de vue de l'exportateur, car les observations démontrent que de manière générale, le commerce se fait plus naturellement dans la monnaie de l'exportateur (PCP) que dans celle de l'importateur (LCP).

Les travaux de Grassman au début des années 1970 sont considérés comme la première étude empirique relative à la question du choix de monnaie pour le commerce international. La loi de Grassman est souvent évoquée dans les travaux qui se penchent sur les usages de la monnaie dans le commerce international, y compris les plus récents. Kamps (2006, p. 14) la présente ainsi :

“The first empirical finding on local versus producer currency pricing by Grassman (1973) regarding Swedish foreign trade was that Swedish exports are mostly invoiced in Swedish kronas and Swedish imports are mostly invoiced in the exporter’s currency, while the U.S. dollar was not often used as invoicing currency. These findings contradicted the vehicle currency hypothesis and were later generalized and called Grassman’s law. This law states that PCP [Producer Currency Pricing] is dominant for manufacturing trade between industrialized countries. Trade in primary products is mostly denominated in U.S. dollar, while trade between developing and industrialized countries is predominantly invoiced in the industrialized country’s currency. The intuition behind Grassman’s law is that a firm with more bargaining power will choose its own currency to avoid exchange rate risk”.

Dans ses travaux, Grassman démontre que dans les échanges de biens et services qui concernent les pays dits « développés », la monnaie choisie, dans la plupart des cas (environ deux tiers des exportations) est celle de l'exportateur. Il s'agit d'une relation symétrique : les importations de la Suède sont, dans les mêmes proportions, facturées dans la monnaie de l'exportateur, et dans une proportion bien plus faible en couronnes suédoises. L'auteur s'autorise une extrapolation, dans la mesure où l'étude effectuée sur les firmes suédoises est considérée comme solide, mais surtout parce que les données sur la monnaie de facturation du commerce international sont extrêmement rares. Toutefois, des données collectées dans la même période concernant les échanges de l'Allemagne et du Danemark viennent appuyer la thèse de l'auteur.

« Formally speaking, it is the seller who takes the initiative and decides what the invoice currency is to be. The seller calculates and fixes prices, he submits a tender and sends the purchaser an invoice ». Il s'agit là de la principale tendance que Grassman dégage de son étude, basée sur un questionnaire auprès d'un échantillon conséquent d'entreprises suédoises. « In the absence of other decisive factors, ajoute-t-il, there is a strong tendency in favour of invoicing in the currency of the selling country » (Grassman, 1972, p. 77).

³⁰ Ces acronymes sont notamment ceux utilisés par Kamps (2006), qui est une référence de la littérature.

Tableau 2: Dénomination du commerce international de la Suède, 1968, pourcentage du total.

Currency	Exports	Imports
Selling country's	66	59
Purchasing country's	25	26
Third countries	9	15

Source: Grassman, 1973.

Grassman s'oppose donc à la vue, conventionnelle selon lui, que le dollar est alors prédominant dans les échanges internationaux. Ses observations révèlent l'utilisation de la monnaie de l'exportateur dans la plus grande partie de leurs transactions pour les échanges qui concernent les pays « développés ». Dans ce cadre, le dollar est effectivement plus souvent utilisé que les autres monnaies, mais cela ne remet pas en cause cette tendance de fond. Certes, Grassman admettait la présence d'habitudes dans les pratiques monétaires et d'une certaine inertie pour le choix de la monnaie, particulièrement sur certains marchés³¹. Mais ces observations ne permettent pas d'évoquer la prépondérance d'une monnaie internationale dominante, ce que l'auteur réaffirme dans son article de 1976 :

“In general, however, both the 1968 year of fixed parities and the 1973 year of floating exchange rate reveal a payments system in which no particular currency plays the role of international money” (Grassman, 1976).

La conclusion de l'auteur à propos de la monnaie internationale ne convient plus si l'on observe ses propres statistiques concernant la catégorie des pays « en développement ». Pour ceux-ci, le dollar est le plus souvent la norme. C'est ce qu'en retiendra Taylas (1991, p.7) : “Trade between developed and less-developed countries tends to be denominated in the currency of the developed country, although the US dollar is also used frequently. This pattern is known as Grassman's Law”. Enfin, les Etats-Unis font figure d'exception, ainsi que le Royaume-Uni dans une moindre mesure, du fait du statut de monnaies de réserves de la livre et du dollar, c'est pourquoi les importations comme les exportations vers les Etats-Unis sont généralement facturées en dollar³². Une vue internationale des échanges pousse donc à relativiser les conclusions de Grassman : seule une fraction du monde, les pays dits « développés », parviennent à échapper à une facturation majoritairement en dollar, tandis que les échanges des pays en développement sont quasiment entièrement dollarisés. La configuration hiérarchisée des monnaies pour les échanges internationaux nous invite alors à penser la dénomination du commerce international comme une des manifestations du degré de souveraineté monétaire d'un pays, souveraineté dont les pays en développement sont privés.

³¹ Notamment les marchés de matières premières, voir section III.2 *infra*.

³² A l'époque, Grassman n'a que les données détaillées du commerce de la Suède, mais il peut observer la facturation des exportations vers les Etats-Unis, facturées essentiellement en dollar, et non en majorité en couronnes suédoises comme c'est le cas pour la plupart de ses partenaires occidentaux.

Grassman (1973) notait déjà que les pays en développement se distinguaient dans les pratiques de facturation par rapport aux pays développés, pour deux raisons essentielles selon lui : bien souvent, l'absence de convertibilité de leur monnaie, et d'autre part une structure des exportations au sein de laquelle les produits primaires dominent. Les explications de la domination du dollar dans les échanges internationaux, et particulièrement dans les produits primaires, seront développées dans les parties suivantes de cette thèse.

L'usage international du dollar

La première carte vise à faire ressortir, dans les pays pour lesquels des données sont disponibles, l'usage du dollar. Cela permet au lecteur d'observer que l'usage du dollar est considérable dans l'ensemble des pays observés, mais à des degrés fort différents, l'Europe constituant sans doute la zone la plus isolée de l'usage du dollar.

Bien que nous manquions de données officielles, car les données sur la facturation du commerce international ne sont publiées que dans un nombre restreint de pays, c'est en épuluchant la littérature sur le sujet que nous avons pu rassembler un échantillon de pays offrant des données plus ou moins détaillées pour observer les usages monétaires dans le commerce international.

L'Amérique latine est souvent évoquée comme l'arrière-cour des Etats-Unis depuis le XIX^e siècle. Certains pays y sont dollarisés, à l'image de l'Equateur, c'est-à-dire que leur monnaie officielle est le dollar américain. Les pays d'Amérique latine utilisent le dollar dans l'immense majorité de leurs échanges, malgré les projets de coopération monétaire qui ont émergé dans les années 2000, après l'élection, dans plusieurs pays du continent, de gouvernement affichant clairement un objectif d'émancipation de leur pays vis-à-vis du dollar US³³. Nous disposons des données du Brésil, qui confirment nos intuitions : en 2011, 94,5 % des exportations brésiliennes sont facturées en dollar (Reiss, 2014). L'Argentine, avec 97 %, et la Colombie avec 98,3 % de leurs exportations facturées en dollar, confirment l'importance de la monnaie américaine dans les échanges internationaux du continent.

L'Afrique est également un continent qui utilise majoritairement le dollar. C'est ce que confirme un document publié par SWIFT (2013), qui nous apprend notamment que 50 % des paiements venant d'Afrique étaient libellés en dollars, dont 80 % d'entre eux ont pour destination finale un compte bancaire d'un client non résident des Etats-Unis. Ainsi les transactions entre économies africaines et asiatiques par exemple, le plus souvent payées en dollars, passent par une banque de *clearing* située aux Etats-Unis. Si certaines zones restent liées à des pays européens, et à leur monnaie, l'usage du dollar est prédominant. Notons à toutes fins utiles que la structure des exportations du continent est

³³ Nous faisons référence ici au Venezuela, à la Bolivie, mais aussi à l'Argentine, et au Brésil.

caractérisée par la prédominance des exportations de matières premières. Cet élément, nous le verrons plus tard, est déterminant dans l'explication des pratiques de facturation. Le cas de l'Algérie, pays exportateur de pétrole qui facture ses exportations en dollar à hauteur de 99 %, invite l'observateur à se pencher sur la nature des biens échangés pour comprendre les pratiques de facturation (BCE, 2009). C'est certainement cet élément, celui de la prédominance des matières premières dans la structure des exportations, qui explique que la Russie utilise elle-aussi le dollar de manière largement dominante. Cependant, la Russie, qui a connu en particulier depuis 2014 un refroidissement de ses relations avec les Etats-Unis, a vu la part du dollar baisser dans ses échanges internationaux : par exemple, pour les exportations, le dollar est passé de 79,6 % en 2013 à 68,6 % en 2016, d'après les données fournies par la Banque de Russie.

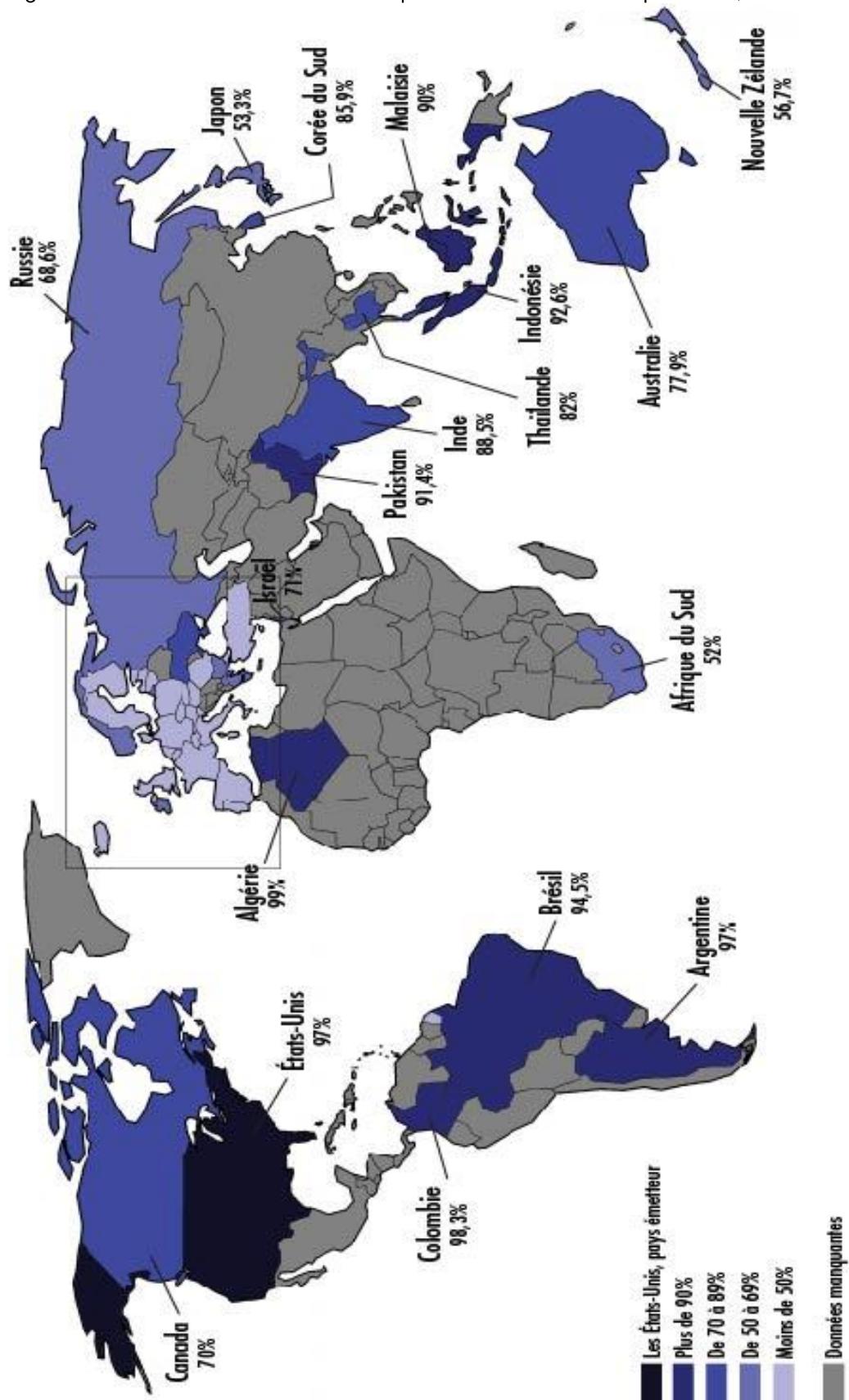
Le dynamisme de l'Asie en fait un continent particulièrement étudié par la littérature, qui perçoit dans ce contexte des perspectives de transformations du système monétaire international. Cependant les données disponibles révèlent que le continent n'échappe pas à une facturation majoritairement en dollar. McKinnon (2010, p. 3) affirmait ainsi que la Corée du Sud facturait 84 % de ses exportations (83 % de ses importations) en dollar, tandis que Lai et Yu (2014, p. 27) constatent que ce niveau est monté à 85,9 % (80 % pour les importations). L'Inde et le Pakistan sont tous deux largement dominés par le dollar, en facturant respectivement 88,5 % et 91,4 % de leurs exportations en dollar. La Thaïlande facture 81 % de ses exportations en dollar, l'Indonésie 92,6 % et la Malaisie 90 % (Casas *et alii*, 2016). Plus récemment, Ito et Chinn (2014) soulignent que les exportations d'Asie sont toujours largement dominées par le dollar, à plus de 80 % (en excluant le Japon).

En somme, partout où les statistiques existent et sont publiées, les pays dits « en développement » témoignent de la suprématie du dollar dans leurs échanges. Aucune région « en développement » n'échappe à ce constat. Le lecteur peut observer avec la carte du monde ci-dessus que le dollar est largement dominant dans la facturation des exportations de la plupart des régions du monde, et qu'il ne se limite pas aux « pays en développement ». Son usage pour la facturation est toutefois hétérogène selon les pays. Il est moins prononcé au Japon, puissance industrielle mature – et aujourd’hui tout de même quatrième exportateur et importateur mondial – dont la monnaie a connu une phase d'internationalisation dans les années 1990. Le gouvernement japonais a d'ailleurs tenté d'appuyer cette internationalisation dans les années 1990 (Cohen, 2015c), mais les contextes, domestique et international, n'ont pas permis au yen d'y parvenir (ce point est développé dans la section III.1). En décembre 2015, le dollar facturait 53,3 % des exportations, et 71,3 % des importations japonaises (Ito *et alii*, 2016). La dynamique de la monnaie japonaise stoppée, et ayant peu de chance de redémarrer au vu de la situation macroéconomique défavorable dans lequel se trouve désormais l'économie japonaise, explique le choix dans cette sous-partie de thèse de ne pas consacrer de section au yen japonais, qui, a autrefois généré de nombreux travaux.

L'Europe, bien qu'elle-même une zone hétérogène concernant l'usage du dollar, constitue sans nul doute la zone la plus isolée du dollar. La seconde carte, qui n'est qu'un grossissement de la carte précédente au niveau de l'Europe, permet de rendre compte des pratiques de facturation du continent européen. L'usage du dollar est inférieur à 50 % partout sauf à Malte, en Irlande, et en Grèce. Les pays de l'UE non membres de la zone euro utilisent relativement peu le dollar américain, ainsi que certains qui ne sont pas dans l'UE (comme l'Islande ou la Suisse) et pour qui le dollar libelle moins de 50 % des échanges.

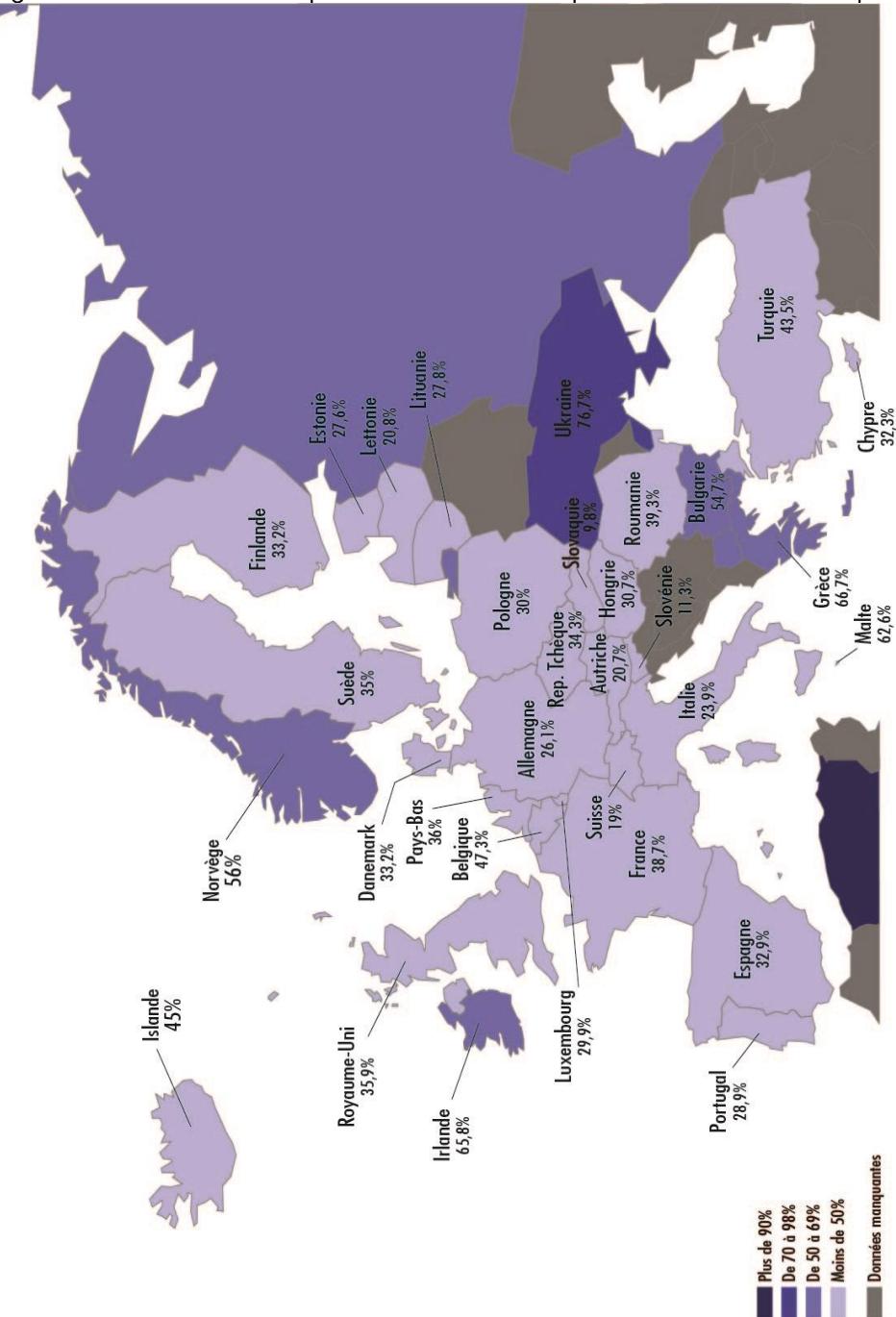
Ainsi, la construction monétaire de l'euro a probablement constitué une forme de protection de la communauté vis-à-vis de l'usage du dollar. S'il est erroné que la construction européenne ait un jour représenté une arme forgée contre l'hégémonie des Etats-Unis, tout simplement parce que ceux-ci ont favorisé sa naissance, l'euro a bel et bien permis au pays de la zone euro de résister à la dollarisation de leurs échanges internationaux, même si cette résistance, comme nous le verrons plus tard, est là encore bien hétérogène (le cas des pratiques de facturation de la France est à ce titre bien parlant puisque la part du dollar a largement augmenté dans les échanges de la France avec le reste du monde hors zone euro, passant à plus de 38 %). Toutefois, l'euro présente un bilan décevant au regard des attentes qui avaient été formulées dans la littérature académique.

Figure 2 : Utilisation du dollar américain pour la facturation des exportations, en %



Source : voir annexe statistique ([tableau 8](#))

Figure 3 : Utilisation en Europe du dollar américain pour la facturation des exportations, en %



Source : voir annexe statistique ([tableau 8](#))

Le bilan de l'euro³⁴

Une troisième carte (figure 4) nous permet d'observer l'usage de l'euro, par les nations européennes elles-mêmes³⁵, sachant les pratiques monétaires des membres de l'Union Européenne elles-aussi hétérogènes, notamment en raison des divergences dans les structures des exportations des différents pays membres, ce que nous aurons l'occasion d'expliquer plus en détails plus tard.

Si l'on observe les déclarations des commentateurs et des hommes politiques à la fin des années 1990 et au début des années 2000, le lancement de l'euro a d'abord été vu comme un projet d'achèvement de la construction européenne (Committee for the study of economic and monetary union, 1989). La monnaie unique a dans le même temps suscité l'espoir de voir émerger en Europe une monnaie internationale, capable à terme de concurrencer le dollar. Ces espoirs ont été motivés par une volonté d'isoler l'Europe des aléas du dollar, et de remédier aux problèmes rencontrés par le SME : crises spéculatives contre les monnaies périphériques d'Europe et hégémonie régionale d'une monnaie souveraine, le Deutsche Mark. Bien que les déclarations officielles ne fassent pas état d'un objectif affiché d'internationalisation de la monnaie unique, avant son lancement, une ambition internationale a été associée à l'euro, relayée par ses promoteurs dans les cercles officiels (Moss, 2009). Les médias ont largement célébré l'événement du lancement de l'euro, relayant les déclarations des institutions européennes et se félicitant du succès de l'opération. Une campagne télévisée en France intitulée « Et chacun a son rôle pour réussir l'euro » a diffusé des messages visant à promouvoir l'usage de l'euro parmi la population. Le lancement de l'euro a été effectué dans des cérémonies mêlant feux d'artifices et messages de promotion de la construction européenne (Ministère de l'économie des finances et de l'industrie, 2002).

Les déclarations médiatiques ont en cela été appuyées par un grand nombre de travaux académiques sur le sujet. La mise en place de l'euro a été analysée comme un projet revêtant plusieurs objectifs : i. Protection des pays membres contre les mouvements de change qui ont mis en péril le SME ; ii. Ancrage dur et crédibilité pour l'ensemble des pays d'Europe à un moment où les solutions en coin étaient particulièrement recommandées ; iii. Aboutissement de la construction européenne ; iv. Avènement d'une monnaie de dimension internationale. C'est sur ce dernier aspect que nous allons nous pencher, pour observer dans quelle mesure l'euro peut être qualifié de monnaie internationale.

³⁴ Cette section reprend une partie des éléments développés dans Faudot (2015).

³⁵ Les données les plus récentes proviennent d'Eurostat, mais n'observent que le commerce des membres de l'UE vis-à-vis de l'extérieur de l'UE. Le commerce intra-européen n'est donc pas comptabilisé. On peut imaginer que la part du dollar dans les échanges des pays membres de la zone euro entre eux est nettement plus faible que pour les échanges avec les pays en dehors de l'UE.

La plupart des études économiques qui ont précédé la mise en place de l'euro ont émis l'hypothèse que la monnaie unique serait à terme en mesure de concurrencer le dollar, voire de le surpasser, comme monnaie de réserve, mais aussi comme monnaie de facturation (Ilzkovitz, 1996 ; Bekx, 1998 ; Portes et Rey, 1998 ; Pollard, 2001 ; Chinn et Frankel, 2008). Le marché des changes devait lui aussi être caractérisé par une progression de l'euro, à la suite de l'adhésion des acteurs privés à l'euro pour la facturation de leurs échanges ainsi que dans leurs transactions financières grâce à une libéralisation accrue des marchés de capitaux (Bekx, 1998). La crise financière qui s'est déclenchée en 2007 a d'ailleurs, dans ses premiers mois, relancé ce scenario, l'épicentre de la crise se situant aux Etats-Unis, depuis maintenant plusieurs décennies décrits comme une puissance en déclin du fait de ses déficits courants récurrents et des doutes qu'inspirent le dollar (Chinn et Frankel, 2008). Le lancement de l'euro aura en tout cas eu le mérite de raviver un intérêt académique sur la monnaie utilisée pour le commerce international (Auboin, 2012).

Du Deutsche Mark à l'euro

Le lancement de l'euro a fondu l'ensemble des monnaies européennes en une seule. Les transactions recensées entre différents pays d'Europe sont devenues des transactions « domestiques » (Moss, 2011). Ce phénomène marque la perte d'un indicateur essentiel : les données sur la facturation du commerce des membres de l'Union européenne aujourd'hui accessibles sur Eurostat sont bien des données par pays, mais rendent plus complexe l'expression d'un rattachement de certaines économies européennes à une économie majeure au sein de la zone. Alors que les années 1990 ont clairement mis en évidence le rattachement des économies européennes au mark allemand, un éventuel leadership monétaire au sein de la zone euro est ainsi masqué par ce qui est communément appelé le « partage » de la monnaie. L'histoire des relations monétaires internationales accorde peu de crédit à la notion de « partage » de la monnaie dans la mesure où les Etats souverains, dans l'histoire, ont souvent visé un leadership monétaire vis-à-vis de leur voisin (et non un partage), par la force et le conflit si nécessaire. En Europe, les pays de la zone euro ont opté pour une déterritorialisation de leur monnaie (Cohen, 2002), au travers d'une union monétaire.

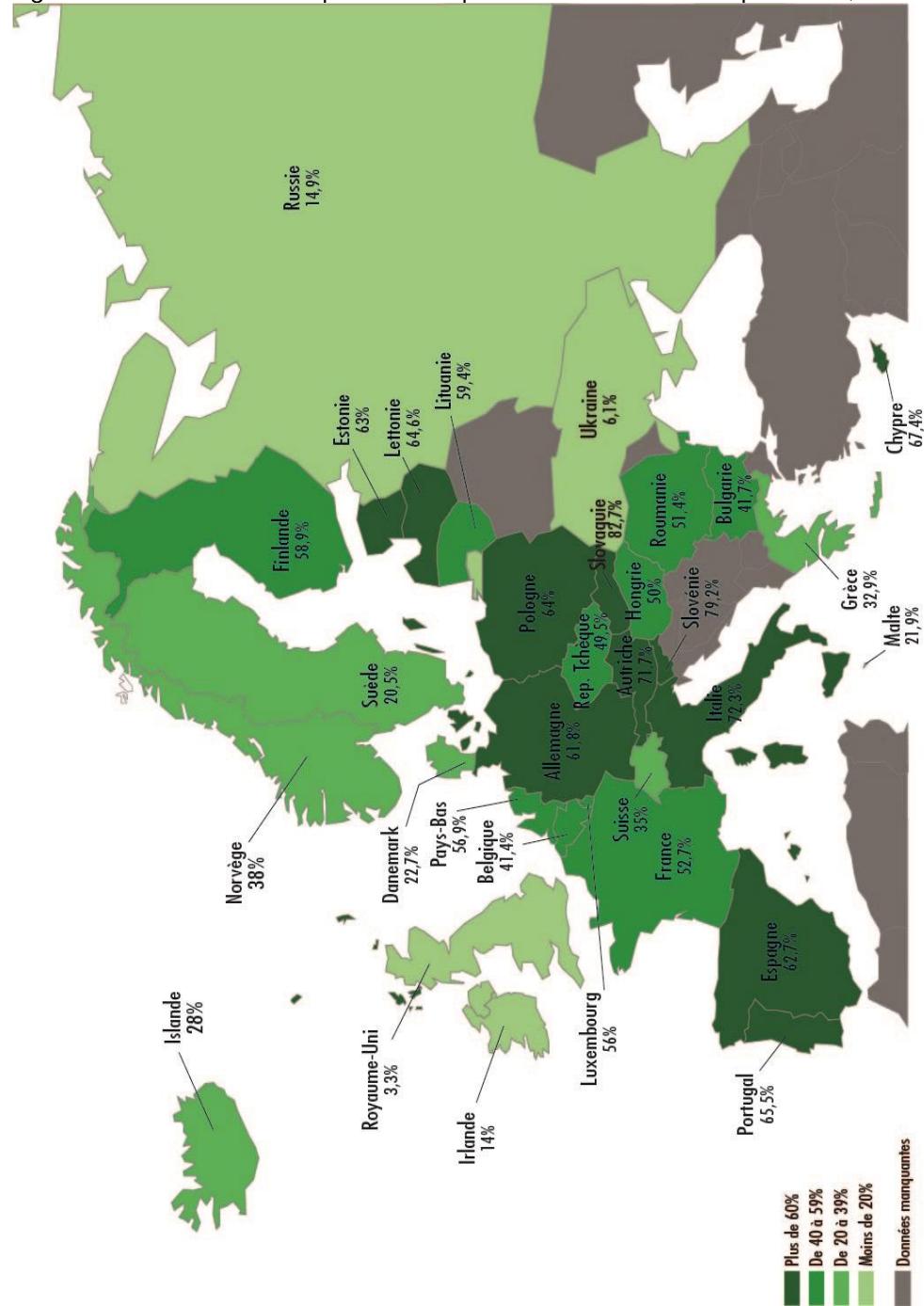
L'autorité monétaire en charge de la zone euro est officiellement sans connexion avec les gouvernements des nations membres. N'étant plus rattachée à une nation souveraine, il s'agit d'une séparation sans précédent dans l'histoire monétaire (Goodhart, 1998). L'euro expérimente une monnaie détachée du souverain politique. Les divergences politiques au sein de la zone ne disparaissent pas pour autant et constituent une entrave potentielle à l'internationalisation de la monnaie (Frieden, 2000). Le choix du taux de change de la monnaie unique, ou même celui de l'internationalisation de la monnaie européenne sont l'objet de conflits parmi les différents groupes d'intérêts à l'intérieur de la zone. Les indicateurs macroéconomiques tels que la croissance, le taux

de chômage ou encore le solde extérieur ont fait l'objet de travaux afin de déterminer les conséquences divergentes de la politique monétaire de la BCE sur les différents Etats membres de la zone. Ces indicateurs font état d'une place dominante de l'économie allemande, les travaux empiriques évoquant « l'hypothèse de la domination allemande » au sein du Système Monétaire Européen, puis de l'Union Monétaire, sous l'appellation de *German Dominance Hypothesis*, bien que celle-ci ne fasse pas consensus chez les économistes (Bajo-Rubio et Montávez-Garcés, 2002). Le design des autorités monétaires dans l'UEM, quant à lui, s'inspire de la Bundesbank (Bibow, 2013).

Avant l'euro, chaque pays européen fournissait des données quant à la facturation de son commerce (en Dollar, Deutsche Mark, Franc français, Lire, Florin...). Ces données reflétaient, pour l'Europe, une domination du Deutsche Mark dans les pratiques de facturation (Page, 1977 ; Tavlas, 1991). L'utilisation de la monnaie allemande est alors plus importante que la proportion du commerce international de l'Allemagne, sachant tout de même cette part considérable (Andrews, 2009). Dans les années 1990, l'Allemagne est d'ailleurs le seul pays avec les Etats-Unis à afficher une utilisation internationale de sa monnaie pour la facturation supérieure à son poids dans le commerce international : ce ratio d'internationalisation de la monnaie, de 3,6 pour le dollar, est de 1,4 pour le mark en 1992 (Ilzkovitz, 1994). Cette large utilisation s'explique par le fait que les autres pays d'Europe sont situés dans la sphère d'influence du DM, et utilisent la monnaie allemande. L'Allemagne est le pays de l'UEM qui avait sans doute conservé le plus haut degré de souveraineté monétaire avant l'euro, les autres pays au sein du SME étant auparavant déjà alignés sur le mark allemand. L'abandon partiel de cette souveraineté ne s'est opéré qu'aux conditions souhaitées par l'Allemagne (Bibow, 2013). Pour certains pays de la périphérie européenne, l'euro s'apparente à une perte complète de souveraineté.

Pour ces raisons, l'euro est perçu comme le successeur du Deutsche Mark (Cohen, 2003). Il a toutefois aggloméré une part importante des différentes monnaies de facturation européennes. Dès son lancement, l'euro a représenté rapidement une part importante de la facturation des échanges vis-à-vis de l'extérieur de la zone.

Figure 4 : Utilisation en Europe de l'euro pour la facturation des exportations, en %



Source : voir annexe statistique ([tableau 8](#))

Une monnaie implantée à l'échelle régionale

L'Union Européenne est le continent du monde le plus intégré sur le plan commercial. Le degré d'intégration, inédit dans l'histoire, a poussé un nombre croissant d'économie européenne à développer une monnaie unique pour les échanges au sein de la zone euro, mais celle-ci est également utilisée par les économies qui lui sont proches.

Tableau 3: Commerce extra-UE par État membre selon la monnaie de facturation, part de l'euro (en %).

PAYS	Importations			Exportations		
	2010	2012	2014	2010	2012	2014
Belgique	53	Na	33,3	52,3	na	41,4
Bulgarie	26,4	23,9	29,7	43,2	36,7	41,7
République tchèque	23,7	26,5	31,1	50,5	50,5	49,5
Danemark	24	22,1	21,4	22,8	22,3	22,7
Allemagne	49,1	50,9	50,3	66,6	64,6	61,8
Estonie	35,9	37,8	36,0	44,1	53,8	63,0
Irlande	19,2	17,6	20,7	10,4	11,3	14,0
Grèce	23,5	16,1	16,7	44,8	36,6	32,9
Espagne	46,7	43,9	33,3	68,3	61,2	62,7
France	38,9	39,6	41,0	52	52,7	52,7
Italie	50,1	47,6	41,1	73	72,6	72,3
Chypre	25,8	22,2	37,1	63,5	57,2	67,4
Lettonie	49,8	57,3	62,2	66,5	60,4	64,6
Lituanie	24,9	27	27,8	48,5	56,8	59,4
Luxembourg	40,3	36,7	44,3	70,1	74,2	56,0
Hongrie	29,5	22,7	26,5	48,6	44,4	50,0
Malte	29,2	31,3	33,6	27,4	19,2	21,9
Pays-Bas	32,8	27,9	34,7	56	56,4	56,9
Autriche	58,6	62,4	59,9	74,4	73,6	71,7
Pologne	20	18,4	21,8	0,3	0	0
Portugal	30	22,6	26,3	69,3	65,6	65,5
Roumanie	35,2	37,2	34,2	52,1	52	51,4
Slovénie	61,8	60,7	66,1	85,5	83,6	79,2
Slovaquie	46,2	45,6	55,8	81,3	88,1	82,7
Finlande	42	27	25,8	48	50,2	58,9
Suède	10,4	17,3	20,3	23,9	23,3	20,5
Royaume-Uni	5,2	4,1	5,2	3,6	3,5	3,3
UE	35,7	33,2	33,6	51,1	50,4	48,9

Source : Eurostat

Le tableau 3 expose la part du commerce des pays de l'Union européenne, et pas seulement ceux de la zone euro, facturée en euro. Les données sont hétérogènes selon les pays, du fait des différentes structures des exportations des pays de la zone, les types d'industries influençant largement les pratiques de facturation (Glodberg et Tille, 2005). Les données disponibles démontrent toutefois un phénomène d'aspiration de l'euro vis-à-

vis des voisins européens, amenés à facturer une part considérable de leur commerce en euro.

Ceci est particulièrement vrai pour les économies du centre et de l'est de l'Europe, qui pour une partie d'entre eux ont récemment intégré l'Union monétaire ou envisagent de le faire. La perspective d'une adhésion d'un pays à la zone euro est analysée empiriquement comme une variable favorisant la facturation en euro (Kamps, 2006). Ainsi, la Croatie facturait en 2007 74 % de ses exportations en euro (et 74 % de ses importations), tandis que ce chiffre s'élevait à 69 % pour la Roumanie (72 % pour les importations). 50 % des exportations (36 % des importations) de la Turquie, candidate à l'entrée dans l'UE également, étaient facturées en euro la même année (BCE, 2009). Les deux premiers pays en termes de facturation des exportations en euros sont la Slovénie et la Slovaquie, deux pays qui ne sont pas des membres fondateurs de la zone euro, mais qui l'ont rejoint, respectivement en 2007 et en 2009, avec respectivement 83,6 % et 88,1 % de leurs exportations en euro en 2012. Leur intégration à l'appareil industriel de grands pays de la zone euro (essentiellement l'Allemagne) a sans doute renforcé leur usage de la monnaie unique dans leurs échanges internationaux.

Deux éléments sont toutefois à souligner : d'une part, l'euro a cessé de progresser au niveau de son utilisation, d'autre part, celle-ci reste limitée géographiquement.

Une stagnation de l'expansion de l'euro

L'euro s'est développé dans les premières années suivant son lancement, avant de connaître un ralentissement de son expansion, puis s'est stabilisé à un niveau relativement faible sur le plan international. En effet, si son usage est désormais répandu dans les échanges au sein de l'Union Européenne non membre de la zone ainsi que les pays d'Europe Centrale et Orientale, il reste très limité dans le reste du monde. L'élargissement de la zone euro n'aboutit pas à une hausse de la proportion de commerce international facturé en euro, ce qui tend à appuyer l'analyse de Cohen (2007) selon laquelle l'élargissement ne peut se traduire par une progression de la monnaie européenne³⁶. Malgré l'accueil de nouvelles économies dans la zone euro, l'effet d'attraction de l'euro reste limité sur les marchés internationaux. Comme le montre Moss (2011), la progression de l'euro dans les diverses fonctions de la monnaie internationale s'est concentrée principalement sur les cinq premières années de la monnaie unique. Sa stagnation est constatée à partir de 2005. D'après SWIFT (2015), l'euro représente 30,5 % des paiements internationaux en 2014 (en valeur), contre 51,9 % pour le dollar américain. Néanmoins, si l'on s'intéresse aux échanges interrégionaux, c'est à dire si l'on ne tient pas compte des échanges internationaux réalisés au sein de la zone euro et de

³⁶ Cohen (2007) attribue l'échec de l'élargissement essentiellement aux carences institutionnelles de la monnaie unique.

l’union européenne et qu’on s’intéresse aux échanges entre l’Asie, l’Europe, et les Amériques, la part de l’euro chute alors à 5,9 %, contre 79,5 % pour le dollar.

Notons cependant que certaines régions du monde utilisent l’euro comme unité de compte de référence, notamment en Afrique. Pour des raisons historiques, certains pays d’Afrique subsaharienne sont rattachés à la monnaie du centre de l’ancien empire colonial français dont ils faisaient partie. Alors qu’ils étaient liés à la zone Franc, la question du passage à l’euro s’est posée pour eux aussi³⁷. Les autorités monétaires des pays d’Afrique de l’Ouest et celles d’Afrique centrale ont par exemple reçu un soutien logistique de la part de la Banque de France (Neveu, 2002). Ce sont les autorités monétaires basées à Paris qui se sont chargées des réunions et conférences afin de gérer la transition pour ces pays, montrant l’importance des facteurs historiques dans les pratiques monétaires et l’intérêt que portent les pays « développés » au maintien de leur influence monétaire sur le plan international. Les liens entre la France et les pays d’Afrique subsaharienne ont donc pu se maintenir, l’euro remplaçant le franc français, y compris dans sa fonction d’unité de compte³⁸. A l’exception de cette relation bilatérale entre la France et une partie de son ancien empire colonial, qui survit tant bien que mal au passage à l’euro, la monnaie européenne reste une monnaie de second rang si l’on sort de la sphère européenne. Dans le reste du monde, certaines régions n’en ont qu’un usage mineur, voire inexistant.

Au Brésil, seulement 3,8 % des exportations sont facturées en euros (Reiss, 2014). Au Canada, la proximité des Etats-Unis se ressent dans le commerce du pays et la monnaie utilisée pour sa facturation. Le dollar US est largement présent dans les échanges internationaux réalisés par le pays. L’euro n’y représente qu’une faible part, s’levant à 6% sur la période 2002-2009 (Goldberg et Tille, 2013).

Si l’on quitte l’Amérique du Nord pour l’Océanie, on s’aperçoit que là encore, l’euro est loin de présenter une menace pour le dollar : en 2014, moins de 1 % des exportations de l’Australie sont facturées en euro, contre 83,8 % en dollars US³⁹. Les importations de l’Australie facturées en euros sont principalement des machines et autres bien manufacturés dont la différenciation incorporée permet aux exportateurs européens de facturer dans leur monnaie. En 2016, 8,3 % des importations australiennes étaient facturées en euros contre 56,3 % en dollar. En Nouvelle-Zélande, 6.9 % des exportations se facturaient en 2009 en euros (Fabling et Sanderson, 2015), contre 56.9 % en dollars (alors que les Etats-Unis sont la destination de 12.1 % du total des exportations).

³⁷ Voir à ce sujet les différentes contributions de l’ouvrage dirigé par De Raulin (2000).

³⁸ « L’Euro sera, en lieu et place du FF, l’unité de compte en laquelle les questions sont comptabilisées, la monnaie de règlement dans laquelle les soldes sont périodiquement réglés et les avoirs de réserves des pays créditeurs sont conservés » (N’galadjo Bamba, 1997).

³⁹ Nos données pour l’Australie proviennent de la *Reserve Bank of Australia*.

<http://www.rba.gov.au/publications/rdp/2016/2016-05/import-invoicing-currencies-in-australia.html>

En Asie, le constat est similaire. Les données sur la facturation des exportations comme des importations du Japon montrent que la monnaie européenne, dans les échanges qui n'impliquent pas l'Union Européenne, est quasi inexistante, bien inférieure à 1 % des échanges (Papaioannou et Portes, 2008). En 2015, l'euro ne facturait que 7,1 % des exportations japonaises et 2,4 % des importations (Ito *et alii*, 2016, p. 23). En Thaïlande, la part des exportations du pays facturées en euros s'élève à 3 % du total des exportations, tandis que cette part dans les importations est de 4 % en 2008 (Barett *et alii*, 2010). A Singapour, les firmes ne semblent envisager une facturation en euro seulement lorsqu'un pays de l'UE est impliqué, le dollar US étant là encore largement dominant (Barett *et alii*, 2010). En Indonésie, la part de l'euro dans les exportations du pays pour l'année 2007 est de 2 % (et de 4 % pour ses importations) (BCE, 2009). En Russie, l'euro facture en 2016 moins de 15 % des exportations (selon la Banque centrale de la Fédération de Russie).

Enfin, le marché des changes nous permet d'observer un arrêt de la progression de l'euro sur la scène internationale. Ce marché n'est pas uniquement voué à fournir en devises des partenaires commerciaux, la part des transactions sur ce marché destinée à véhiculer des transactions commerciales y est d'ailleurs secondaire. Toutefois, les acteurs du commerce international s'approvisionnent en devises sur ce marché, et il constitue un indicateur quant aux tendances globales des acteurs vis-à-vis des monnaies internationales. S'il y a quelques années, il semblait impossible de tirer des conclusions quant à l'impact de la crise sur l'usage des différentes monnaies internationales (Moss, 2011), les dernières données disponibles montrent que l'euro semble avoir été affaibli par la crise dite « des dettes souveraines » dont pâtissent les économies du Sud de la zone euro. Cette crise et les difficultés de sa gestion suscitent une défiance vis-à-vis de la monnaie unique. Une crise de confiance est en effet à déplorer notamment à cause de la vulnérabilité des Etats de la périphérie de la zone euro placés pour certains en situation de défaut de paiement (Théret, 2013). Parallèlement aux Etats-Unis, les *quantitative easing* alimentent en dollar les marchés financiers et monétaires, et confortent les acteurs quant à la volonté de la FED de soutenir l'économie américaine. Le dernier rapport triennal de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) publié en septembre 2013 fait état d'une chute des transactions impliquant l'euro sur les marchés des changes : entre 2010 et 2013, sa part de marché est passée de 39,1 % à 33,4 %, pour tomber à 31,3 %, son plus bas niveau depuis son introduction (BRI, 2013 ; 2016), tandis que la part du dollar augmentait sur la même période, passant de 84,9 % en 2010 à 87,6 % en 2016⁴⁰. Le dollar sert d'intermédiaire dans les échanges internationaux, dans une proportion plus de deux fois supérieure à la seconde monnaie internationale, l'euro. L'euro reste donc une monnaie de second rang comparée au dollar.

⁴⁰ La somme des parts de ces différentes monnaies est de 200 %, car les échanges sur le marché des changes impliquent à chaque fois la présence de deux monnaies.

Figure 5: Part des principales monnaies sur le marché des changes, 2001-2016, en % du marché

	2001	2004	2007	2010	2013	2016
USD	89,9	88,0	85,6	84,9	87,0	87,6
EUR	37,9	37,4	37,0	39,1	33,4	31,4
JPY	23,5	20,8	17,2	19,0	23,0	21,6
RMB	0,0	0,1	0,5	0,9	2,2	4,0

Source : BRI (2013 ; 2016). La somme des parts est égale à 200 %, du fait que chaque transaction implique toujours deux monnaies.

Le développement du renminbi

Le renminbi (désormais RMB) est la monnaie chinoise. Son internationalisation a débuté en 2009, lorsque des assouplissements règlementaires ont permis aux importateurs de régler leur facture en RMB, puis les assouplissements ont concerné les exportateurs. La Chine étant un partenaire commercial de taille – il s’agit du premier exportateur mondial de marchandises – l’internationalisation de sa monnaie suscite une littérature académique importante et rouvre la perspective d’une contestation de la suprématie du dollar US.

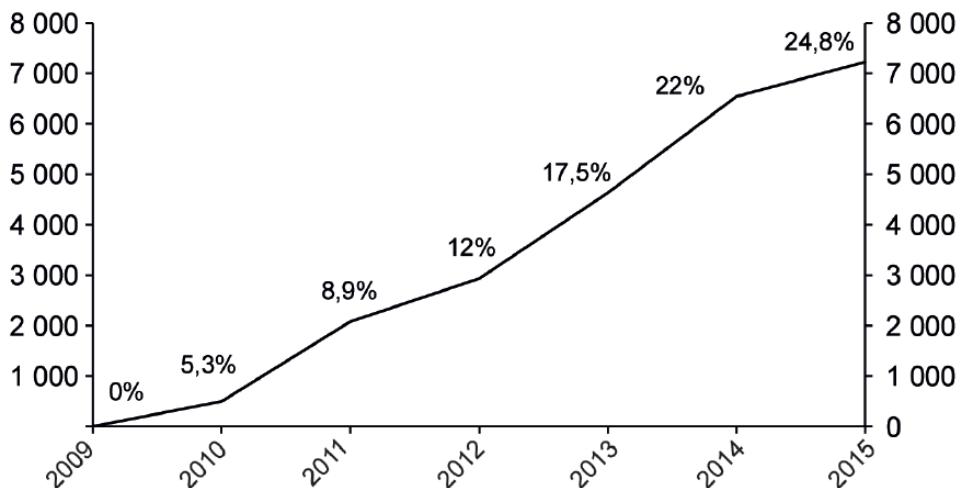
Malheureusement, nous ne disposons pas de données concernant le commerce international en RMB, à l’exception des données de SWIFT, qui restent éparques, et celles fournies par la People’s Bank of China (PBoC). Dans les deux cas, il s’agit de données concernant le règlement – et non la facturation – du commerce chinois. Les données sur la facturation ne sont pas disponibles, bien qu’un article de Lai et Yu (2014) porte à notre connaissance le fait que le commerce chinois est réglé bien plus qu’il n’est facturé en RMB. Il s’agit là d’un cas intéressant où les fonctions d’unité de compte et de règlement divergent, ce qui n’est pas sans précédents, mais suffisamment rare pour être noté.

En décembre 2014, le RMB représentait 2,17 % des paiements internationaux. Ce chiffre peut paraître bien faible au regard des 44,64 % que représentait le dollar au même moment, mais il traduit une progression fulgurante de la monnaie chinoise puisqu’en janvier 2012, elle ne représentait que 0,25 % de ces paiements. Le taux de croissance de l’utilisation du RMB a été de 102 % en 2014 quand il n’était que de 4,4 % pour l’ensemble des monnaies utilisées dans les paiements internationaux. L’adoption du RMB s’étend à un nombre croissant de pays, la monnaie chinoise représentant en novembre 2014 plus de 10 % des paiements vers la Chine et Hong Kong de 50 pays

partenaires (SWIFT, 2014). Selon SWIFT toujours, le RMB est désormais la seconde monnaie la plus utilisée au monde dans le *trade finance*, après le dollar et devant l'euro⁴¹.

Les données de la PBoC font état d'un développement important du commerce chinois réglé en RMB (figure 1) alors qu'il était inexistant en 2009.

Figure 6 : Commerce transfrontalier de la Chine réglé en RMB, 2009-2015 (en milliards de RMB et en % du commerce international chinois)



Note : les pourcentages désignent la part du commerce réglée en RMB sur le total des échanges de la Chine avec le reste du monde.

Source : Données de People's Bank of China. Graphique tiré de Faudot (2016, p. 306)

Nous proposerons une analyse de l'internationalisation du RMB dans la dernière partie de cette thèse. Cette partie descriptive peut néanmoins être l'occasion d'exposer des éléments techniques concernant le processus d'internationalisation du RMB.

Nous ne pouvons pas fournir une carte du monde présentant les chiffres de l'utilisation de la monnaie chinoise pour la facturation ni même le règlement du commerce international en RMB, du fait que les données ne sont pas publiées. Néanmoins, il est possible de retracer les différents partenariats de la PBoC noués avec certaines Banques centrales du reste du monde, visant à promouvoir l'usage du RMB. Même si le développement de la monnaie chinoise est endogène, il est largement promu par les autorités chinoises. Les développements *offshore* du RMB restent encadrés par un dispositif réglementaire important. La carte qui suit représente deux types d'accords qui ont été signés avec la PBoC et qui prévoient des connexions spéciales donnant accès i) à des lignes de crédit en RMB ; ii) à des services de *clearing* en RMB.

Les lignes de crédit en RMB sont garanties par des contrats *swaps* entre la PBOC et les banques centrales de ses partenaires dans plusieurs régions du monde. La Chine a

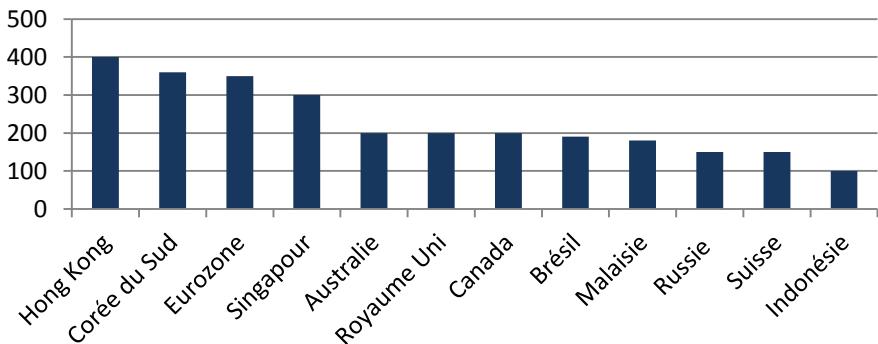
⁴¹ C'est ce qu'indique le communiqué de SWIFT disponible à l'adresse suivante : http://www.swift.com/assets/swift_com/documents/products_services/RMB_tracker_November2013.pdf

ainsi signé un grand nombre d'accords de *swaps*, qui visent à assurer la fourniture de liquidités aux signataires des contrats. A la différence de la plupart des contrats *swaps* signés notamment dans le cadre de l'initiative de Chiang Mai, depuis décembre 2008, ces *swaps* bilatéraux sont en RMB, et par conséquent n'impliquent plus le dollar.

Le caractère bilatéral (plutôt que multilatéral) des contrats est critiqué dans certaines analyses comme étant un moyen pour la Chine de négocier dans l'opacité, justifié par la nécessité de s'assurer la fourniture de matières premières dont elle est importatrice, et parce que de tels accords sont moins susceptibles d'engager les pays signataires dans des réformes (Jiang, 2014). Une étude empirique s'oppose à cette vision en montrant que les choix de pays sont motivés par la taille du pays signataire, l'intensité de son commerce avec la Chine, et l'existence d'accords de libre-échange (Garcia-Herrero et Xia, 2013). On perçoit ainsi que les accords de *swaps* bilatéraux sont encouragés par l'intensité des relations commerciales avec la Chine.

Le plus important des contrats *swaps* est celui passé avec Hong Kong, qui permet de garantir des liquidités à hauteur de 400 milliards de RMB. Les Banques centrales d'Asie restent majoritaires dans la liste des signataires. La figure 7 regroupe les 12 principaux accords de *swaps* signés avec la Chine (elle n'est donc pas exhaustive).

Figure 7 : Montants des 12 plus importants accords de SWAP de la People's Bank of China, en milliards de RMB, au 1er mars 2015



Adapté de Hatzvi *et alii* (2014)

Toutefois, il convient de rappeler ce qu'implique ce type de contrat de swaps bilatéral. Ces contrats garantissent l'ouverture de lignes de crédit en RMB en cas de pénuries de liquidités, c'est-à-dire lorsque les marchés *offshore* viennent à manquer de RMB, ce qui rend ainsi nécessaire une connexion supplémentaire avec le milieu *onshore*. Ils ne sont utilisés qu'en dernier ressort, le contrat prévoyant une prime, c'est-à-dire un supplément de taux d'intérêt de 25 points de base par rapport à celui pratiqué sur le marché *onshore* (Ballantyne *et alii*, 2013). Leur influence sur l'utilisation du RMB est donc positive mais indirecte. Il s'agit d'instaurer un rapport de confiance auprès des utilisateurs internationaux en leur fournissant une assurance.

De manière à rendre accessible le RMB tout en souhaitant conserver les règles qui encadrent le système monétaire et financier chinois, les autorités ont lancé un processus d'ouverture de plateformes *offshore* où se tiennent des transactions en RMB.

La première plateforme ouverte est celle de Hong Kong, dont l'autorisation date de novembre 2003 et le démarrage de février 2004. Hong Kong est une cité connue pour avoir été le corridor reliant la Chine au monde occidental. Sur le plan monétaire et financier, elle occupe les mêmes fonctions. En Asie, Singapour et Taipei sont également des plateformes de transactions en RMB de grande dimension. La monnaie qui circule *offshore* reste la monnaie chinoise et donc une créance sur le système bancaire chinois. En revanche, ces plateformes permettent aux banques de contourner les restrictions existantes sur le territoire chinois et de se soustraire à certaines règles contraignantes sur le territoire d'émission.

Un aspect intéressant de ces développements *offshore* est qu'ils aboutissent à l'existence de deux taux de change, le CNY (qui s'applique au RMB du *mainland*) et le CNH (qui s'applique au RMB convertible disponible à Hong Kong, et plus largement dans les plateformes offshore).

Tableau 4 : Quelques éléments à propos du fonctionnement des marchés du RMB Onshore et Offshore vis-à-vis du dollar US

	Marchés du CNY	Marchés du CNH
Produits vendus	Spot, forward, swap et options	Spot, forward, swap et options
Participants au marché	Banque centrale, banques domestiques, compagnies financières (filiales d'entreprises d'Etat), filiales chinoises de banques étrangères	Exportateurs, importateurs, institutions financières offshore, hedge funds, résidents de Hong Kong
Mécanisme de formation des prix	Flottement dirigé	Flottement libre
Intervention de la Banque centrale	Oui	Non
Marge de fluctuation (trading band)	± 2 %	Non
Autorité de régulation	PBoC	Hong Kong Monetary Authority

Adapté à partir de Shu *et alii* (2014, p. 20)

L'existence de deux taux de change traduit des réponses différentes à des chocs car d'une part les acteurs des marchés *onshore* et *offshore* ne sont pas les mêmes (voir tableau 4) et n'ont donc pas les mêmes réactions, et d'autre part les restrictions légales qui fondent la distinction *onshore* et *offshore* créent un *spread* qui correspond à une

prime⁴². Toutefois, le CNY et le CNH s'échangent entre eux à parité. Comme l'expliquent Gagnon et Troutman (2014), les divergences entre ces deux taux de change se résorbent *a posteriori* par le biais du règlement du commerce chinois, du fait des arbitrages opérés par les résidents – qui choisissent finalement entre CNY et CNH – et de leur liberté effective dans les opérations courantes, à la différence des opérations financières, qui sont encore l'objet de contrôles. Une réduction des divergences entre zones *onshore* et *offshore* est également possible avec l'augmentation de l'offre de titres en RMB *offshore* (tableau 4) qui harmonise les rendements des actifs financiers entre les deux zones.

Les développements *offshore* du RMB peuvent être considérés comme une stratégie visant à améliorer la circulation et la disponibilité de la monnaie, facilitées par un cadre légal beaucoup plus permissif, même si *in fine* la supervision par la PBoC, au travers de l'offre de monnaie Banque centrale, est toujours effective. Une telle stratégie n'est pas sans rappeler celle qu'ont suivie les banques américaines profitant de la possibilité laissée par le droit américain d'effectuer des opérations bancaires *offshore* en dollar. Ces opérations, qui ont eu pour point de départ le financement du commerce international et le recyclage de ces opérations en *Bankers' acceptances*, ont débuté après le *Federal Reserve Act* de 1913, à partir duquel le dollar a démarré son internationalisation (Broz, 1999, Eichengreen et Flandreau, 2012). Elles ont contribué à fournir en dollar une partie importante du reste du monde. Les eurodollars relèvent également d'une logique de contournement de règles contraignantes existantes sur le territoire américain, d'où le développement d'activités *offshore*. Mais, comme le rappelle McCauley (2011a, p. 41), le RMB *offshore* est en comparaison bien plus contrôlé que le dollar *offshore* de l'époque, et cette maîtrise relative du développement *offshore* apparaît comme une originalité chinoise qui n'a pas de précédent.

Par ailleurs, le gouvernement chinois approuve un nombre croissant de « clearing banks ». Celles-ci permettent d'améliorer la liquidité des acteurs, en facilitant l'accès au système de paiements chinois. Auparavant, les acteurs se procuraient des RMB au moyen de banques correspondantes (ce qu'on appelle le *correspondent banking*) en ouvrant un compte *nostro* auprès d'une banque située sur le *Mainland*. Les « clearing banks » officielles constituent une amélioration en ce qu'elles officialisent et sécurisent les opérations en RMB avec le reste du monde, tout en améliorant également leur coordination et leur rapidité (Hatzvi *et alii*, 2014). A Hong Kong, la Bank of China (Hong Kong) Limited est la banque officiellement en charge du clearing. C'est par son intermédiaire que les agents à Hong Kong accèdent à un service de paiements en RMB, en utilisant l'infrastructure de Hong Kong, qui est sophistiquée, dotée des standards

⁴² « Even when both respond to the same set of economic news, e.g. on macroeconomic data and policy changes, the CNH rate may react more strongly as there are no trading limits or worries over central bank actions » (Shu *et alii*, 2014, p. 5).

occidentaux, et opère en temps réels les paiements. Dans ce schéma, la BOCHK a une connexion exclusive avec la PBoC. Cette banque centralise les comptes des autres banques en RMB à Hong Kong afin d'opérer le clearing, comme le ferait une Banque centrale ; cette banque fournit également la liquidité journalière (en monnaie Banque centrale) nécessaire à l'exécution des paiements. Huit banques de ce type ont été autorisées en 2014. Elles se situent à Sydney, Toronto, Londres, Frankfort, Paris, Luxembourg, Séoul, et Doha. Zurich s'est rajoutée à cette liste en janvier 2015.

Concernant la Chine, le dispositif qui encadre la monnaie se développe pour faciliter l'internationalisation du RMB. C'est le développement de ces différentes structures qui accompagne l'évolution de la monnaie chinoise et modifie la configuration des pratiques monétaires internationales. Pour l'heure, en 2017, les échanges de la Chine restent majoritairement libellés en dollars, mais la progression du renminbi dans les échanges de la Chine – et au-delà – est telle qu'il paraissait pertinent d'y faire référence dans l'état des lieux des pratiques monétaires. Un développement à grande échelle du RMB, tel qu'il est de plus en plus envisagé par la littérature (voir par exemple Eichengreen et Kawai, 2015), signifierait une forme de contestation du dollar US, venant remettre en question un état des lieux, qui, sinon, place le dollar largement en tête dans la facturation et les paiements internationaux.

Conclusion

Pour conclure, le processus de globalisation intègre de nouveaux acteurs dans les échanges internationaux mais ceux-ci en adoptent les conventions monétaires préexistantes. La loi de Grassman, qui met en évidence l'existence d'une différence de pratiques monétaires entre pays « développés » et pays « en développement », conserve une certaine validité. Toutefois, les pratiques monétaires ont évolué dans le sens d'un plus grand usage du dollar y compris dans les pays désignés comme « développés » ou « industrialisés », comme le montrent les cas vus plus hauts de la France ou de la Suède. Incontestablement, le dollar reste la monnaie qui facture et règle les échanges internationaux⁴³.

En effet, que peut-on affirmer après ce passage en revue statistique ? Plusieurs décennies après les travaux de Grassman, les pratiques monétaires n'ont pas pris le sens d'un rééquilibrage monétaire, par exemple au profit des monnaies des pays en développement, ou au détriment du dollar, bien au contraire. Les pays développés conservent une capacité de facturation dans leur propre monnaie, ce qui est d'ailleurs confirmé par la base de données mise à disposition par Kamps (2006). En 2012, l'usage de l'euro comme monnaie de facturation des exportations extra-UE est en moyenne de

⁴³ Cohen (2017, p. 10) écrit ainsi : « by most measures of international use, the dollar outdistances every other currency by a wide margin and continues to do so despite loose talk of an emerging multipolar system ».

60% pour les membres de la zone euro⁴⁴. Les principes énoncés par Grassman conservent donc une validité. Cependant, on peut noter que la part du dollar est parvenue à gagner du terrain dans un certain nombre de pays développés, et notamment la France : la part du dollar dans ses exportations est passée de 9 % en 1974 à 18.6 % en 1995, et à 38.5 % en 2012⁴⁵. Pour d'autres pays développés, la part du dollar dans les exportations est bien majoritaire : comme nous l'avons vu, c'est le cas de l'Australie, de la Nouvelle-Zélande, du Canada ou encore du Japon. Même la Suède, pays qui servait de référence aux travaux de Grassman, a vu la part de la couronne suédoise véritablement dégringoler dans ses échanges (Wilander, 2006 ; Friberg et Wilander, 2008). Elle tombe à 30% des exportations du pays en 2012 selon Eurostat (contre, rappelons-le, plus de 60 % en 1968). En clair, nombre de pays « développés » perdent une partie de leur capacité à facturer dans leur propre monnaie. Quant aux pays « en développement », la base de données de Kamps (2006), comme les rares données plus récentes qui nous sont disponibles (par exemple Lai et Yu, 2014), indiquent un maintien en position de force du dollar.

⁴⁴ Pour les données de 1974 voir Dunajewski (1985, p. 101), pour 1995, Bekx (1998), pour 2012, Eurostat.
⁴⁵ Selon Eurostat.

3. Le commerce international et son cadre technique : le rôle des banques et les systèmes de paiements internationaux

Cette section vise à décrire le cadre institutionnel et technique dans lequel se réalisent les transactions monétaires correspondant aux échanges internationaux. Le dollar américain, comme les autres monnaies de moindre importance, repose sur des institutions indispensables à la circulation marchande. Souvent ignorées par la littérature, elles sont les canaux et les véhicules des transactions internationales. La section met l'accent sur trois dimensions essentielles et interconnectées de ces institutions : la structure hiérarchisée du système bancaire, le financement du commerce (ou trade finance) et les infrastructures de paiements de grande valeurs en dollar américain (large value payment systems) que sont CHIPS et FEDWIRE.

Introduction : la monnaie et son cadre institutionnel et technique

La section précédente a permis d'observer les usages monétaires de plusieurs régions du monde, mettant en avant la suprématie d'une monnaie, le dollar, dans le commerce international, aux côtés de laquelle quelques autres coexistent. Toutefois, une telle description n'est que partielle : des monnaies étudiées, seul leur libellé apparaît. La monnaie n'y a pas été présentée comme le produit d'un système, ce qui peut amener à se méprendre sur la nature de la monnaie. En effet, se limiter à l'observation des parts de marché des différentes unités de comptes invite à ignorer un aspect institutionnel de première importance, à savoir les infrastructures qui assurent la création et la circulation d'une monnaie. Une telle limitation est assurément un handicap pour comprendre les raisons du succès relatif d'une unité de compte – entendre par là son adoption par de nombreux acteurs dans le monde.

Par ailleurs, de nombreux travaux historiques sur l'internationalisation du dollar américain insistent sur l'importance des structures bancaires et des instruments déployés par les banques dans le financement des échanges internationaux (Broz, 1999 ; Eichengreen et Flandreau, 2012). L'évolution de ses structures bancaires, d'après ces analyses, a permis au dollar de devenir la monnaie dominante du commerce international. Elles prennent aujourd'hui place au sein de systèmes de paiements en dollar, reconnus comme des structures extrêmement performantes pour les transferts de fonds. Ces éléments invitent à étudier le cadre dans lequel s'opèrent les échanges, des contrats opérés entre les partenaires commerciaux, en passant par les banques qui les accompagnent dans ces démarches, jusqu'aux banques centrales qui fournissent des services indispensables aux banques commerciales, afin que celles-ci mènent à bien leurs activités internationales.

Dans cette partie, nous montrons que la monnaie est associée à un dispositif institutionnel à la fois hiérarchique et décentralisé, caractéristique de son économie. Dans les capitalismes que nous connaissons, la monnaie apparaît dans le financement des activités économiques. Cette affirmation s'oppose à la théorie de la monnaie marchandise selon laquelle, dans ses représentations les plus caricaturales, la monnaie est exogène et pourrait tout aussi bien être jetée depuis un hélicoptère⁴⁶.

Dans les pratiques, les moyens de paiement du commerce international sont liés à la production et à la circulation de marchandises mais sont aussi des conventions qui se manifestent sous des formes variées, dont les standards seront exposés dans la première section. La seconde section rappelle le fonctionnement du système bancaire en tant qu'ensemble hiérarchisé. La troisième ambitionne d'exposer le fonctionnement des systèmes de paiements qui permettent la circulation de la monnaie sur le plan international. Comme la monnaie dominante est le dollar, cette troisième section insistera sur les structures spécifiques au dollar qui permettent, à l'échelle internationale, un service de crédits et de paiements dans la monnaie américaine.

Le commerce international, son financement, et la monnaie

Avant d'étudier comment s'opèrent les transactions du commerce international, rappelons que chaque opération commerciale est une opération de crédit :

Toute opération commerciale est une opération de crédit au sens de *confiance*, puisque le paiement lui-même n'est rien d'autre qu'une promesse de pouvoir d'achat qui ne se concrétise que lors d'un achat ultérieur. En cela, tout paiement monétaire est une promesse d'un achat futur possible. Lorsqu'un compte bancaire est crédité en paiement d'une marchandise, ce crédit est théoriquement *en charge* – pour reprendre l'expression de Bernard Schmitt – d'une fraction du produit réel associé à cette monnaie. L'échange étant séquentiel, la vente d'une marchandise est une opération qui aboutit à créditer un compte, correspondant à un droit futur à consommer une fraction du produit réel. Une idée que l'on trouve chez Georg Simmel (1987, p. 197), ou chez André Orléan, ce dernier rappelant qu'il faut « l'achat effectif d'une nouvelle marchandise pour que la validité de l'argent se voie provisoirement confirmée » (Orléan, 2011, p. 191).

Pour réduire, sinon éliminer le risque d'un défaut de la partie adverse, les parties contractantes peuvent faire appel à diverses formes de documents servant d'assurance. Ce sont des banques déjà impliquées dans la transaction qui offrent ces services, tels que les lettres de crédit.

⁴⁶ Le terme est associé à Milton Friedman, éminent représentant de la théorie quantitative de la monnaie, qui fait référence à la métaphore de l'hélicoptère jetant des billets (Friedman, 1969, p. 5).

En outre, toute opération commerciale nécessite un financement puisqu'un des deux agents doit supporter le coût de l'opération le temps d'en obtenir la contrepartie. C'est le cas par exemple lorsque les importateurs n'ont pas les encaisses préalables pour régler la facture avant que la marchandise ne quitte l'entrepôt de l'exportateur. Dans ce cas l'échange a besoin, lui aussi, d'opérations de crédit. D'où le recours fréquent au *trade finance*.

Gardiner (2004, p. 131) fournit un exemple qui illustre l'importance du crédit dans le commerce. Au moyen d'une représentation schématique, il montre la nécessité de ce crédit pour l'existence même des activités économiques dans un cadre où le travail est divisé dans la société. Son exemple est le suivant : dans une société où un chasseur a besoin de flèches pour chasser, mais que celui-ci n'a aucun gibier à échanger (du moins jusqu'à ce qu'il ait repris son activité), le chasseur doit faire une promesse d'un paiement futur (en gibier ou autre) pour obtenir des flèches. En d'autres termes, il demande un crédit. Le fabricant de flèches, aura alors besoin de bois, mais n'aura pas nécessairement de quoi payer ce bois ; il contractera alors un crédit auprès du marchand de bois contre une part du butin du chasseur, etc. Pour Gardiner (2004, p. 163), le *trade credit*, défini comme l'offre de biens ou de services en échange d'un paiement ultérieur, est la plus ancienne forme de crédit⁴⁷.

Qu'en est-il des opérations commerciales *internationales* ? Elles sont régies par des pratiques spécifiques qui ont évolué dans l'histoire et qui varient selon les acteurs, leur localisation, et le type de transactions.

Il existe deux types de transactions dans lesquelles l'opération n'a pas recours à un produit financier offert par une banque. On parle d'*open account* lorsque les deux partenaires s'accordent pour se contenter d'une simple facture, ce qui, du point de vue de l'importateur, est le plus avantageux car ne nécessitant aucun frais bancaire supplémentaire. L'*open account* existe surtout dans les cas où l'exportateur et l'importateur ont déjà établi une relation commerciale par le passé, car dans un tel cadre, la confiance est primordiale. Cela n'est donc possible que dans certains cadres dans lesquels les risques de défauts sont faibles, notamment lorsque qu'une relation commerciale a déjà eu lieu entre les deux partenaires par le passé. L'*open account* est répandu en Europe et en Amérique du Nord, En raison de la confiance qu'inspire le cadre légal de ces régions (Eren, 2003, p. 261). La pratique du *cash-in-advance* est son contraire : c'est l'importateur qui supporte l'ensemble du risque puisqu'il paie sa marchandise à l'exportateur avant que celle-ci ne lui parvienne.

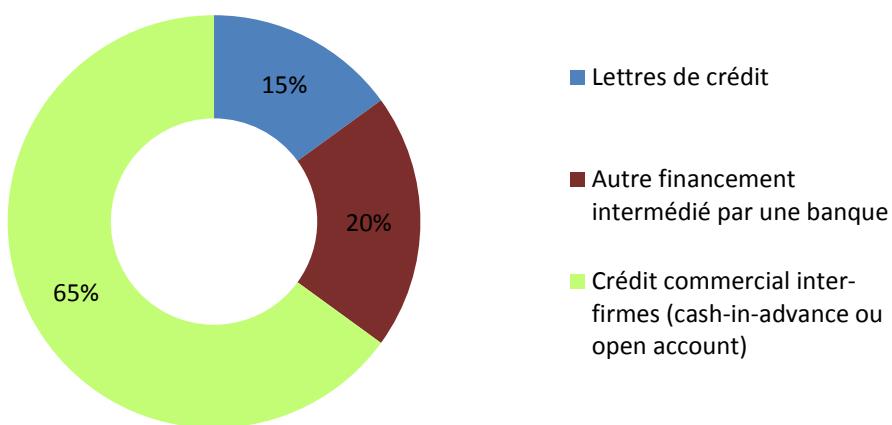
⁴⁷ Minsky (2016, p. 494) affirme dans ce sens : « Avant l'apparition du capitalisme industriel moderne, la monnaie de banque était principalement créée en finançant le commerce, c'est-à-dire des biens en cours de production et de distribution. Le label « banques commerciales » correspond en fait à la domination originelle de ce type de financement dans l'activité bancaire ».

Voyons maintenant les autres accords qui existent dans les échanges internationaux, et qui nécessite l'intervention d'un tiers. On en recense deux catégories :

- Les *documentary collections* (ou D/C) : L'exportateur charge sa banque de collecter, via une banque proche de l'importateur, le paiement d'un bien déjà expédié. C'est une solution intermédiaire, entre le *cash in advance* et l'*open account*. L'exportateur peut demander une avance de la part de sa banque en échange du document. La banque est alors remboursée par l'importateur. Le cas échéant, elle peut éventuellement débiter le compte de l'exportateur.
- Les lettres de crédit (ou L/C) : un accord écrit, en règle générale irrévocable, qui prévoit le paiement d'une somme donnée à une date fixée au préalable, typiquement 90 jours. L'accord ne peut être amendé ou annulé, sauf si le bénéficiaire (l'exportateur), l'accepte. Ce contrat est extrêmement sécurisé. Les lettres de crédit sont des moyens de financements pour les partenaires commerciaux, puisque les banques paient aux exportateurs le montant prévu de la transaction, dont elles déduisent un pourcentage qui les rémunère.

Il n'est pas anodin que les banques soient elles-mêmes amenées à offrir des produits tels que les lettres de crédit. Les marchandises qui sont échangées servent de collatéral pour la banque. Ces accords sont des opérations financières qui donnent lieu à des émissions de titres et à des marchés plus ou moins liquides selon les périodes et les places financières considérées. Jusqu'à la Première Guerre Mondiale, la Grande-Bretagne dominait l'activité du financement du commerce international, après quoi les Etats-Unis sont devenus dominants et ont favorisé l'émergence de marchés liquides pour absorber les titres de financement du commerce en dollar.

Figure 8: Le financement du commerce international. Un aperçu schématique (part du commerce mondial, en pourcentage)



Source : Figure de l'auteur à partir de BRI (2014, p. 9)

Un groupe d'étude de la Banque des Règlements Internationaux a estimé qu'en 2011, le financement du commerce international par l'intermédiaire de banques a représenté entre 6,5 et 8 trillions de dollars US, dont 2,8 trillions correspondaient à des lettres de crédit. Environ un tiers du commerce mondial est supporté par au moins un

produit bancaire de financement du commerce (BRI, 2014, p. 8). La même étude estime que les lettres de crédit représentaient en 2011 environ 15 % du commerce international (voir figure 8). En pratique, la participation des banques au commerce international est loin d'être récente.

« L'intervention des banquiers dans le commerce international prend des formes multiples, depuis le simple transport de fonds jusqu'à la garantie de paiement ; elle est devenue aujourd'hui l'un des facteurs indispensables de ce commerce, tant à l'exportation qu'à l'importation » (Hamel, 1935, p. 207).

Ainsi, un banquier finance le commerce d'exportation « lorsqu'il permet au commerçant exportateur d'attendre les paiements de sa clientèle étrangère ou lorsqu'il le garantit contre les défauts de paiement de cette clientèle » (Hamel, 1935, p. 237). A l'inverse, dans le cadre d'un crédit à l'importation, son rôle est « de faire aux commerçants importateurs les avances qui leur permettront de payer les marchandises avant d'en avoir assuré la revente » (*ibid*, p. 237).

Pourquoi aborder cette question, à première vue technique et financière, dans l'étude de la monnaie internationale ? Il s'avère que l'internationalisation du dollar américain, de même que l'internationalisation des monnaies qui l'ont précédé, s'est largement appuyée sur les documents associés aux règlements du commerce international. L'existence d'instruments sophistiqués ainsi que d'espaces sur lesquels ceux-ci peuvent être revendus – c'est-à-dire l'existence d'une liquidité relativement élevée pour de tels documents – est primordiale pour que la monnaie dans laquelle sont libellées les marchandises soit effectivement celle dans laquelle se règlent les échanges.

Au XIX^e siècle et jusque dans les années 1920, le *trade credit* se faisait en livre sterling, tout comme la monnaie du commerce international était la livre sterling. Pour Eichengreen et Flandreau (2012), trois éléments expliquent alors cette domination : 1) une longue tradition marchande, qui se situe dans l'héritage historique du Royaume-Uni ; 2) un large marché secondaire pour revendre les créances sous diverses formes (y compris des titres en *packages*) ; 3) la présence de la garantie de la *Bank of England*, qui s'affirme clairement comme le prêteur en dernier ressort auprès des organismes de financement du commerce international, ce qui a pour effet de renforcer la liquidité des titres associés à ces financements⁴⁸. Par ailleurs, aux Etats-Unis, jusqu'à la veille de la première guerre mondiale, les contraintes juridiques sont fortes et inhibent l'émergence d'un marché susceptible de bousculer la configuration de la livre sterling dominante.

⁴⁸ Avant 1914, comme l'indique Dahl (1967, p. 102): "London was the dominant financial center, and the financing of U.S. foreign trade continued to remain largely in the hands of London banks". Young (1999) explique le système de financement du commerce international, ainsi que la manière dont la *Bank of England* pouvait utiliser son taux d'intérêt pour faire varier le volume de ses engagements financiers. Au final, Londres disposait d'assez peu d'or mais grâce à ces mécanismes et à son rôle de centre financier, n'en avait guère besoin.

C'est la première guerre mondiale qui a rendu possible une modification de la configuration monétaire internationale. Avec elle, le *trade credit* émanant de Londres (ainsi que celui des autres places en Europe) a été suspendu ou fortement ralenti, notamment à cause de contrôle sur les changes britanniques, ce qui donne l'opportunité aux Etats-Unis de se lancer dans le financement du commerce international (Burk, 1991, p. 362). Rappelons que la *Federal Reserve* venait d'être créée, en 1913. Celle-ci autorisa la revente des *trade acceptances*, et se comporta comme un prêteur en dernier ressort en apportant des garanties sur le marché de ces titres. La livre, dès les années 1920, se trouva donc en situation de duopole avec le dollar. C'est à cette époque que la Reserve Fédérale a fourni des efforts pour rendre son marché en dollar attractif par rapport à celui de Londres, en livres sterling.

Dans la période qui suivit la crise de 1929, la valeur des *dollar acceptances* s'est effondrée (bien plus vite que les bons similaires en livres sterling). Toutefois, les données d'Eichengreen et Flandreau montrent alors deux monnaies en compétition, presque à même niveau, et non une domination britannique affirmée. C'est donc bien dans l'entre-deux-guerres que l'émergence du dollar s'est produite, et cela en grande partie grâce au financement du commerce international. Après la seconde guerre mondiale, et surtout à partir de la fin des années 1950, les banques américaines ont considérablement développé leurs opérations à l'international, pour accompagner l'essor de l'économie américaine et celui des entreprises multinationales américaines qui ont naturellement éprouvé le besoin de services bancaires et d'une assistance financière.

Le caractère « indispensable » du financement du commerce international pour l'existence même de ce dernier tel que l'évoquait Joseph Hamel en 1935 se vérifient encore à notre époque, comme le montrent les différentes études récentes sur le *trade finance*. La crise de 2008-2009, qui a généré un *credit crunch* et une pénurie de dollar à l'échelle globale, et notamment en Asie, a largement pénalisé le commerce international. Plusieurs études empiriques montrent que le commerce international a largement subi la crise au travers du canal de la finance, de nombreuses transactions ne pouvant tout simplement pas avoir lieu, les structures bancaires n'assurant plus leur rôle dans la circulation des marchandises (Malouche, 2009 ; Ahn *et alii*, 2011). C'est également ce que rapporte une étude de la Banque des Règlements Internationaux.

“Much of global trade is priced and settled in dollars, and so is trade finance. Indeed, a key condition for the ability of many banks to provide trade finance is their access to US dollar funding. Reduced US dollar funding in the wake of the Lehman failure, for example, was one of the key reasons for the Brazilian and Korean central banks to directly support trade finance markets.

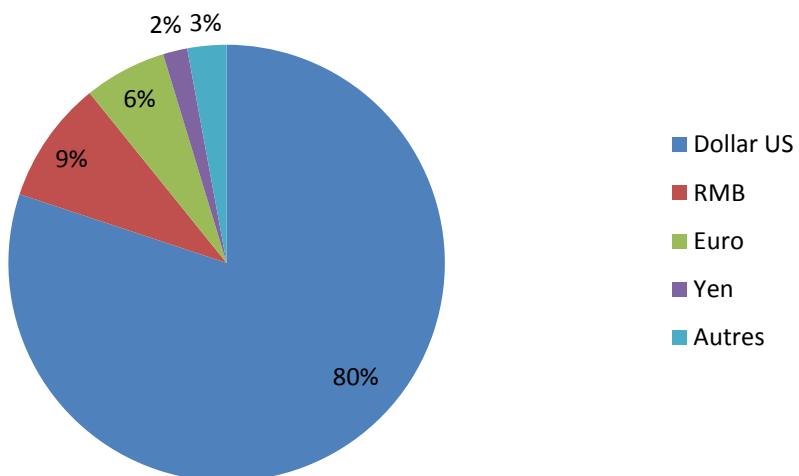
Consistent with the US dollar's predominant role as the currency of denomination for invoicing trade outside Europe, and the heavy use of L/Cs in Asia, the US dollar is also the dominant currency of denomination for payments via L/Cs. More than 80% of the L/Cs are settled in US dollars. The euro is the second most important currency, but it has only a small share, which declined from 10% in 2010 to 7% in 2012. The renminbi, on

the other hand, appears to be gaining market share, though from a low base" (BRI, 2014, p.13).

Ce passage, tiré d'un rapport de la Banque des Règlements Internationaux, évoque trois tendances majeures dans le financement du commerce international : la prédominance du dollar US, largement en tête avec 80 % des lettres de crédit libellées en dollar, le déclin de l'euro depuis 2010, et enfin l'importance croissante du renminbi dans le commerce international. Notons au passage que ces trois tendances sont précisément celles que nous avons fait ressortir de l'étude des principales monnaies de facturation dans la section précédente.

Depuis 2009 – nous l'avons brièvement évoqué plus haut –, la Chine procède à une internationalisation rapide de sa monnaie. Si les canaux de l'internationaux du RMB sont divers, le financement du commerce international en est un. D'après SWIFT, le RMB est devenu en octobre 2013 la deuxième monnaie la plus utilisée dans le financement traditionnel du commerce international (soit les lettres de crédits et collections). L'agence de crédit à l'exportation chinoise, l'*Export-Import Bank*, prend part elle aussi au financement du commerce de la Chine en même temps qu'à l'internationalisation de la monnaie chinoise⁴⁹.

Figure 9 : Les monnaies du financement du commerce international (lettres de crédit et documents), en pourcentage du total



Source : SWIFT

L'internationalisation de la monnaie est donc liée à des opérations de crédit, ce qui est rarement évoqué dans l'étude de l'internationalisation des monnaies⁵⁰. Cette carence trouve son origine dans la distance existant entre monnaie et finance dans la

⁴⁹ "The Chinese Ex-Im Bank (the largest such institution in the world, about 25 percent bigger than the US Ex-Im Bank in terms of assets) denominates all its loans in RMB" (Vallée, 2012, p. 11).

⁵⁰ On trouve cependant des références aux activités bancaires de financement du commerce international et du recyclage de ces crédits sur des marchés secondaires chez Broz (1999) ainsi que Eichengreen et Flandreau (2012).

théorie dominante, que nous appellerons la macroéconomie standard (voir la section suivante *infra*). Basée sur une approche exogène de la monnaie, la théorie dominante voit dans la monnaie un élément privatisable, et dont la relation de crédit n'est qu'un dérivé pratique. Cette relation entre monnaie et crédit est donc insignifiante d'un point de vue théorique, selon l'approche standard.

Toutefois, Grassman (1972), dans son analyse des choix de monnaies de facturation, attribuait un rôle important aux institutions monétaires et financières dans la domination de certaines monnaies dans le commerce international.

“The predominance of the U.S. dollar and the pound in international payments is probably in part due to the fact that banks in the USA and London have a longstanding key position in the financing of international trade” (Grassman, 1972, p.79)

A travers leur participation active, les principaux centres financiers (en particulier Londres et New York) ont assuré le financement du commerce international (Cassis, 2006). Les institutions bancaires de ces centres financiers ont assumé ce rôle, qui impliquait notamment de supporter le temps de réalisation des transactions commerciales. Tandis que dans la production, la monnaie permet l'écoulement de la production – son reflux correspond au temps que mettra le produit à s'écouler auprès des services producteurs – dans l'échange, les instruments fournis par les banques pour assurer la transaction correspondent au besoin des partenaires commerciaux se retrouvant temporairement dans la nécessité d'obtenir des liquidités pendant le temps durant lequel le produit doit être acheminé. Le système bancaire est donc central dans l'échange. Il existe ainsi des passerelles logiques entre ce que l'on vient de constater, à savoir le caractère indispensable des opérations de crédit dans la réalisation de l'échange, et les théories de la monnaie endogène, qui raisonnent en termes d'économie monétaire de production, selon lesquelles l'accès au crédit est déterminant et conditionne la production⁵¹. Si les banques sont incontournables dans la production et de manière générale dans le fonctionnement de l'économie monétaire de production, elles conservent un rôle central dans l'accès au moyen de paiement par des non-résidents. Dans l'économie monétaire de production, la banque est nécessaire pour les avances faites aux entreprises. Le commerce se déroule naturellement en tant que validation de la production sur le marché par les consommateurs qui dépensent leur revenu. Le commerce est induit dans la production, au moyen de la monnaie qui rémunère les forces productives. Toutefois, le circuit se complique au niveau des échanges internationaux. En l'absence d'une monnaie supranationale émise par une institution supranationale, les échanges marchands entre des agents d'espaces monétaires distincts nécessitent des opérations bancaires de crédit et de débit auprès de non-résidents afin que soient

⁵¹ “In circuit theory, consumers cannot buy goods until they get paid, and firms cannot pay their employees unless they get advances from banks” (Lavoie, 2013, p. 6).

véhiculés les marchandises. Nous développons ce point dans les deux sous-sections suivantes.

La banque est donc un acteur essentiel pour réaliser les échanges : elles effectuent parfois des opérations de financement du commerce, et fournissent si besoin des assurances afin de garantir les partenaires commerciaux contre le risque d'un défaut. Les banques sont en revanche *systématiquement* mobilisées dans le commerce international pour acheminer les paiements. C'est sur ce dernier point que le reste de cette sous-partie se focalise.

La monnaie, la banque, et les relations interbancaires

Dans les économies monétaires modernes, l'ordre monétaire prend place dans des structures complexes, mais qui peuvent être schématisées. Ces structures comportent des banques à plusieurs niveaux, qui, au total, forment un système de paiements. Cette section ainsi que la suivante ambitionnent d'en décrire le fonctionnement, en commençant par décrire le processus au sein duquel les banques sont les institutions qui émettent la monnaie.

Les théories modernes de la monnaie reconnaissent dans une économie monétaire trois catégories d'acteurs. Les agents non-financiers (catégorie que l'on pourrait elle-même subdiviser en deux, les entreprises non-financières et les salariés), les institutions financières, et la banque centrale. Ces trois catégories sont exhaustives, c'est-à-dire qu'aucun membre de la société n'y échappe. Elles définissent ces acteurs selon le rapport différent qu'ils entretiennent avec la monnaie, représentés dans la figure 10 ci-dessous.

Figure 10 : Le système de paiement hiérarchisé

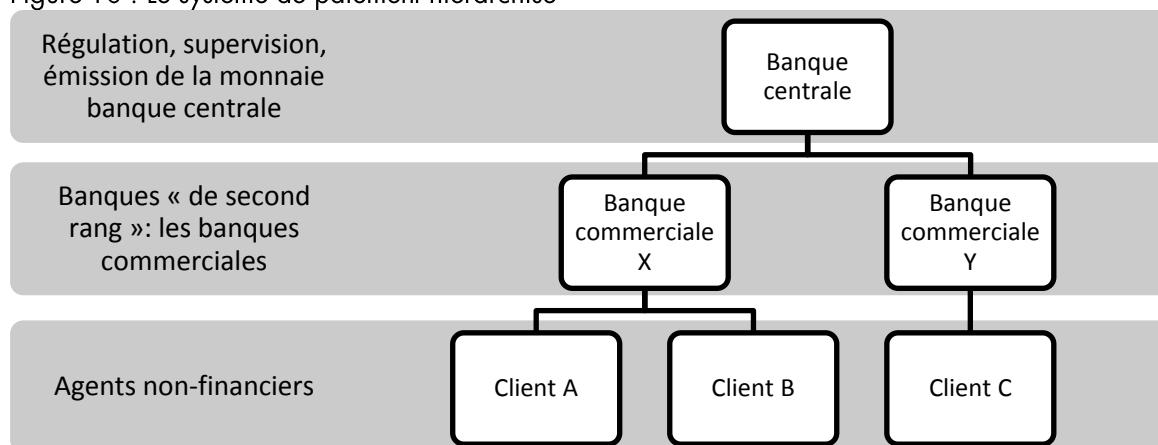


Figure de l'auteur

Les premiers sont les agents qui ont pour point commun de ne pas être des banques. Ils sont impliqués dans des transactions dans lesquelles ils ont besoin d'un moyen de paiement. Membres d'une communauté marchande, ils règlent leurs achats au moyen de paiements monétaires, mais ne peuvent régler leur dette en émettant eux-mêmes une monnaie, puisqu'un agent ne peut régler une dette avec une nouvelle dette.

Le *principe de distanciation* (Schmitt, 1975) dans la théorie de la monnaie est au cœur de la problématique qui nous concerne. Ces agents se règlent au moyen d'un moyen de paiements émis par une institution située à un étage supérieur, d'une nature différente, la banque. En réalité, il n'existe pas une seule institution bancaire. Le secteur bancaire est fragmenté. Il est d'ailleurs caractérisé par une concurrence qui s'est accrue ces dernières décennies.

Si le système bancaire commercial est lui-même décentralisé, c'est pour différentes raisons : des raisons d'organisation, d'accès à l'information, de proximité avec les demandeurs de crédit, sachant que la relation de crédit reposant sur la confiance en la viabilité d'un projet. C'est donc finalement pour des raisons d'efficacité et de coûts que se justifie la décentralisation du système bancaire, comme le souligne Leland Yeager (2007).

“Clearing could conceivably be accomplished by a central agency that would receive and maintain detailed information about the values of each trading unit's purchases and sales and then accomplish the offsetting on its own books. This centralized method would be unwieldy and expensive, however, and the Big Brother aspects ominous. A more attractive method is decentralized, using currency and accounts in many competing banks to keep track of and settle claims and obligations” (Yeager, 2007, p. 198).

La compétition accrue des banques est contrebalancée par une tendance à la concentration du secteur bancaire, qui se manifeste surtout en période de crise, puisque les grandes banques inspirent plus confiance que les plus petites (Dow, 2012, p. 46). Toutefois, le système bancaire est d'une certaine manière lui-même centralisé, par le truchement de la banque centrale. La banque centrale joue le rôle de centralisateur par nécessité, car les banques commerciales décentralisées ont besoin d'un moyen de paiement qui leur permette de régler leurs dettes interbancaires. Là encore, le principe de distanciation intervient et rend nécessaire pour des banques de se tourner vers un étage supérieur, légitimé par la communauté des banques elles-mêmes, pour émettre le moyen de paiement interbancaire. L'intervention de la Banque centrale s'emploie également à homogénéiser les dettes bancaires, utilisées par les agents non-financiers.

L'histoire monétaire des Etats-Unis est particulièrement parlante et illustre bien cette nécessaire hiérarchisation du système bancaire. La préhistoire de la *Federal Reserve* a été caractérisée au XIX^e siècle par des crises récurrentes de paiements interbancaires, particulièrement nuisibles à l'économie américaine. L'issue de chacune de ces crises a été à chaque fois l'émission de certificats par la *Clearinghouse* de New York, *de facto* l'étage ultime du National Banking System de l'époque, permettant le rétablissement des paiements interbancaires (voir Aglietta, 1994 ; Le Maux, 2001, ainsi que l'étude très complète de Sprague, 1910). Ce n'est donc pas un crédit bancaire de sa propre signature qui permettra à une banque A d'honorer la dette qu'elle a auprès de la banque B, mais une créance provenant d'une autorité supérieure, prenant généralement l'appellation, dans nos sociétés modernes, de Banque centrale.

Ces principes de hiérarchisation du système bancaire constituent le schéma assurant le fonctionnement d'une économie monétaire de production. On parle d'économie monétaire de production car c'est à travers la production – avec la rémunération des services producteurs – que se crée la monnaie, les banques se contentant d'accorder des crédits⁵². En effet, les banques ont « seulement » le pouvoir (considérable) de créer un nombre à leur actif et à leur passif lorsqu'elles octroient des crédits⁵³. De ce fait, elles n'ont pas la capacité de créer un pouvoir d'achat *ex-nihilo* car le pouvoir d'achat est réellement formé dans la production, la monnaie est ainsi intégrée à la production. La question se pose alors de savoir ce qui différencie les banques des autres agents financiers (Monvoisin, 2013 ; Dow, 2012).

En dehors de la Banque centrale, les banques commerciales sont les seuls agents à avoir la capacité de créditer la monnaie. Leur activité bancaire est définie par la connexion très spécifique qu'elles ont avec la banque centrale. En revanche, elles n'ont pas le monopole de l'activité d'intermédiation. D'autres agents ont la capacité – et en usent – de se lancer dans des activités d'intermédiation. Toutefois la monnaie, apparaissant sous la forme d'une écriture comptable, ne peut avoir d'autre origine que le système bancaire, après quoi seulement elle pourra faire l'objet d'intermédiation. La capacité à émettre la monnaie qui sert de financement aux activités de production est bien le monopole du système bancaire traditionnel, dont la régulation est par ailleurs débattue, et on comprend bien pourquoi : puisque toute unité de monnaie a pour origine le système bancaire, l'orientation de l'activité économique, les dérives du système financier ou encore le développement du *shadow banking* passent donc nécessairement à travers lui (voir à ce sujet la contribution de Mehrling *et alii*, 2015). Le système bancaire est donc au centre de la forme actuelle du capitalisme.

Les banques se différencient des autres acteurs par leur statut qui leur permet d'obtenir des avances de la part de la Banque centrale, c'est-à-dire le droit de présenter des découverts. Le fonctionnement des économies modernes est ainsi caractérisé par une économie de découvert – en anglais *overdraft economy* – avec son système bancaire hiérarchisé (Lavoie, 2014, p. 205-206). C'est donc bien leur relation spécifique avec la Banque centrale et leurs propres interconnexions que les banques se distinguent des autres acteurs de l'intermédiation financière. Les banques sont des parties prenantes du système de paiements dans la mesure où elles sont en charge d'en assurer l'intégrité et le fonctionnement. En cela elles assurent une fonction essentielle des économies de marché modernes.

⁵² Crédit qui sont accordés en amont et qui sont bien évidemment indispensables à l'économie monétaire, puisque dans de nombreux cas, ils conditionnent la production.

⁵³ « Despite numerous monetary-circuit authors referring to 'credit money' in their writings, all that banks can do (and do indeed) is to enter a number (of money units) in their assets and liabilities whenever they issue the means of final payment between any two agents » (Rossi, 2015, p. 216).

Nous pouvons ainsi affirmer que l'émission puis les transferts de monnaie au sein du système de paiement définissent la spécificité du système bancaire. Cette présentation étant faite, nous pouvons tenter d'associer les principes de l'économie monétaire (et de son système bancaire) avec les institutions de la monnaie de référence du commerce international, le dollar. Dans le cadre de l'étude de la monnaie du commerce international, il est important de connaître les procédés par lesquels le dollar est véhiculé. Les transferts internationaux de dollars prennent place au sein d'un certain nombre de structures dont la description est faite dans la section suivante.

Les paiements interbancaires et systèmes de paiements internationaux

Nous venons d'exposer succinctement quelques principes fondamentaux du fonctionnement de l'économie monétaire moderne. La description du système bancaire à plusieurs étages confère au système de paiement un rôle essentiel et dont la Banque centrale a pour devoir de préserver l'intégrité. Il en va de la stabilité de l'économie entière. C'est pourquoi les auteurs circuitistes et postkeynésiens insistent sur l'établissement, par les autorités monétaires, de critères et contreparties exigées des banques afin que les activités de celles-ci ne provoquent pas la désintégration de l'ensemble du système, car une crise du système de paiement paralyse les activités d'échange et de production. Ajoutons que par cette dimension, celle du système de paiement, la théorie circuitiste présente des analyses auxquelles on peut associer certains travaux de l'institutionnalisme monétaire français.

La monnaie, telle qu'on vient de la traiter, est un élément essentiel à la coordination de toute économie décentralisée de propriété privée (pour reprendre l'expression d'Aglietta et Cartelier (1998, p. 131)), indispensable au fonctionnement de l'économie marchande. Une telle économie ne peut être conçue sans un système de paiement, seul à même de coordonner les situations des individus, tantôt créanciers, tantôt débiteurs selon leurs activités. Ainsi, « le marché n'est pensable que sur la base d'un présupposé institutionnel précis appelé 'système de paiement' », et « les divers systèmes monétaires historiquement observables dans les économies de marché relèvent tous d'une théorie unitaire fondée sur cette notion de système de paiement » (Aglietta et Cartelier, 1998, p. 133). Si nous essayons d'étendre cette vision à l'économie internationale, nous devons alors nous demander comment se réalisent les paiements internationaux ?

Dans le commerce international, ce sont les mêmes agents et les mêmes structures bancaires qui se chargent de réaliser les paiements. Cependant, les structures bancaires doivent s'accommoder d'un élément qui est loin d'être un détail. Comme en a été fait l'exposé dans la section précédente, les paiements s'opèrent dans une monnaie

nationale⁵⁴, le plus souvent le dollar. Les structures bancaires des pays dont la monnaie nationale n'est pas le dollar doivent en tenir compte, tant que le dollar US est la monnaie dominante du commerce international. Les agents qui commercent se voient donc confrontés au problème de l'accès à la liquidité mondiale. Sachant le dollar une monnaie nationale, les agents qui commercent dans le monde entier, et le plus souvent en dollar (comme l'a montré la sous-partie précédente), doivent se frayer un accès aux structures bancaires du pays d'émission de la monnaie, c'est-à-dire aux structures bancaires qui ont un accès au refinancement de la *Reserve Fédérale* en dollar. Cette contrainte est particulièrement visible en période de crise, ce qui force d'ailleurs la *Federal Reserve* à assumer des interventions massives et à modifier son bilan en profondeur (Mehrling, 2011). Les paiements interbancaires impliquent une connexion à la monnaie banque centrale, et donc à la FED. Si le dollar US devait être supplanté par une autre monnaie *nationale*, le problème ne changerait d'ailleurs pas de nature⁵⁵.

Dans le cas du dollar, les paiements internationaux les plus importants – en anglais *Large Value Payments Systems* – qui permettent le transfert de l'essentiel des dollars dans le monde sont réalisés au moyen de deux institutions, FEDWIRE et CHIPS, auxquelles sont connectées des « participants », c'est-à-dire des banques internationales américaines ou des banques étrangères disposant d'une branche américaine et d'une licence bancaire américaine⁵⁶. En outre, ces institutions utilisent, pour effectuer leurs transferts, une messagerie financière fournie par SWIFT, une institution qui détient le monopole de ce marché (voir encadré 2).

FEDWIRE est un service fourni par la Réserve Fédérale connectant les différentes *Reserve Banks* du pays entre elles, gérant principalement les transferts domestiques des banques américaines connectées à ce réseau. FEDWIRE étant un système RTGS (pour *Real Time Gross Settlement*), les transferts au sein du réseau sont opérés en temps réels. La figure 11 représente de manière schématique une transaction internationale utilisant le système de paiement FEDWIRE, impliquant un exportateur allemand et un importateur américain, et leur banque correspondante. Nécessairement, l'entreprise allemande et sa banque doivent établir une correspondance avec une banque américaine ou une banque internationale disposant d'une licence américaine et d'une connexion avec le système de paiement supervisé par la Réserve Fédérale, afin de réaliser le transfert.

⁵⁴ Ou éventuellement dans une monnaie régionale comme l'euro, monnaie de tous les pays de l'eurozone.

⁵⁵ Ce point est important : la crise de 2007-2008 a été l'occasion de propositions de réformes du système monétaire international. Toutefois, un certain nombre de ces propositions, comme celles formulées par les autorités chinoises (Zhou, 2009) visent à proposer d'améliorer la *liquidité* internationale, notamment en diversifiant les monnaies nationales comprises dans le panier des DTS (Droits de Tirages Spéciaux). De telles mesures, si elles venaient à s'appliquer, ne résoudraient pas la question fondamentale de l'asymétrie du système monétaire international, comme l'expliquent Amato et Fantacci (2014). Le centre de gravité de ce système monétaire international serait certes déplacé, il n'en resterait pas moins asymétrique puisque reposant sur l'usage transnational de monnaies nationales.

⁵⁶ Bien que les systèmes de paiement aient évolué depuis les années 1990, voir Menger (1992) pour une introduction au fonctionnement du système de paiement américain.

Figure 11: Transaction commerciale internationale en dollar U.S. au moyen de banques correspondantes et du réseau FEDWIRE®

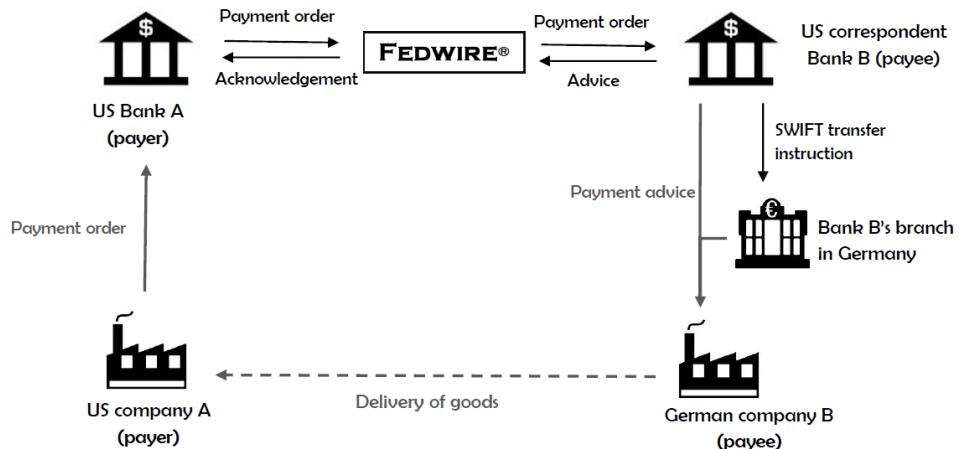


Figure de l'auteur, basée sur des documents disponibles sur le site internet de FEDWIRE®.

Le principal système de paiement américain est une chambre de compensation qui parvient à économiser la liquidité. CHIPS (pour *Clearing House Interbank Payments System*) est une société privée issue de la coopération bancaire, connectée à la *Federal Reserve Bank of New York*, qui gère les transferts internationaux selon une méthode particulière : les banques participantes fournissent un *prefunding* de départ en monnaie Banque centrale ; les opérations de paiements sont, dans la mesure du possible, réalisées en temps réel, puis à la fin de la journée, les paiements mis en attente sont réglés à chaque membre après être passés dans une chambre de compensation suivant les principes d'un *multilateral netting system*, c'est-à-dire que seuls les soldes globaux des participants vis-à-vis de la structure sont opérés en fin de journée. Ce principe permet d'économiser les montants de monnaie banque centrale nécessaires pour réaliser les paiements : 1 dollar US de *prefunding* permet le transfert de 500 dollars au sein de CHIPS. Ce n'est qu'en fin de journée et de manière résiduelle que CHIPS mobilise FEDWIRE.

Une infrastructure comme CHIPS est primordiale pour les paiements internationaux, car elle offre un cadre sécurisé particulièrement efficient pour opérer les paiements interbancaires de manière optimale (c'est-à-dire optimisant à la fois les liquidités mobilisées et le temps nécessaire pour la transaction), et en utilisant avec parcimonie la monnaie banque centrale servant aux paiements interbancaires.

CHIPS et FEDWIRE transfèrent uniquement des dollars au reste du monde. Les opérateurs disposent, grâce aux intervenants ayant directement une connexion auprès de CHIPS et FEDWIRE, d'une connexion au système de paiements en dollar. Prenons en exemple des producteurs situés dans une zone monétaire dont la monnaie officielle n'est pas le dollar. Les profits sont donc rapatriés dans une autre monnaie que le dollar, et les salaires ne sont pas payés en dollars. Pour faire le lien entre leurs activités de production, qui sont rarement en dollar dans le monde à l'exception des Etats-Unis, avec leurs activités d'échanges, qui sont le plus souvent en dollars (on l'a vu dans les cartes de la

sous partie précédente), les agents ont besoin d'opérations de conversion de leurs recettes commerciales. Ils ont par ailleurs besoin de se procurer des dollars pour acheter des marchandises à l'international et pour effectuer des investissements à l'étranger. Selon leurs besoins, ces agents vont, via leurs banques, échanger des monnaies sur le marché des changes interbancaire. Ce marché est décentralisé : de nombreuses places financières sont en concurrence pour opérer les transactions (BRI, 2016). Au sein de ce cadre décentralisé, CLS (pour *Continuous Linked Settlement*) se démarque en tant qu'institution offrant des services de règlement pour les échanges de devises puisqu'elle représente environ 60 % du marché des changes sur le plan international. Le reste est opéré par des banques elles-mêmes, ou au travers de transactions bilatérales. Du fait de sa taille, CLS est considéré comme une institution à caractère systémique – un *Systemically Important Payment System* – par la Banque des Règlements Internationaux.

Encadré 2 : SWIFT, fournisseur du standard et support des paiements

Les paiements ont besoin d'institutions bancaires, d'institutions en charge du *clearing*, mais pour leur propre réalisation, même sous un format électronique, ils ont également besoin de s'adosser à des supports reconnus au sein de la communauté de paiement. Les besoins de sécurité dans les transactions internationales, passant par des innovations technologiques majeures dans les transferts de fonds mais aussi dans la communication des ordres de paiements, ont rendu nécessaire la fourniture d'un standard universellement reconnu. SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) offre un service de messagerie financière standardisée, innovant, et sécurisé.

"It is important to note that SWIFT is not a bank or a clearing and settlement institution; it does not manage accounts on behalf of customers nor does it hold funds. [...] SWIFT is responsible for providing the platform, products and services that allow member institutions to connect and exchange financial information" (Scott and Zachariadis, 2012, p. 463).

SWIFT est une organisation sans but lucratif. Son réseau est considérable : des milliers de banques dans plus de 200 pays l'utilisent. L'organisation est en situation de monopole dans son secteur. SWIFT est le résultat de la coopération entre plusieurs banques d'Europe et d'Amérique du Nord au début des années 1970. Au sein du réseau SWIFT, les Etats-Unis sont les plus connectés, comme le montre le travail de Cook et Soramäki (2014). Même si les banques américaines ont été parmi les plus impliquées dans la fondation de SWIFT, la société est basée en Belgique et est par conséquent supervisée par la Banque Nationale de Belgique. SWIFT se définit elle-même comme un acteur neutre dans les relations monétaires internationales.

Le réseau SWIFT est utilisé par les banques – et par certaines firmes – pour envoyer des instructions de paiements. L'institution est vitale pour les transactions internationales et est en mesure de produire elle-même les normes internationales au travers de ses nouveaux produits. SWIFT est donc un acteur désormais incontournable, raison pour laquelle la Banque des Règlements Internationaux considère SWIFT comme un *International Payments Arrangement* d'importance systémique (BRI, 2012).

CLS a été lancé en 2002 par un groupement de banques privées originaires de huit pays différents (Bronner, 2002). Ce lancement s'est produit à la suite de

recommandations provenant des Banques centrales de 10 pays, appelant à une coopération accrue ainsi qu'à des améliorations dans les méthodes de règlements internationaux. En décembre 2014, 17 devises faisaient l'objet d'échanges dans ce système multidevises. On peut toutefois remarquer que le RMB chinois est absent des monnaies échangées au sein de CLS. CLS a un compte dans les livres de la *Federal Reserve Bank of New York* qui est en charge de la supervision de ses opérations. Par ailleurs, CLS doit recevoir un accord écrit de la *Federal Reserve* si toutefois l'institution projetait d'inclure une nouvelle monnaie parmi celles existantes dans la liste (Board of Governors of the Federal Reserve System, 2008, p. 4).

Les transferts monétaires sont réalisés via un intermédiaire et un mécanisme de *payment-versus-payment* (PvP), qui signifie que les deux monnaies impliquées dans l'échange sont transférées sur les comptes des banques participantes seulement quand l'institution intermédiaire les reçoit (Mägerle et Maurer, 2009). Cette pratique vise à éviter le « risque Herstatt »⁵⁷ qui correspond au risque provenant de la fermeture d'une banque insolvable par une autorité de régulation et qui se propage sur les contreparties étrangères de cette banque (Kahn et Roberds, 2001). En juin 2014, on comptait 64 participants directs à CLS Bank. Les autres banques et institutions financières peuvent solliciter indirectement les services de CLS Bank au travers des services offerts par les participants directs de CLS (aussi appelés les *settlement members*). Chacun des membres directs possède un compte dans le livre de CLS, lui-même relié à chaque Banque centrale associée à une des monnaies échangées dans le système. CLS fonctionne comme selon les principes du *multilateral netting system*, calculant une position nette par monnaie pour chacune des banques participantes. Un tel procédé rend possible une réduction du volume de transactions, et par conséquent améliore la position des banques en termes de liquidité.

Ainsi, CLS Bank n'émet pas un moyen de paiements final, comme devrait le faire en théorie un institut des règlements internationaux, mais facilite les paiements en monnaie nationale, en manageant au mieux les positions des participants au système, et en calculant leur positions nettes dans les différentes monnaies participantes du système (Rossi, 2007, p. 96)⁵⁸.

Comme l'explique Ronald McKinnon dans son ultime ouvrage, les échanges internationaux sont confrontés au problème du (n-1) taux de change. Dans un monde qui

⁵⁷ Bankhaus Herstatt était une banque allemande qui a fermé ses portes en 1974, après que les autorités de régulation allemandes la déclarent insolvable. Il en résulte des pertes pour les contreparties étrangères d'Herstatt qui avaient déjà réglé certaines transactions à la banque allemande et étaient encore en attente de la part de celle-ci de certains paiements qui leurs étaient dus.

⁵⁸ Nous pouvons citer ici Sergio Rossi : “the CLS Bank does not issue the means of final payment (across borders) – as does a settlement institution – but merely manages the CLS-based settlement process; that is to say, it monitors the exchange of payment orders and determines all settlement positions” (Rossi, 2007, p. 96).

comporte, disons, 150 monnaies, si chaque monnaie devait calculer son propre taux de change vis-à-vis de chacune des autres monnaies, les échangistes se retrouveraient en présence de 11 175 taux de change bilatéraux. En revanche, l'usage d'une monnaie véhiculaire, un étalon, fait chuter ce nombre à hauteur de 149 paires. Cette réduction est une incitation à utiliser une monnaie véhiculaire qui sera demandée comme moyen de règlement sur les marchés des produits, des services, et des titres financiers, mais aussi sur le marché des changes, c'est-à-dire ayant la capacité d'acheter n'importe quelle autre monnaie. Actuellement, le dollar US est de toute évidence la monnaie dominante sur les marchés des changes : sa part s'élève à 87 % du total des échanges (BRI, 2013), loin devant l'euro (33,4 %) et le yen (23 %)⁵⁹. Ainsi, le dollar US est la monnaie intermédiaire des transactions interbancaires au niveau mondial (McKinnon, 2013, p. 18). Chaque jour, les marchés des changes font circuler un montant – le *turnover* – qui s'élevait en 2013 à 5,3 trillions de dollars. La somme des dollars qui transitent (87 % de 5,3 trillions soit plus de 4,6 trillions) est donc considérable. Pour ces raisons, les marchés des changes ont besoin d'opérateurs disposant de connexions au *Federal Reserve System*, tels que CLS – et ses membres participants.

Ainsi, CLS est un des outils que les banques privées ont créé et depuis lors utilisé selon leurs besoins en devises étrangères pour réaliser leurs transactions internationales. Les monnaies nationales convertibles, telles que le dollar et l'euro, sont transférées via cette infrastructure privée qui est directement connectée à plusieurs systèmes de paiements nationaux, et qui est supervisée par la Réserve Fédérale américaine. La combinaison du système de transfert brut en temps réel (FEDWIRE), d'une chambre de compensation (CHIPS) et de CLS aboutit à un système de paiements reconnu internationalement pour son efficience (FMI, 2010).

Conclusion

Cette section dédiée à la description du système dans lequel s'opèrent les échanges internationaux nous amènent aux résultats suivants :

- Dans la forme prise par le capitalisme actuel, pour un échange international, les coéchangistes passent par des structures bancaires.
- Les échanges internationaux ont besoin d'être financés.
- Les transferts monétaires correspondant au commerce international s'opèrent à travers des systèmes de paiement.

Quelles sont les propositions qui découlent de ces trois points ? Premièrement la monnaie, loin d'être un objet étranger à l'économie de marché, se trouve au contraire à son fondement. Nous nous situons ici dans le sillage de travaux postkeynésiens et institutionnalistes (Aglietta et Cartelier, 1998). L'étude de la monnaie du commerce

⁵⁹ Etant donné que chaque transaction sur le marché des changes implique deux monnaies, la somme du pourcentage des monnaies individuelles s'élève à 200 %.

international permet de les illustrer. Cette section s'est voulue essentiellement descriptive, mais la description de phénomènes monétaire sous-entend le plus souvent des conceptions bien définies de la monnaie. C'est bien le cas ici dans la mesure où la monnaie n'a pas été analysée comme venant réduire des coûts de transaction : elle est intégrée, unie aux transactions, et s'éloigne par conséquent d'une vision instrumentale (ou « métalliste ») de la monnaie.

Deuxièmement, la monnaie utilisée dans le commerce international est un élément largement conditionné par la structure qui se charge d'assurer le financement du commerce international. Si la monnaie est bien souvent analysée comme le véhicule des marchandises, il importe d'étudier avec intérêt ce qui véhicule le véhicule... à savoir la structure en charge de l'émission et de la circulation de la monnaie du commerce. En cela, nous avons étudié dans cette sous-partie trois relations qui nous semblent pour chacune d'entre elles être les moteurs indispensables aux échanges marchands internationaux.

Le commerce international est, comme il en a été question tout au long de cette partie, indissociable des banques et des systèmes de paiements par lesquels les flux de monnaie transitent, du moins dans sa forme contemporaine. En pratique, le dollar est véhiculé par des institutions financières sophistiquées, et disposant de connexions, d'une part à l'international pour rendre le dollar accessible à des agents qui ne sont pas des résidents américains, mais aussi d'autre part, d'une façon ou d'une autre, avec le système de la Réserve Fédérale américaine, de par la nature nécessairement hiérarchique des relations monétaires.

Conclusion de la première partie

La première section a tenté d'offrir une première définition de notre objet d'étude, la monnaie dans les relations commerciales internationales. Son but était de préciser les réflexions de départ, les généralités admises, et les objets d'étude connexes au contraire rejetés dans ce travail. Un passage en revue de la littérature sur la monnaie internationale permet de relever un certain nombre de critères qui appuient le processus d'internationalisation d'une monnaie et que la monnaie est supposée remplir. Cette méthode n'est pas sans défauts, puisqu'elle postule des critères « génétiques » associés à la monnaie, quand bien même la monnaie a connu et connaîtra des formes variées d'existence. Elle est cependant la plus communément adoptée. Elle utilise une certaine observation des systèmes monétaires pour ensuite en déduire qu'il s'agit là d'une norme. Face à cette approche se dégage une approche d'inspiration keynésienne, qui établit une essence à la monnaie internationale, par une transposition de l'échelon national à l'international. Selon l'approche keynésienne et ses prolongements circuitistes et postkeynésiens, la monnaie internationale devrait refléter à l'échelon supranational les rapports monétaires observés à l'échelon national en assurant les échanges entre espaces nationaux de production. La première section tente de prendre une certaine distance avec les approches par les critères, tout en pointant les insuffisances des approches keynésiennes pour expliquer l'adhésion à un système monétaire national. Elle s'est achevée par une tentative de redéfinition positive de la monnaie internationale.

La seconde section a établi un état des lieux des pratiques monétaires dans le commerce international, de manière à prendre connaissance des places qu'occupent respectivement les différentes monnaies nationales dans les échanges internationaux. Cette section aboutit au constat que le dollar est la seule monnaie dominante. Malgré cela, des disparités existent dans les pratiques selon les régions, la monnaie européenne, par exemple, permettant à ses membres de diminuer leur usage du dollar. Enfin, des dynamiques différentes sont à l'œuvre, si l'on compare l'euro, le dollar et le renminbi chinois, ce dernier étant encore très faiblement utilisé, mais ayant connu une rapide expansion à partir de 2009. Pour finir ce chapitre, la troisième section a eu pour ambition de décrire les structures techniques qui assurent au quotidien les transactions monétaires, structures qui sont ainsi indispensables aux échanges internationaux, et indissociables à la monnaie dans la forme que nous lui connaissons.

Ce chapitre a donc souhaité clarifier l'objet d'étude – la monnaie des échanges internationaux. Il s'est proposé de décrypter les éléments qui seront analysés par la suite, dans les deux parties suivantes de cette thèse. En dépit de la priorité accordée à une démarche descriptive, la première partie contient en soi des éléments théoriques. La définition de l'objet d'étude offerte dans la première section suppose au préalable la définition d'un cadre théorique. La monnaie fait en effet partie de ces objets d'étude pour lesquels l'empirique se dissocie difficilement du théorique. Cela est vrai pour l'étude des

systèmes à monnaie métallique, ça l'est encore plus dans l'étude des monnaies modernes : dans la mesure où le phénomène monétaire ne s'observe pas de manière tangible et que son support est essentiellement électronique, la monnaie est envisagée comme un ensemble de relations sociales dont les mécanismes sont à découvrir sur la base d'un exposé analytique. Il suppose lui-même l'adhésion de l'analyste à une certaine conception des individus, de leur comportement, et du fonctionnement des échanges internationaux.

Par ailleurs, si nous mettons l'accent sur le système bancaire et les systèmes de paiements internationaux dans la troisième section de cette partie, c'est parce que nous supposons que la structure que ces institutions forment joue un rôle important dans notre étude. Par exemple, le choix d'insérer une description des systèmes de paiements en dollar est aussi celui qui suppose que la monnaie est une institution prenant forme dans des structures concrètes qu'il convient d'étudier. La monnaie naît dans un système, au sein d'un ensemble de relations déterminantes.

Partie 2 : Les déterminants des choix de facturation

L'expansion de la globalisation marchande et financière suppose l'expansion internationale de la logique du marché. Avec elle, les acteurs sont confrontés à une augmentation des choix possibles, c'est en tout cas ce que sous-entend la rhétorique de la globalisation, qui, en décloisonnant les nations, ouvre la voie à de nouvelles possibilités pour le producteur comme pour le consommateur. Qu'en est-il des choix de monnaies pour facturer le commerce international ? La globalisation devrait amener les coéchangistes à devoir choisir la monnaie des échanges, la plupart des monnaies étant par ailleurs convertibles, donc potentiellement à leur disposition. Toutefois, les choix qui s'opèrent dans les transactions ne sont pas aussi vagabonds, tant ils sont l'objet d'une polarisation autour de quelques monnaies. Ces choix sont en réalité déterminés par des variables macroéconomiques, par des variables politiques, et sont encastrés dans les rapports qu'entretiennent les acteurs avec les institutions de l'économie.

Compte tenu de ces différentes catégories de variables, la globalisation se réduit à un petit nombre de monnaies avec lesquelles les échanges sont réalisés, en dépit d'une intégration croissante de nombreux pays. Il est évident que ces monnaies sont par définition considérées comme acceptables par les agents, y compris lorsqu'elles n'ont pas le statut de monnaie officielle sur le territoire où résident ses utilisateurs, c'est-à-dire sans pouvoir libératoire. Cette partie propose d'étudier les travaux se rapportant aux déterminants des choix de monnaies utilisées dans le commerce international : autrement dit, elle étudie pourquoi elles sont acceptées.

Les travaux que l'on peut associer à ce projet d'étude peuvent être classés en plusieurs groupes de chercheurs aux méthodologies diverses. Nous en avons identifié trois. Le premier ensemble de travaux est celui qui aborde cet objet d'étude avec les

outils de la macroéconomie standard. Ces études vont modéliser les stratégies des firmes pour en faire ressortir le choix optimal de monnaie de facturation. Il s'agit de travaux supposant, de la part des acteurs du commerce international, un calcul maximisateur, en quête d'un risque minimum et d'un profit maximum pour chacune des firmes impliquées. Ces travaux seront étudiés dans la première section.

Le second groupe de travaux, dont nous étudierons surtout les économistes mais dont les analyses sont enrichies par la prise en compte d'analyses issues de la sociologie et de l'anthropologie, est celui de l'institutionnalisme monétaire, par essence interdisciplinaire. Se revendiquant des sciences sociales, l'institutionnalisme monétaire a poursuivi un programme de recherche qui s'intéresse notamment aux crises monétaires et à la pluralité des instruments monétaires, touchant de près à notre problématique. Les facteurs d'acceptation et d'attraction d'une monnaie y sont centraux.

Enfin, un troisième groupe de travaux s'intéresse aux relations monétaires internationales et aux différentes formes d'expression de la puissance et du pouvoir dans ces relations. Le choix de la monnaie pour le commerce international représente des enjeux majeurs pour une série d'acteurs (gouvernements, banques, entreprises exportatrices). Les choix opérés par les acteurs en matière monétaire, y compris pour la facturation et le règlement du commerce, sont imprégnés d'une dimension politique. Mobilisant des travaux de l'économie politique internationale, la troisième section analyse le pouvoir et les éléments politiques dans les choix de monnaie comme des éléments centraux qui ne sont pas toujours intégrés dans les analyses des économistes.

1. Le choix de la monnaie pour les échanges internationaux : les déterminants mis en évidence par la macroéconomie standard

Dans cette section, la littérature macroéconomique sur les choix de monnaie du commerce international est passée en revue. Les travaux théoriques standards et ses applications empiriques permettent de mettre en évidence l'importance de plusieurs facteurs responsables du choix d'une monnaie particulière, tels que la stabilité des prix de l'économie émettrice, ou son ouverture et sa sophistication financière. La section s'achève par un examen critique des hypothèses de départ de ces analyses, qui, sans invalider leurs apports, voit en elles une incapacité à fournir une explication satisfaisante aux choix de monnaies par les parties prenantes du commerce international.

Introduction

Comme le rappelait Paul Krugman en 1984, les travaux de macroéconomie internationale sont devenus dominants dans les années 1970 dans l'étude de l'économie monétaire internationale, au détriment des approches historiques et institutionnelles⁶⁰. Des modèles théoriques traitant des choix de facturation des entreprises à l'international ont vu le jour dans la littérature macroéconomique, afin d'expliquer les choix de concentration sur un faible nombre de monnaies pour les transactions internationales. Cette macroéconomie s'est construite sur des fondements microéconomiques, à travers l'étude des stratégies des firmes. Ces travaux ancrent leur problématique à des préoccupations précises : i) étudier les potentialités d'une monnaie émergente sur le plan international (par exemple, les cas de l'euro, du yen, ou du RMB) ; ii) étudier la persévérance d'une monnaie au travers des périodes (ces travaux portent essentiellement sur le dollar) ; iii) étudier les impacts des choix de monnaie sur diverses variables (taux de change, inflation, profit des entreprises domestiques). Ils ont donc une portée pratique, ils se désignent néanmoins comme des modèles permettant d'établir des variables déterminant la facturation du commerce international.

Nous terminerons cette section par un recensement des déterminants à l'origine des choix de monnaie, dans lequel il apparaît que les coûts de transaction sont récurrents parmi les travaux passés en revue. Derrière l'importance des coûts de transaction, la conception de la monnaie retenue par les travaux passés en revue est celle que l'on

⁶⁰ “Traditionally dominated by historical and institutional approach, international monetary economics in the 1970s essentially became a branch of macroeconomics” (Krugman, 1984, p. 261-262). Cette tendance évoquée par Krugman s'est maintenue jusqu'à aujourd'hui.

qualifie d'*instrumentale*. Ces travaux macroéconomiques portant sur les déterminants des choix de monnaies de facturation du commerce international – à l'instar de la majorité des travaux des sciences économiques en général – pensent le plus souvent la monnaie comme un simple intermédiaire dans l'échange, voué à diminuer les coûts de transaction. Le choix de la monnaie, dans cette conception, est un enjeu de la transaction uniquement dans la mesure où un mauvais choix peut se révéler préjudiciable au niveau des quantités vendues, des prix pratiqués sur le marché de destination, ou des profits rapatriés. La macroéconomie standard va donc chercher à comprendre comment choisir l'instrument optimal. Les propriétés proprement monétaires de ces instruments ne sont à aucun moment étudiées pour elles-mêmes. Aussi, si cette conception permet certains apports théoriques importants dans l'analyse des pratiques de facturation, eux-mêmes validés par des études empiriques, elle ouvre la voie à une critique qui améliorera, de notre point de vue, la compréhension des choix de monnaie pour les transactions internationales.

Revue de littérature

Travaux théoriques

Les premiers travaux se rapportant à l'étude des déterminants des choix de monnaie pour le commerce international sont ceux de Swoboda (1968). Dans son étude, il développe un raisonnement qui fait des coûts de transaction l'élément majeur influençant le choix de la monnaie de facturation. Toutes choses égales par ailleurs – entendre par là que les différentiels d'inflation, de taux d'intérêts soient nuls et que les taux de change ne varient pas – les choix vont se porter sur les monnaies qui présentent les plus faibles coûts de transaction. D'ailleurs, même avec un différentiel de taux d'intérêts désavantageux pour une monnaie, les coûts de transaction se révèlent décisifs⁶¹.

L'ouvrage de McKinnon (1979) a mis en avant la distinction entre biens différenciés et biens homogènes et ses conséquences sur les pratiques de facturation. Les biens homogènes (tels que les matières premières) sont peu facturés dans la monnaie de l'exportateur dans l'intérêt même de ce dernier : cela permet d'éviter que les variations de taux de change se répercutent sur le prix de vente, la demande étant incertaine et bien souvent sensible aux changements de prix.

Krugman (1980) a cherché à étudier les raisons pour lesquelles des monnaies nationales devenaient des monnaies véhiculaires des échanges internationaux. Il

⁶¹On peut citer Swoboda à ce propos, qui justifie ainsi l'accumulation des Eurodollars : “when transactions costs – broker's fees, bank charges, bookkeeping costs, psychological inconvenience, and so forth – are involved in the exchange of one asset for another, it becomes profitable for those agents whose receipt and expenditure streams are at least partly denominated in foreign currencies to hold cash balances in foreign currency even though the interest return on the latter is zero” (1968, p. 6).

distingue la structure des paiements (*structure of payments*) de la structure de l'échange (*structure of exchange*). La structure des paiements désigne les situations respectives des différents pays (en déficit ou en excédents les uns envers les autres), sachant la structure nécessairement équilibrée à l'échelle globale. En parlant de structure de l'échange, Krugman fait référence aux relations monétaires internationales qui passent le plus souvent par l'usage d'une monnaie dite véhiculaire. Il présente un modèle à trois pays. Lorsque les échanges entre deux pays ne sont pas équilibrés – ce qui est le plus courant sauf à rencontrer une forme de double coïncidence des besoins – les pays passent par un paiement au moyen d'une monnaie véhiculaire, laquelle est émise par le troisième pays. Pour Krugman, les coûts de transaction sont centraux : dans le cas où il n'existe pas de coûts de transaction, la structure de l'échange (la monnaie véhiculaire utilisée) est indéterminée ; mais dans la réalité, ces coûts existent. La structure des paiements oriente les coûts de transaction et par conséquent détermine le choix de monnaie véhiculaire (la structure de l'échange). Si les coûts de transaction sont une fonction décroissante du volume des transactions, la structure des paiements influence la structure de l'échange, qui sera sous l'influence de l'économie prédominante dans les paiements. En bref, la monnaie véhiculaire découle de la domination d'une nation dans les paiements. Son maintien au sommet de la hiérarchie des monnaies utilisées résulte de l'existence de coûts de transaction, ce qui n'empêche pas qu'à terme, le système monétaire international bascule vers une autre monnaie véhiculaire.

Bacchetta et Van Wincoop (2005) vont développer un travail fréquemment cité par la littérature, *A Theory of Currency Denomination of International Trade*. Celui-ci raisonne d'abord en équilibre partiel puis, par la suite, en équilibre général. Pour ces deux auteurs, si la fonction de revenu d'un exportateur est concave, celui-ci aura intérêt à facturer dans la monnaie de l'importateur (LCP, plutôt que dans sa propre monnaie, PCP). C'est la volatilité du marché qui pousse à choisir la monnaie de l'importateur. En effet, en cas d'appréciation de la monnaie du producteur, sa marchandise se renchérit si elle est facturée dans sa propre monnaie. La demande se détourne et le profit de la firme diminue. Dans ce cas, la volatilité de la demande, qui se produit avec des prix exprimés dans la monnaie de l'exportateur, diminue les bénéfices escomptés, rendant la facturation dans la devise de l'importateur plus attrayante (Bacchetta et Van Wincoop, 2005). La sensibilité de la demande au prix est ici déterminante.

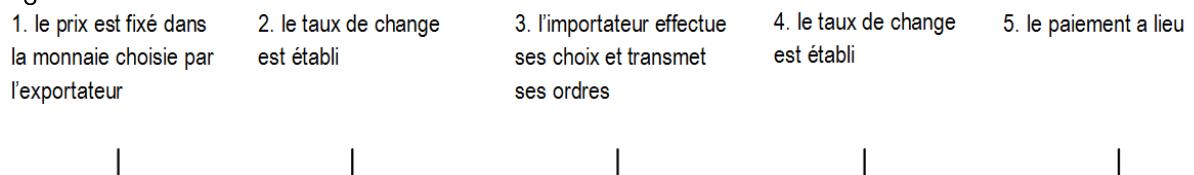
Etudes empiriques

La première étude empirique relative à la monnaie du commerce international est attribuée à Grassman (1972, 1973), dont nous avons déjà parlé dans la section I.2). Au moyen d'un questionnaire destiné aux firmes importatrices et exportatrices suédoises, Grassman en a déduit une relative symétrie dans les échanges internationaux, les exportateurs parvenant à facturer majoritairement dans leur monnaie (à hauteur de 60 %). Il note tout de même les exceptions des Etats-Unis et du Royaume-Uni qui, du fait de leur statut d'émetteurs de monnaies de réserve internationales, facturent dans des

proportions plus importantes leurs exportations *et* leurs importations dans leur propre monnaie.

Wilander (2006) réalise une étude empirique sur les choix de monnaies des firmes suédoises exportatrices. Son étude se base sur des rapports de la Banque centrale de Suède, recouvre 192000 observations sur la période 1999-2002, et implique 147 pays. Wilander analyse la transaction monétaire comme un processus séquentiel et interactif qui se présente de la façon suivante (figure 12).

Figure 12 : La réalisation d'une transaction commerciale internationale



Source : figure de l'auteur, adaptée de Wilander (2006)

En s'intéressant aux différentes catégories de produits échangés, Wilander constate que les secteurs les plus pauvres en termes de contenu technologique sont ceux qui sont le moins facturés en couronnes suédoises. Plus l'économie importatrice est grande et dans une dynamique de croissance, plus grandes seront les chances que la monnaie utilisée soit celle de l'importateur. Il en est de même si le pays de l'importateur dispose des marchés financiers développés. En revanche, la volatilité du taux de change entre les monnaies des deux partenaires encourage l'usage d'une monnaie tierce, véhiculaire. L'auteur constate une hausse de l'usage de l'euro, mais qui s'est faite au détriment de la couronne suédoise, et non du dollar, ce dernier restant une monnaie de facturation importante parmi les exportateurs suédois.

Friberg et Wilander (2008) utilisent un questionnaire qui leur permet notamment d'établir que le choix de monnaie est bien négocié entre les deux partenaires commerciaux. Les réponses obtenues leur permettent également d'affirmer que la monnaie utilisée pour facturer le commerce international est aussi celle du règlement des échanges.

Dans un travail non publié, Benguria et Wagner (2012) cherchent à étudier concrètement le processus d'internationalisation d'une monnaie, en observant comment une monnaie est progressivement adoptée à une échelle internationale suite à son lancement. La monnaie observée est l'euro, au travers d'un échantillon d'entreprises chiliennes. Le pays étudié est situé loin de la zone euro, dans une région plutôt dominée par le dollar américain. Leur étude montre que l'internationalisation d'une monnaie est favorisée par l'adoption de cette monnaie par les firmes transnationales. Dans le commerce bilatéral entre le Chili et des pays membres de la zone euro, les firmes transnationales ont adopté l'euro de manière croissante, particulièrement lorsque leur pays d'origine se situait dans la zone euro. Les firmes transnationales tiennent donc

compte de leur propre histoire et les filiales sont souvent amenées à opérer dans la monnaie de la maison-mère. Du fait de l'importance du commerce intrafirmes par rapport au commerce mondial (dans les cas des Etats-Unis, il représente 30 % des exportations et 48 % des importations du pays, voir Lanz et Miroudot, 2011), ces paramètres se révèlent être extrêmement importants. La monnaie du commerce international est influencée par les décisions des firmes transnationales qui représentent elles-mêmes de vastes réseaux d'échanges. Cet argument est également présent dans les travaux de Ito *et alii* (2010) et de Goldberg et Tille (2016, p. 180-181)

Lighthart et Werner (2012) posent également la question des effets du lancement de l'euro en réalisant une étude sur les importations de la Norvège en provenance des pays de l'OCDE. Les exportations sortant de la zone euro ont été facturées de manière croissante en euro. Précisons que l'étude s'arrête en 2006, soit à la fin de la période d'expansion de l'euro. En réalité, à partir de 2006, on a plutôt assisté à une stagnation de l'usage de la monnaie unique dans le commerce international, y compris parmi les exportateurs de la zone euro (Moss, 2011, p. 62-63). Lighthart et Werner ont cherché à savoir si l'euro avait généré une plus forte facturation en PCP par les producteurs européens, plus forte en tout cas que la part que représentaient les monnaies nationales. Leur résultat présente une hausse substantielle de l'usage de l'euro par rapport aux monnaies nationales des pays de l'UEM avant que l'euro ne soit introduit. L'euro est également choisi par des pays non-membres de l'eurozone. En témoigne, en contrepartie, la baisse de la part du dollar dans la facturation des importations norvégiennes, celle-ci passant de 52,7 % en 1996 à 41,5 % en 2006. Ils attribuent le succès d'alors de l'euro à la baisse de la variation des prix (c'est-à-dire une baisse de l'inflation) dans la plupart des pays de la zone euro.

Martin et Mejean (2012) ont réalisé une étude sur les choix de facturation d'exportateurs de la zone euro, sur la base d'un questionnaire qui leur était adressé. Les réponses révèlent deux éléments déterminants, qui sont par ailleurs liés : la taille des entreprises et les instruments financiers de couverture contre le risque. Les entreprises, selon leur taille, ne sont pas prêtes à supporter le coût de la couverture financière. Les plus grandes firmes sont celles qui sont le plus susceptibles de facturer dans une autre monnaie que l'euro⁶². De même pour ce qui concerne l'usage de produits dérivés. Transférer le risque sur les marchés financiers implique un coût que les plus petites entreprises exportatrices ne sont pas nécessairement prêtes à payer. Ce sont les plus grandes firmes qui sont prêtes à supporter ce coût et à facturer leur transaction dans une monnaie véhiculaire (le plus souvent le dollar US).

⁶² “Thus, the size-invoicing relationship in part explains by large firms having better access to financial hedging. This opportunity to hedge against exchange rate risk lets them invoice in local currency without facing a risk on their unit margin. This explains why their propensity to invoice in local currency is larger” (Martin et Mejean, 2012, p. 17).

Chung (2013) s'est penché sur les transactions du Royaume Uni et étudie l'influence des *inputs* dans les choix de facturation des entreprises exportatrices. Par *inputs*, il entend les biens de capital et les biens intermédiaires utilisés dans le processus de production. Il ressort de son étude que les exportateurs qui reposent sur l'importation d'inputs ont de plus faibles chances de facturer leurs exportations en livres sterling que les autres exportateurs. Pour Chung, la monnaie de facturation du commerce est donc en grande partie déterminée de manière endogène, par la structure de la production des exportateurs.

Sokolova (2013) a réalisé une étude sur la monnaie de facturation des exportations de la Russie pour la période 2005-2009, en se servant des données qui lui ont été fournies par les douanes russes. L'auteure identifie trois paramètres majeurs qui orientent les choix de monnaies de facturation : i. pour un marché de destination donné, les firmes vont déterminer leur choix de monnaie selon le produit qu'elles exportent et la monnaie la plus couramment utilisée à cet effet par les concurrents ; ii. l'environnement macroéconomique, comprenant les coûts de couverture et la volatilité des taux de change ; iii. la capacité de marchandage (*bargaining*) selon le marché, ses acteurs, et le produit échangé, en supposant que l'exportateur préfère facturer dans sa propre monnaie (même si pour les plus grandes firmes, le choix de la monnaie nationale plutôt qu'une monnaie véhiculaire est moins pertinent). Les résultats de Sokolova montrent que les plus petits exportateurs russes préfèrent utiliser une des deux monnaies de l'échange bilatéral, tandis que l'usage d'une monnaie tierce est beaucoup plus fréquent parmi les grandes firmes⁶³. Par ailleurs la présence d'autres producteurs nationaux dans les échanges avec le partenaire renforce la possibilité d'utiliser la monnaie du producteur.

Lai et Yu (2014) étudient les perspectives d'internationalisation du RMB, ainsi que les déterminants des choix de facturation, pour ensuite effectuer des recommandations de politiques économiques visant à favoriser l'internationalisation du RMB. Les auteurs insistent sur l'importance de la libéralisation financière du pays émetteur, nécessaire à de futurs développements de la monnaie. Les auteurs mettent en avant le *tipping point*, que l'on pourrait traduire par le « point de basculement » qui permet à une monnaie de devenir une monnaie de facturation internationale. Celui-ci nécessite d'importants marchés de biens et services, mais aussi, pour que l'internationalisation de la monnaie se poursuive, des marchés financiers larges, profonds, et développés dans cette monnaie. Lai et Yu affirment dans leur papier que l'enjeu pour le RMB est de parvenir à créer les conditions du *coalescing effect*. Du fait de la taille du marché chinois, il est inévitable que le RMB chinois devienne une monnaie de

⁶³ “We believe that the weaker preferences for the domestic currency and weakening of risk aversion for higher purchases might be driving the “love for dollar” result of the seller bargaining. The greater is the presence of an exporter at the destination increases the likeliness of her being less concerned about the currency choice. Without having clear preferences, she takes up the more “neutral” currency to any destination – “vehicle” currency” (Sokolova, 2013, p. 16).

facturation majeure du commerce international, particulièrement dans la région Asie-Pacifique.

Fabling et Sanderson (2015) ont étudié les échanges de la Nouvelle-Zélande. Ils ont également étudié la monnaie utilisée selon le type de produits. Pour les deux auteurs, les firmes les plus orientées vers l'exportation, celles qui exportent vers un grand nombre de pays, et celles qui ont une plus grande expérience dans l'exportation et dans l'utilisation d'instruments de couverture sont celles qui factureront en monnaie de l'importateur (LCP) ou en monnaie véhiculaire (VCP). La monnaie de l'exportateur (PCP) sera plus largement utilisée par les firmes performantes, comme les exportateurs de produits différenciés, ou les firmes étrangères implantées en Nouvelle-Zélande. Les risques associés au *pass-through* disparaissent pour ces firmes qui facturent dans leur monnaie.

Dans un article paru en 2016, Hefner et Witte simulent la situation qui pourrait résulter d'une sortie de la zone euro par des économies membres, en se plaçant du point de vue d'une firme exportatrice se situant dans l'économie quittant la zone. Alors que l'euro dominait les stratégies de facturation avant la sortie, leurs résultats montrent qu'après la sortie, la firme est incitée à utiliser davantage le dollar, tandis que l'euro devient une monnaie encore utilisée, mais de second rang. La baisse de l'usage de l'euro n'est pas compensée par l'usage de la nouvelle monnaie nationale, dont l'internationalisation reste faible. D'après cette étude, une sortie de la zone euro pourrait donc renforcer l'adhésion des firmes européennes au dollar américain, utilisé comme une monnaie véhiculaire. L'étude montre ainsi l'importance de l'appartenance de l'économie nationale à une zone monétaire dans l'élaboration des stratégies de facturation par les firmes exportatrices.

Un modèle de facturation du commerce international en dollar : le modèle de Kamps

Comme nous l'avons écrit plus haut, depuis la fin des années 1990, une littérature s'est développée en se donnant pour objectif d'analyser les déterminants des choix de monnaie du commerce international en recourant aux outils macroéconomiques, particulièrement la formalisation mathématique et économétrique. Dans un travail fréquemment cité, Kamps (2006) étudie si le lancement de l'euro a changé les tendances dans la facturation du commerce international⁶⁴. Cette auteure cherche à expliquer la hausse de l'usage de l'euro au début des années 2000, s'interrogeant sur le rôle des variables « fondamentales » de la zone euro et sur les anticipations d'élargissement comme facteur d'adhésion à la monnaie européenne pour les échanges internationaux.

⁶⁴ Pour ensuite étudier le rôle potentiel de l'euro en tant que monnaie de facturation du commerce international.

Pour réaliser son étude, elle a constitué une base de données importante, la plus étendue de la littérature jusqu'à présent en termes de pays pris en compte. Son papier comprend un modèle afin d'étudier les choix de facturation des exportations en dollar, modèle que nous proposons de rapporter ici.

$$\begin{aligned} usdex_{it} = & \beta_2 shexus_{it} + \beta_3 eurinst_i + \beta_4 euroint_{it} + \beta_5 rauex + \beta_6 usexvol_{it} \\ & + \beta_7 usinf_{it} + \beta_8 fmdum_i + \beta_9 usdpeg_{it} + u_{it} \end{aligned}$$

Où $i = 1, \dots, 30$ et correspond au nombre de pays étudiés ; $t = 1, \dots, 10$ et correspond au nombre d'observations par pays ;

- $usdex$, la variable dépendante, est la part des exportations facturées en dollar, exprimée en pourcentage ;
- $shexus$ est la part des exportations du pays étudié vers les Etats-Unis par rapport au total des exportations du pays ;
- $eurinst$ est une variable *dummy* qui prend la valeur 1 pour un membre de l'UE ou candidat à l'entrée dans l'UE ;
- $euroint$ est une variable *dummy* de valeur 1 pour les observations à partir de 2002 ;
- $rauex$ est la part des produits différenciés dans le total des exportations des pays étudiés ;
- $usexvol$ est l'impact du risque lié à la volatilité du taux de change ;
- $usinf$ reflète la stabilité monétaire du pays étudié ;
- $fmdum$ reflète la présence d'un marché *forward* ;
- $usdpeg$ est une variable *dummy* prenant la valeur 1 lorsque l'économie en question est ancrée (en *hard peg*) au dollar.

Les résultats de son modèle apparaissent dans un tableau reproduit ci-dessous (figure 13).

Figure 13 : Les résultats du modèle de Kamps (2006)

U.S. Dollar Export Invoicing

Dependent variable: share of exports invoiced in U.S. Dollar (in percentage points)

Regression	random	fixed	PW ^a	weighted ^b
Constant	94.95*** (9.39)	49.21*** (18.79)	92.29*** (19.38)	96.80*** (18.35)
Share of exports to U.S	0.04 (0.23)	0.04 (0.18)	0.17*** (2.64)	0.16*** (4.15)
EU-25 and candidates	-36.16*** (-5.58)		-22.20*** (-5.56)	-20.05*** (-14.95)
Introduction of the euro (2002)	-4.56*** (-6.38)	-4.63*** (-6.32)	-2.71*** (-3.24)	-2.00*** (-4.58)
Share of differentiated exports	-0.35* (-1.81)		-0.51*** (-5.34)	-0.46*** (-3.92)
Exchange rate volatility to U.S.	-23.40 (-0.82)	-22.15 (-0.76)	-14.37 (-0.42)	32.61 (1.22)
Inflation differential to U.S.	0.32*** (5.39)	0.32*** (5.27)	0.17** (2.45)	-0.02 (-0.15)
Forward market	-5.63 (-1.13)		-8.01*** (-3.15)	-16.70*** (-2.98)
Peg to USD	9.56*** (2.70)	9.33** (2.61)	9.67*** (2.69)	6.38 (0.34)
Number of observations	176	176	176	176
Number of countries	36	36	36	36
Wald chi2	188.7		655.0	2474.0
R squared overall	0.69	0.03	0.94	0.98

Absolute value of z statistics in parentheses

* significant at 10%; ** significant at 5%; *** significant at 1%

^a Prais-Winston regression with heteroscedastic panel corrected standard errors and panel specific AR1.

^b Prais-Winston regression with het. panel corrected standard errors. Importance weighted with GDP.

Source : Kamps (2006, p. 28)

Nous pouvons maintenant examiner les résultats du modèle de Kamps, et l'impact des variables respectives. La part des exportations vers les Etats-Unis n'a pas d'impact sur la facturation, car le dollar est une monnaie véhiculaire, utilisée y compris quand aucun des deux partenaires commerciaux n'est Américain. L'appartenance à l'Union Européenne réduit largement la part de la facturation en dollar (de plus de 35 %). L'introduction de l'euro aussi, à hauteur d'un peu plus de 4 %. Cette hypothèse repose sur l'idée que l'introduction de l'euro devrait augmenter la facturation en euro pour les pays membres de la zone, au détriment du dollar, grâce notamment à la baisse des coûts de transaction au sein de la zone. La part des produits différenciés a un impact négatif sur la facturation en dollar, venant conforter l'idée que la différenciation offre la possibilité de négocier une monnaie de facturation alternative. Plus l'inflation est élevée dans le pays, plus élevée sera la facturation en dollar, ce phénomène de substitution venant traduire une sorte de fuite vers la qualité en cas de perte de dépréciation de l'unité de compte de la monnaie nationale. L'existence d'un marché *forward* dans le pays affaiblit la facturation en dollar, puisque les agents disposent d'instruments financiers « locaux », substituts au dollar. L'ancre au dollar renforce la facturation en dollar : un pays ancré

au dollar facture environ 9 % de plus en dollar qu'un pays qui n'est pas ancré à la monnaie américaine.

Ces résultats laissent présager une internationalisation croissante de l'euro malgré le statut de monnaie véhiculaire du dollar. En effet, en s'appuyant sur les résultats de ses différents modèles⁶⁵, Annette Kamps envisage un rôle croissant de l'euro dans la facturation du commerce international, tout en tenant compte du statut toujours bien affirmé du dollar en tant que monnaie véhiculaire. Son travail a permis de mettre en évidence plusieurs variables qui encouragent la facturation des exportations en dollar pour une économie nationale : la non-différenciation des produits, l'absence de marchés à terme, l'ancrage au dollar, ou encore l'inflation. On retrouve plusieurs de ces déterminants dans les travaux de Linda Goldberg et Cédric Tille.

Les travaux de Goldberg et Tille

Linda Goldberg et Cédric Tille sont deux auteurs particulièrement prolifiques sur le sujet de la monnaie du commerce international, combinant à la fois des travaux empiriques et théorique, explorant la question sous plusieurs angles et dans un grand nombre de travaux.

Dans un article qui regroupe des données fournies par des douanes (particulièrement d'Europe et d'Asie), les auteurs mettent en avant un « *coalescing effect* » - que l'on pourrait traduire par un « effet de rassemblement » - traduisant une forme de convention entre les participants aux échanges quant à la monnaie de facturation, particulièrement sur le marché des matières premières (Goldberg et Tille, 2008). Lorsque les biens échangés sont homogènes, le dollar est plus largement utilisé. Les raisons de ce choix sont multiples, mais on peut citer notamment l'importance du marché américain, ou encore les nombreux régimes de change eux-mêmes ancrés au dollar. Dans ce même article, en parlant de *herding effect* qui renvoie au comportement moutonnier des acteurs présents sur les mêmes marchés, les auteurs approchent un point sensible de l'analyse monétaire, celui des conventions et du mimétisme présent dans les économies monétaires, bien que l'analyse macroéconomique y fasse généralement peu référence. Les producteurs dont les biens sont différenciés peuvent espérer échapper à la contrainte « moutonnière » et facturer dans la monnaie de leur choix.

Dans leur article de 2011 (Golberg et Tille, 2011), les auteurs distinguent trois types de déterminants à l'œuvre : des déterminants macroéconomiques, des déterminants microéconomiques, et des déterminants stratégiques. Les déterminants microéconomiques sont les échanges avec des filiales étrangères et domestiques, l'intensité de la production en matières premières, la part de marché du pays exportateur

⁶⁵ Son papier comprend également un modèle de facturation en monnaie LCP (la monnaie de l'importateur) et en monnaie PCP (la monnaie de l'exportateur).

(en rapport avec le *coalescing effect*), et la substituabilité du produit. Les déterminants macroéconomiques sont la volatilité du taux de change, l'existence d'union monétaire ou d'un ancrage monétaire, la taille absolue de la transaction, et l'avantage en termes de coûts de transaction sur le marché des changes. Enfin les déterminants stratégiques se trouvent dans la concentration des importateurs, l'hétérogénéité des importateurs, la taille relative de la transaction. Ces déterminants se combinent dans de nombreux cas. Goldberg et Tille testent ensuite ces différents déterminants à partir de données sur les importations du Canada.

Un autre article de Golderg et Tille (2013) met l'accent sur l'importance du pouvoir de marchandage dans le choix de la monnaie de facturation. En opposition à l'idée que le choix de la monnaie revient au seul exportateur, leur hypothèse est que le choix de la monnaie relève d'une négociation, un marchandage entre les deux parties. Le choix de monnaie reflète la structure du marché, et donc le pouvoir que chacun des acteurs est capable d'exercer dans la négociation. Ce pouvoir est accru pour les firmes les plus importantes et les plus tolérantes vis-à-vis du risque. Parce qu'il influence le niveau du profit de l'entreprise, le choix de la monnaie est donc essentiellement déterminé par la position des agents dans les transactions et par les stratégies que ceux-ci élaborent face au risque.

Finalement, la lecture des travaux de Linda Goldberg et Cédric Tille permet de retrouver un certain nombre de conclusions généralement admises relatives aux déterminants du choix de monnaie de facturation.

Les déterminants des choix de monnaie dans la macroéconomie standard : une synthèse

Pour résumer, quelles sont les principales motivations derrière les choix de facturation ? Cette section se clôt par une synthèse récapitulative des principaux déterminants des choix de monnaies de facturation identifiés au sein de la littérature macroéconomique standard.

Les choix de la monnaie orientés par le besoin de sécuriser les recettes

Les travaux de Goldberg et Tille font partie d'une plus vaste littérature axée sur les stratégies des firmes en réponse à un environnement incertain. Le choix de monnaie tient compte des taux d'inflation, celle-ci étant comprise comme une dépréciation du pouvoir d'achat de la monnaie. Il n'est en effet pas souhaitable pour une entreprise d'entretenir des comptes dans une monnaie dont la capacité d'achat se réduit au sein de son espace de circulation. La possibilité de choisir la monnaie des échanges est pour cette raison défendue par certains courants libéraux pour ses vertus disciplinaires (Hayek,

1976)⁶⁶. Devant la concurrence de monnaies étrangères, les gouvernements sont incités à mener des politiques de lutte contre l'inflation s'ils ne souhaitent pas que les acteurs fassent le choix d'une monnaie étrangère offrant de meilleures perspectives en termes de conservation de pouvoir d'achat. Se basant sur cette intuition, la plupart des études citées plus haut défendent l'argument que la monnaie choisie est nécessairement celle d'un pays à faible inflation. Ces études se rattachent en cela à la défense de la crédibilité monétaire, qui a pris une place croissante parmi les préoccupations des banquiers centraux dans le dernier quart du XX^e siècle. Si toutefois l'inflation venait à être plus importante dans le pays d'émission par rapport à d'autres pays « concurrents », le changement de monnaie peut prendre un certain temps avant de se réaliser, voire ne pas se manifester du fait d'une certaine inertie institutionnelle. En revanche, pour qu'une monnaie soit élue et qu'elle acquière le statut de monnaie internationale, la littérature affirme que le taux d'inflation doit être faible dans le pays émetteur. Ce n'est qu'après que cette contrainte peut éventuellement être relâchée temporairement.

Sous cet angle, la possibilité laissée aux entreprises de choisir la monnaie apparaît comme une assurance qu'elles exercent pour se prémunir des effets de l'inflation⁶⁷. La décision quant à la monnaie choisie pour la facturation et le règlement intègre donc la variation des prix et ses conséquences pour les firmes participant aux échanges.

Le besoin de couverture n'est pas totalement résolu avec le choix d'une monnaie associée à une faible inflation. Si la possibilité de choisir la monnaie permet de réduire l'exposition à l'inflation, il expose en revanche les firmes participantes à d'autres types de risques, en premier lieu *le risque de change*. Le risque de change a été renforcé par la fin du régime de Bretton Woods, caractérisé par des taux de changes fixes ancrés au dollar, lui-même convertible en or. Les monnaies sont désormais, pour bon nombre d'entre elles, librement convertibles. Il en découle d'importantes fluctuations sur les marchés des changes. Avec la libéralisation financière et la volatilité sur les marchés des changes, les firmes qui prennent part aux échanges ont ressenti la nécessité de stabiliser leurs recettes. Ces firmes contractent alors des assurances sur les marchés financiers, assurances qui se déclenchent en cas de perturbations des taux de change. Dans ce schéma, le risque n'est plus supporté par l'exportateur, mais par le marché financier qui offre l'instrument de couverture. De cette manière, les recettes sont stabilisées. En revanche, l'assurance représente un coût supplémentaire pour les agents.

En quoi les instruments de couverture financiers influencent-ils les choix de monnaie ? Les instruments de couverture existent dans un nombre restreint de places financières de grandes dimensions. Ces instruments sont eux-mêmes facturés dans des

⁶⁶ Voir aussi Endres (2009).

⁶⁷ De fait, il s'agit également d'un moyen pour les acteurs privés du commerce international de favoriser des politiques supposées lutter contre l'inflation (Hayek, 1976). Le choix de la monnaie pose ainsi des limites à la souveraineté monétaire et politique des nations.

monnaies internationales. Pour la majorité de ces instruments financiers, il s'agit du dollar américain. La monnaie dans laquelle opèrent les principaux marchés financiers – ceux qui parviennent à drainer l'épargne internationale – sera donc probablement celle dans laquelle se réalisent la majorité des transactions marchandes internationales. En outre, il est important pour les firmes que des marchés financiers existent dans la monnaie de facturation et de règlement du commerce international, car les recettes que les entreprises dégagent de leurs opérations peuvent dans certains cas être en quête de placements, et cela en évitant des opérations (coûteuses) de conversion dans une autre devise. Pour cette raison, les travaux macroéconomiques insistent sur l'importance du développement des marchés financiers associés à une monnaie pour que les choix de facturation du commerce se portent sur cette monnaie.

La taille des transactions et le poids des acteurs

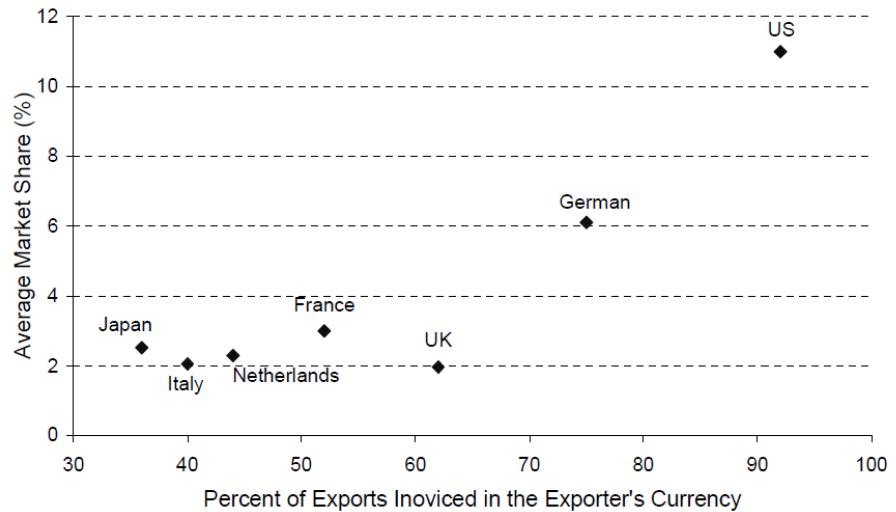
La taille des transactions est un paramètre identifié dans les choix de monnaie. Il apparaît dans la plupart des travaux cités que les transactions les plus importantes se font moins dans la monnaie de l'exportateur que dans une monnaie véhiculaire, associée à des marchés financiers offrant des possibilités de couverture. En revanche, les petites transactions sont le plus souvent facturées, lorsque cela est possible, dans la monnaie de l'exportateur, seule façon abordable pour ce dernier de ne pas supporter le risque de change. Ainsi, le recours aux instruments financiers (dont la justification a été développée ci-dessus) n'est pas le même selon la taille de la transaction, ni la taille de l'acteur. Certains acteurs pourront se permettre une assurance, d'autres non.

Les producteurs qui représentent une part importante sur un marché sont le plus souvent ceux capables d'imposer leur propre moyen de paiement. Le poids de la nation à laquelle les producteurs se rattachent se manifeste dans la capacité à influencer le choix du moyen de paiement (voir figure 14). Le risque pour un exportateur que la demande diminue au profit des concurrents se réduit lorsqu'il adopte la stratégie de facturation des principaux concurrents. Nous pouvons évoquer ici les travaux déjà anciens de Bacchetta et Van Wincoop (2005), qui constituent toujours des références fréquemment citées dans l'étude des choix de monnaies du commerce international.

Certains travaux mettent en avant l'importance du poids de l'économie émettrice de la monnaie. La relation entre le PIB et la monnaie de facturation de l'exportateur est étudiée par Bacchetta et Van Wincoop (2005) et semble solide (voir figure 15 ci-dessous, à partir de données de 1995). Le Japon constitue une exception à cette relation, celui-ci facturant plus largement en dollar ses exportations tout en étant, en 1995, la seconde économie mondiale en termes de PIB. Aujourd'hui, le yen japonais est toujours une monnaie relativement peu utilisée eu égard à la taille de son économie : seulement 35,9 % des exportations en décembre 2015 (Itoh *et alii*, 2016, p. 23) soit pas plus qu'en 1995.

C'est encore plus vrai de la Chine aujourd'hui, second PIB mondial en 2016, qui facture en renminbi à peine 25 % de ses échanges⁶⁸.

Figure 14 : Facturation et parts de marché



Source : Bacchetta et Van Wincoop (2005)

Figure 15 : La relation entre PIB et facturation dans la monnaie de l'exportateur



Source : Bacchetta et Van Wincoop (2005)

De manière générale, plus un pays est grand – en termes de PIB – plus son marché est potentiellement important. Dans un grand marché, les exportateurs étrangers sont incités à facturer dans la monnaie de ce marché, parce qu'ils y trouveront plus aisément des débouchés en tenant compte des concurrents locaux. Le « *herding effect* » correspond à un comportement moutonnier : il pousse les acteurs à s'aligner sur une unité de compte commune souvent rattachée à une économie de grande taille, une unité de compte acceptée par l'ensemble des concurrents. La taille joue donc un rôle décisif dans

⁶⁸ Il sera question des monnaies de ces deux économies (Japon et Chine) plus tard dans cette thèse (section III. 1).

les pratiques de facturation. Les firmes ont par ailleurs tendance à facturer l'ensemble de leurs exportations (au niveau mondial) dans une seule monnaie, généralement celle de leur plus gros marché (Benguria et Wagner, 2012).

Les coûts de transaction

La monnaie, dans les analyses que nous venons de voir, est le plus souvent perçue avant tout comme un moyen de réduire les coûts de transactions accompagnant les échanges entre les agents. Sur le plan international, la coexistence de plusieurs monnaies dans un espace économique signifie autant de coûts de transactions liés aux connexions entre des agents qui s'expriment dans des langages monétaires différents. La seule logique des coûts de transaction fait passer la multiplicité des moyens de paiements internationaux comme une aberration économique.

Cette hypothèse se conçoit très bien. Les transactions comportent des coûts, notamment l'entente sur le moyen servant à régler et à facturer les échanges. Les coéchangistes éprouvent la nécessité de s'accorder sur une unité de compte et un moyen de paiement commun, qui leur conviendra à tous les deux. Cette conception de la monnaie est celle que l'on peut considérer comme instrumentale. La monnaie n'est qu'un instrument qui lubrifie des échanges de marchandises. À ce stade, il n'y a qu'un pas alors pour considérer la monnaie comme une innovation par rapport à une situation de troc. Le troc est considéré comme une situation initiale. De manière implicite, ces théories conçoivent la valeur comme prévalant à l'échange : indépendamment de l'échange, les marchandises contiennent une valeur-substance. Dans le paradigme standard, il s'agit de l'utilité. C'est un point important car il ouvre une voie pour la critique hétérodoxe, qui porte à la fois sur la conception de la valeur, mais aussi sur l'approche de la monnaie. Nous développerons cette critique dans la section suivante.

Cette approche en termes de coûts de transaction a sans doute été une source d'optimisme perceptible dans les écrits de nombreux auteurs lors du lancement de la monnaie unique en 1999 puis en 2001. Dans le cas de l'euro, le remplacement de douze monnaies (au premier janvier 2002, car à compter de 2015 on compte 19 pays membres) par une seule a été pensé comme une élimination des coûts de transaction au sein de la zone (Pollard, 2001). La fin des monnaies nationales européennes, dont la subsistance ne semblait être due qu'à l'affirmation des souverainetés des Etats membres, devait aboutir à une émulation économique puisque les agents devaient tous être amenés à raisonner avec une seule unité de compte. Les acteurs dans l'ensemble des pays de la zone peuvent ainsi *penser* leurs activités de production et de commerce dans le même langage, l'euro. Les différentes variétés de langage économique devaient disparaître pour ne laisser place qu'à une langue, celle de l'euro. Dans ce cadre, le terrain sur lequel se joue la compétition entre les producteurs des différents pays, laquelle étant déjà organisée par une série de traités européens instaurant la liberté de circulation des capitaux, des

marchandises, et des hommes, est encore un peu plus aplani. L'intégration marchande des pays membres de l'eurozone a ainsi atteint un niveau inédit.

Ajoutons que dans les faits, la politique monétaire de la zone euro est relativement conservatrice⁶⁹. La zone euro est constituée de pays ayant achevé leur libéralisation financière, de sorte qu'il n'existe pas de barrières sur le plan institutionnel ou financier empêchant les agents de se procurer les moyens de commerçer en euros. Sur ces bases, l'euro a été considéré comme un sérieux concurrent au dollar.

Pourtant, les données disponibles montrent que l'euro a cessé son expansion quelques années après sa création et que les gains attendus de l'intégration monétaire – en termes de croissance du PIB, mais aussi d'accroissement des échanges et de l'usage de l'euro sur le plan international – n'ont pas été réalisés. Cette déception, qui en est surtout une pour les défenseurs d'une vision instrumentale de la monnaie, invite à s'intéresser à des définitions alternatives de la monnaie. Si l'existence de défaillances institutionnelles de la zone euro fait aujourd'hui consensus parmi les économistes, elle implique cependant une remise en cause de la conception « métalliste » de la monnaie (Goodhart, 1998), conception qui néglige la monnaie en tant qu'institution de l'économie marchande.

Conclusion

Les analyses macroéconomiques que nous avons vues dans cette sous-partie permettent de dégager certains déterminants des choix de monnaie internationale : les variations des taux de change, le poids des différents acteurs et de leur propre nation dans les échanges internationaux, les coûts de transaction. Ces analyses présentent par ailleurs l'avantage d'avoir, pour certaines d'entre elles, été testées empiriquement, avec des données que les auteurs ont pu obtenir auprès d'institutions internationales – auxquelles ils appartiennent bien souvent – et rassembler ensuite pour constituer des bases de données. Cet avantage est important. Toutefois, les limites de ces analyses nous apparaissent comme une contrepartie de ses avantages, elles résident dans la méthodologie utilisée pour l'étude de la monnaie.

Les modèles utilisés dans la macroéconomie standard, c'est-à-dire dans la macroéconomie de référence, se lancent rarement dans la démarche de préciser certains choix méthodologiques et épistémologiques fondamentaux⁷⁰. Or, si nous tentons d'établir

⁶⁹ Elle a en tout cas longtemps été relativement conservatrice si on la compare aux politiques monétaires des pays émetteurs d'une monnaie concurrente : celles de la FED, de la Bank of England, ou encore de la Banque du Japon.

⁷⁰ Comme l'écrit Walliser (2012, p. 143), « si les économistes anciens les plus reconnus avaient l'habitude d'accompagner leurs travaux de considérations épistémologiques, la théorie actuelle prend de plus en plus de distance par rapport à l'épistémologie. La science économique, en tant que discipline sûre d'elle-même,

quelle conception de la monnaie est retenue dans cette littérature, le constat peut être fait que la monnaie est abordée comme un facilitateur d'échanges. En tentant d'isoler les paramètres associés aux pratiques monétaires tout en retenant une approche instrumentale de la monnaie, certains aspects importants pour les échanges ne sont qu'effleurés, d'autres sont ignorés. La liste des variables mises en évidence ne nous semble pas saisir toutes les dimensions de la monnaie internationale nécessaires à une analyse économique. Dans l'ensemble, les déterminants mis en avant par la macroéconomie reflètent la vision de la monnaie la plus répandue dans la littérature standard : une absence de prise en compte du rapport des agents aux institutions. Cette littérature envisage la monnaie uniquement comme un pur moyen de paiement. Elle contourne la question du rapport des agents aux institutions bancaires, aux autorités monétaires, et à l'Etat, qui jouent pourtant des rôles indiscutables dans le fonctionnement actuel du système monétaire international. Ces travaux s'intéressent beaucoup plus aux variations de prix relatifs entre monnaies (taux de change) et vis-à-vis des biens marchands dans le pays d'émission (taux d'inflation) plutôt qu'au circuit / système au sein duquel la monnaie prend place.

Plusieurs aspects mériteraient en effet des développements substantiels : le concept de liquidité n'est abordé que de manière lapidaire pour rappeler l'importance du développement du secteur financier. Si dès les travaux de Swoboda (1968), la liquidité – à travers la lecture en termes de coûts de transaction – est évoquée comme un facteur décisif dans les choix de facturation, les développements ultérieurs, qui font bien souvent le même constat, n'ont guère approfondi ce champ. Nous avons vu que dans l'étude de Kamps (2006), la présence d'un *forward market* dans un pays – un marché à terme – favorise l'adhésion à l'unité monétaire du pays. C'est une idée que l'on retrouve dans la plupart des travaux standards mettant l'accent sur l'importance de marchés financiers larges, liquides, et profonds, offrant aux agents de multiples possibilités pour réaliser des transactions financières (Prasad, 2014). Cette intuition a pour corollaire la recommandation à l'égard d'une monnaie en voie d'internationalisation d'être accompagnée d'une libéralisation financière. Toutefois, la littérature standard n'approfondit pas le concept de liquidité si central dans les économies monétaires. Bien qu'elle lui attribue une grande importance dans les choix de monnaies, cette littérature n'est tout simplement pas dotée des outils appropriés pour proposer une analyse fouillée de ce que représente la liquidité dans une économie marchande. Cette incapacité de la théorie standard reste à démontrer dans ce travail, ce sera chose faite dans la section suivante. À l'opposé de la théorie standard, en considérant la monnaie comme un fait social total, le courant de l'institutionnalisme monétaire a étudié les concepts de liquidité comme ceux de l'importance de la stabilité monétaire.

adopte une position offensive de développement autonome et somnambule de ses modèles, l'épistémologie n'étant mobilisée qu'en cas de crise ».

Par ailleurs, l'association de la monnaie à une forme de pouvoir est perceptible dans certaines études (par exemple celle de Bacchetta et Van Wincoop (2005) qui intègre la variable du poids des pays en termes de PIB, ou encore celle de Martin et Mejean (2012) qui intègre celle de la taille des entreprises). Toutefois, la présence de rapports internationaux d'ordre politique est négligée, de telle manière que les gouvernements des économies nationales se trouveraient égaux dans l'influence qu'ils exercent sur les décisions de facturation. Par exemple, le choix du régime de change, qui est considéré comme déterminant dans les choix de facturation, est peu développé sous un aspect politique. On note l'importance du pouvoir de négociation – *bargaining power* – que permet la différenciation des produits (Goldberg et Tille, 2013). De cette affirmation devrait découler une série de conclusions quant aux enjeux de spécialisation productive des nations et à l'importance de la diversification des structures d'exportations des pays en développement, mais l'on constate peu de travaux macroéconomiques à ce sujet. En outre, nous constatons que ces analyses, essentiellement du fait d'un manque de données, se sont penchées quasi-exclusivement sur des pays « développés », ignorant ainsi les pratiques de facturation d'une partie importante de l'économie mondiale, les mondes en développement. Les facteurs politiques sont donc globalement négligés, à l'exception de la prise en compte de la politique monétaire en tant que paramètre dans le calcul de l'exportateur. Malgré quelques concepts qui y renvoient – notamment celui du pouvoir de négociation –, la notion de pouvoir dans les choix de monnaies n'est qu'embryonnaire dans cette littérature. Des travaux importants d'économie politique internationale sur les enjeux de pouvoir qui entourent la monnaie, se manifestant par l'existence d'un *soft power* ou par la coercition, exercés par une économie sur une autre, démontrent l'importance de la puissance dans les choix de monnaie pour le commerce international. Ils seront développés ci-après, dans la troisième et dernière section de cette seconde partie, afin de trouver dans l'économie politique internationale les éléments dont on a déploré l'absence dans la littérature macroéconomique standard.

2. Le choix de la monnaie pour les échanges internationaux : la lecture institutionnaliste

La littérature institutionnaliste offre des outils de compréhension nouveaux pour analyser les économies monétaires, mettant en avant des impensés de la théorie économique tels que l'existence de cloisonnements monétaires, et le phénomène de pluralité des systèmes de compte. Cette section présente ainsi les déterminants socioéconomiques des choix de monnaie en passant en revue les travaux de l'institutionnalisme monétaire. Sa première conclusion est que le choix de la monnaie est guidé par des motivations qui dépassent les seules stratégies de maximisation individuelle. L'usage de la monnaie implique en effet un rapport d'adhésion à une organisation marchande souveraine, au cœur de l'identité d'un espace socioéconomique. Caractérisé par des relations d'organisation hiérarchiques, l'ordre monétaire est sans cesse confronté au défi que représente la légitimation par la société marchande.

Introduction

La démarche, entamée dans la section précédente et poursuivie ici, est toujours celle de rassembler les déterminants des choix de monnaies de facturation mis en évidence par la littérature. Nous en avons observé plusieurs dans la section précédente, principalement, le régime de change en vigueur, la profondeur des marchés financiers, les parts de marchés de l'importateur et de l'exportateur, et enfin la différenciation des produits. Cependant, les déterminants qui ressortent de l'analyse macroéconomique standard sont limités par le cadre d'analyse choisi pour définir la monnaie. Des théories alternatives présentent la monnaie avant tout comme une relation sociale, hypothèse qui est appuyée par la dématérialisation croissante des pratiques monétaires. L'abstraction est dès lors une étape analytique nécessaire. L'observation par un économiste des phénomènes monétaires sera donc limitée par la conception que celui-ci a préalablement retenue de la monnaie. Derrière l'observation des phénomènes monétaires, il y a toujours une théorie. Cela implique que retenir une conception instrumentale de la monnaie ne permettra d'observer que les déterminants compatibles avec de tels choix conceptuels.

Or, le choix d'une monnaie peut s'expliquer par des variables se situant hors de portée de la théorie standard. Les théories institutionnalistes que nous étudions ici ont permis d'observer d'autres déterminants de choix de monnaies du commerce international, et ainsi de mieux comprendre les facteurs qui poussent à accepter certaines monnaies, et à en refuser d'autres. Pour cela, nous avons cependant besoin d'appréhender le phénomène monétaire dans sa totalité. La théorie standard, qui sert de référence aux travaux macroéconomiques étudiés dans la section précédente, ne permet pas de satisfaire – en tout cas pas à elle-seule – cette ambition : nous avons en effet décelé des insuffisances dans l'approche majoritairement retenue en macroéconomie. Les reproches adressés à la théorie standard sont particulièrement nombreux sur les questions

monétaires. Le principal est celui d'analyser les relations d'échange comme des relations qui mobilisent la monnaie uniquement à des fins instrumentales. Cette conception reconnaît à la monnaie la faculté de faciliter considérablement l'échange en dépassant les inconvénients d'un système de troc. Toutefois, les motifs de l'échange sont étrangers à la monnaie elle-même. Il n'est par conséquent pas question, du point de vue des économistes de la théorie standard, d'étudier les travaux en sciences sociales qui mettent en évidence de nombreux paramètres socioéconomiques intervenant concrètement dans les pratiques monétaires. Pourtant, comme nous allons le voir dans cette section, les choix de monnaies sont bel et bien influencés par des facteurs socioéconomiques.

Nous devons par conséquent compléter notre étude des déterminants des choix de monnaie au moyen d'une autre lecture théorique, celle de l'institutionnalisme monétaire, qui développe une conception originale de monnaie, essentielle à la société marchande, se situant au centre des luttes qui la traversent, et suscitant à la fois rejet et adhésion. Cela nécessite dans un premier temps d'exposer les principaux concepts de l'institutionnalisme monétaire, avant, dans un second temps, de les appliquer aux choix de monnaies du commerce international.

La lecture institutionnaliste, une lecture alternative de la monnaie

A l'inverse des travaux de la macroéconomie dominante dans la recherche en sciences économiques sur les déterminants des choix de monnaies⁷¹, les travaux présentés dans cette section convergent dans leur opposition à la théorie selon laquelle la monnaie n'est qu'un voile visant à faciliter les échanges. Quelles sont les implications de la théorie de la monnaie-voile ? Le voile est une métaphore pour figurer la monnaie comme un simple instrument visant à la lubrification des échanges : il est posé sur des marchandises qui, indépendamment de toute considération monétaire, ont une valeur marchande intrinsèque. En effet, pour les auteurs néoclassiques, une utilité existe, incorporée dans chaque bien marchand, que les individus se représentent intérieurement. Les agents opèrent alors des échanges de biens procurant de l'utilité. Les prix de ces marchandises, exprimés en unités monétaires, ne sont que des informations destinées au consommateur. Dans cette vision, la monnaie a également pour propriété de réduire les coûts de transaction. En effet, s'il s'agit d'un voile posé sur des marchandises « réelles », c'est en même temps un instrument pratique pour l'échange, puisqu'il permet d'éviter les problèmes transactionnels posés par le troc, en particulier la double coïncidence des besoins mise en évidence par Stanley Jevons (1898)⁷². Toutefois, la monnaie n'est qu'une innovation par rapport au troc, qui, conceptuellement, précède la monnaie dans la construction théorique standard des sciences économiques.

⁷¹ Ces travaux ont été étudiés dans la section II. 1).

⁷² “The first difficulty in barter is to find two persons whose disposable possessions mutually suit each other's wants”...“to allow of an act of barter, there must be a double coincidence, which will rarely happen” (Jevons, 1898, p. 3).

Pourtant, le troc s'apparente à un mythe, car démenti par les travaux d'historiens et d'anthropologues qui ont décelé la présence de pratiques monétaires dans des sociétés très anciennes, jusqu'à plusieurs millénaires avant Jésus-Christ (Graeber, 2013, p. 30-54). Pour Servet, la raison première de l'introduction du mythe du troc dans la science économique « est la volonté d'opposer aux traditionnels liens hiérarchisés de clientèle une relation d'échange nouvelle et de faire de celle-ci la matrice des relations économiques » (Servet, 2001, p. 24). Cartelier (1996, p. 41-42) affirme lui-aussi que « l'exclusion de la monnaie a été un acte nécessaire pour fonder la théorie économique moderne et en faire une discipline autonome ». Selon cette théorie, les agents sont supposés égaux dans l'échange. Le *level playing field* est le lieu de l'échange, tout à fait neutre, et respectant l'égalité des parties prenantes. Comme l'écrit Servet, « il n'y avait pas de dette avant, il n'y en a pas après » (Servet, 2001, p. 25). Il est donc nécessaire de supprimer, dans le modèle du troc, tout lien entre les parties, pour donner à voir une société dans laquelle « les relations d'intérêt règlent l'ordre social et soumettent l'ensemble des autres mobiles d'action » (Servet, 2001, p. 24)⁷³.

En revanche, lorsque l'on fait apparaître ces liens, on observe des relations sociales d'ordres divers. Et avec elle, leur lot de relations verticales, hiérarchisées. La monnaie est associée, pour Servet, à des relations verticales. Cette conception d'une société dans laquelle les hommes ne sont pas voués à interagir sur un pied d'égalité est celle que la réalité illustre le plus souvent et à bien des égards, bien qu'elle s'éloigne de la vision qu'en ont les théoriciens néoclassiques. La vision néoclassique du marché se base sur l'hypothèse d'agents libres et égaux, interchangeables, tandis que la lecture institutionnaliste observe qu'au sein de la société, les individus occupent des positions différentes, la société apparaissant hiérarchisée. Ces positions déterminent par exemple leur accès aux moyens de paiements : alors que certains n'ont que la possibilité de se salarier, d'autres parviendront aisément à concentrer du capital. Les institutions monétaires contribuent pleinement à orienter l'allocation des ressources.

Les travaux institutionnalistes fournissent ainsi une critique virulente et rigoureuse de l'approche néoclassique dominante. Ils constituent un pan important de l'hétérodoxie en sciences économiques. Au demeurant, la lecture institutionnaliste affiche certains traits communs avec les approches marxistes en sciences sociales. Marx s'employait à démasquer les rapports sociaux de production du capitalisme et dénonçait l'économie politique dominante de son époque, dont les écrits mettaient en exergue les comportements de maximisation individuelle, ce que Marx appelait des « robinsonades » (Marx, 2008, p. 21-22). Les institutionnalistes dont nous allons relater les travaux considèrent la monnaie comme un véritable rapport social qu'il s'agit d'identifier, alors

⁷³ Eliminés du modèle de l'économie marchande, les liens tissés dans les relations marchandes n'en restent pas moins toujours présents, comme s'efforce de le rappeler l'œuvre de Servet. Ceux-ci se retrouvent dans le vocabulaire du milieu marchand. La monnaie est l'incarnation de ces liens.

qu'il est ignoré des théories économiques dominantes. La théorie marxiste exerce une influence dans l'œuvre d'Orléan⁷⁴. Orléan considère en effet que la monnaie cristallise des rapports sociaux antagonistes, car la monnaie se trouve au centre de conflits politiques, situés notamment autour de l'enjeu de définition de la norme monétaire qui s'impose à la société marchande. Il en est de même chez Cartelier (1996), qui considère la monnaie comme un ensemble de règles sociales, chez Aglietta (1988), ou encore chez Servet (1985), qui identifie dans la monnaie – y compris sous la forme de paléomonnaies – un élément central de l'ordre social, et de sa reproduction⁷⁵.

Les institutionnalistes dans leur majorité rejettent toutefois de l'analyse de Marx les conceptions de la monnaie et de la valeur que celui-ci développe dans une partie de son œuvre. En effet, à plusieurs égards, les écrits de Marx définissent la monnaie comme « le reflet des rapports de valeur de toute sorte de marchandises dans une seule espèce de marchandise » (Marx, 1959, p. 81). L'attachement à la théorie de la valeur-substance contenue dans la marchandise – valeur qui préexisterait donc à l'échange – est un véritable handicap pour la pensée marxiste, en ce qu'il rend nécessaire la négation du rapport social que constitue la monnaie, que Marx entrevoit pourtant clairement dans son œuvre⁷⁶. Les institutionnalistes proposent alors une lecture qui conserve de Marx la vision du rapport social se cachant derrière la monnaie, en délaissant la vision opposée, celle de la monnaie-voile posée sur les marchandises, simple reflet de la valeur des marchandises.

Dans cette section, la lecture institutionnaliste sera mobilisée pour répondre à plusieurs questions sous-jacentes à notre analyse. Il sera ainsi question de comprendre la genèse du concept de monnaie, de comprendre le rôle de la monnaie dans l'économie marchande, les forces qui favorisent l'expansion d'une monnaie, et celles qui favorisent son inertie, tout cela pensé dans un cadre de pluralité monétaire. A la fin de cette section se trouve une tentative d'application de ces concepts au cas du dollar.

⁷⁴ « Pour ma part, l'étiquette « marxiste » me semble la plus adaptée à qualifier mes travaux dès lors que j'adhère à la construction théorique de Marx qui prend pour point de départ de son analyse du capitalisme, non pas les individus, mais les rapports sociaux, en l'occurrence le rapport marchand et le rapport salarial. Cependant, dans la mesure où je critique la théorie de la valeur marxienne, ce qualificatif peut être jugé inadéquat par certains. Je trouve cet argument discutable. Ma conviction est qu'en traitant la relation marchande comme une séparation, je suis fidèle à l'esprit de Marx » (Orléan et Diaz-Bone, 2002).

⁷⁵ « Les paléomonnaies sont des moyens de normalisation, de codification, de contrôle (de ce qui est pensable et pensé pas la société comme contrôlable) des rapports sociaux. Elles sont, à ce titre, instruments de leur reproduction et la multiplicité de leurs fonctions est une expression du lien éclaté des rapports de production dans les formations sauvages » (Servet, 1985, p. 56-57).

⁷⁶ Marx affirme en effet que « la monnaie déguise en réalité un rapport social » (1959, p. 81). Les passages qui font référence à la nature profondément sociale de la monnaie sont nombreux dans ses ouvrages. C'est pourquoi Orléan (2011) voit dans les écrits de Marx deux thèses sur la monnaie, contradictoires et irréconciliables.

Institutionnalisme (monétaire)

Arrêtons-nous un instant sur la terminologie qui est ici employée. En sciences économiques, l'institutionnalisme semble mal balisé. Depuis les années 1990, il est extrêmement courant de dire que « les institutions comptent », alors qu'elles sont restées absentes des théories économiques dominantes durant de nombreuses décennies. Désormais, « chacun voit l'institution à sa porte » (Lordon, 2007, p. 135). Le choix d'une définition des institutions peut toutefois permettre de clarifier le sens que nous souhaitons donner à cette section.

La définition la plus communément admise des institutions aujourd'hui est celle, consensuelle, des « règles du jeu ». North (1991) offre une définition des institutions, en tant que contraintes établies par les hommes qui structurent les interactions humaines, se composant de contraintes informelles (comme des normes de comportement, des conventions, des codes de conduite auto-imposés), et de contraintes formelles (comme les règles, les lois, les constitutions), ainsi que des caractéristiques de leur application. Dugger (1996) définit l'économie institutionnelle comme l'étude de la fourniture des services sociaux⁷⁷ (compris au sens large comme des processus sociaux et économiques) et de leur évolution. Pour cet auteur, l'économie institutionnelle implique une série de ruptures avec le paradigme néoclassique, tant sur le plan des hypothèses de départ, que sur le plan méthodologique : il est ainsi question de privilégier une analyse empirique et historique bien plus qu'hypothético-déductive, de raisonner en dynamique plutôt qu'en équilibre statique, et de manière générale, de prendre en compte les effets d'entraînement et de domination qui sont récurrents dans le fonctionnement des économies. C'est cette voie qui sera empruntée ici.

Les « institutions » sont associées à des auteurs dont les travaux ne portent pas exclusivement ni même essentiellement sur la monnaie. En revanche, la plupart de ces travaux délivrent une analyse critique de la discipline économique dominante dans l'enseignement et la recherche en économie. Ce qui est reproché à celle-ci réside en premier lieu dans sa négation des institutions. Les premiers auteurs associés à l'institutionnalisme, les Américains Veblen, Commons, et Hamilton, reprochent en particulier à ceux que Veblen qualifie de « néoclassiques »⁷⁸ leur usage de l'utilitarisme et la rationalité substantielle prêtée aux individus, qualifiés d'*homo economicus*.

La problématique que posent les institutionnalistes est celle de la coordination des agents dans une économie. Leur spécificité au sein des économistes « est de chercher à élaborer une théorie des institutions permettant de saisir la dynamique d'évolution des sociétés et systèmes économiques ». L'étude des institutions passe par l'étude du « rôle

⁷⁷ Dugger (1996, p. 31) utilise le terme de *social provisioning*, qui trouve difficilement une traduction française satisfaisante.

⁷⁸ Veblen est d'ailleurs l'auteur à qui est attribuée l'origine du terme.

de ces dernières dans la structuration des relations économiques et sociales », car les institutions contribuent « à définir la spécificité de chaque système socioéconomique » (Hédoïn, 2010, p. 120).

C'est précisément sur le constat d'une négation des institutions dans la théorie néoclassique que convergent les auteurs que nous nous apprêtons à étudier. Les institutions sont, on l'a compris, « les règles du jeu », un ensemble de règles sociales. Parmi ces institutions, la monnaie est considérée comme fondamentale. Le marché, et plus largement la société, nécessitent des règles de fonctionnement et donc une forme de coordination des individus. Pour un certain nombre d'économistes, que nous appellerons désormais « institutionnalistes », la monnaie est analysée comme l'institution coordonnant les économies marchandes, qui imprime à chaque individu ses règles du jeu.

“Chess players are not only human beings generally defined but human beings complying with the rules of chess. Economic agents in a market economy are not “natural human beings” but individuals defined by a structure of interdependence, by money relations” (Cartelier, 2013, p. 164).

Les auteurs institutionnalistes se rejoignent pour attribuer à la monnaie le rôle d'institution centrale dans la société marchande, pour la reproduction et la pérennité-même de celle-ci. La monnaie canalise, et contient, du moins provisoirement, la violence qu'impliquent les rapports marchands. « Chacun des échangistes cherche à imposer sa marchandise personnelle comme ce qui permet d'acquérir la marchandise de l'autre échangiste. Cette rivalité des deux échangistes quant à la définition de l'équivalent ne peut être résolue que par la présence d'un troisième terme médiateur radicalement différent d'eux, la monnaie ». Ainsi, « la rivalité contenue dans les rapports marchands est provisoirement domestiquée dans l'engendrement d'un tiers médiateur ». L'échange « ne peut être qu'un rapport ternaire, car il doit perpétuellement expulser la violence en réaffirmant la légitimité de l'institution médiatrice » (Aglietta et Orléan, 2002, p. 26). Notons que la société marchande n'est pas conçue comme harmonieuse par essence, elle est au contraire caractérisée par des rapports antagonistes, qui ne sont surmontés qu'à travers la présence d'institutions. Dans une économie monétaire, la principale institution médiatrice est la monnaie.

Cela dit, l'institutionnalisme monétaire est lui-même hétérogène. Il rassemble des chercheurs qui, à l'occasion de rencontres académiques et séminaires, se sont accordés sur la formulation d'une critique virulente de l'approche néoclassique de l'économie, désignée comme une négation de la monnaie, tandis que chacun de ces chercheurs, au sein des mêmes séminaires, reconnaissaient dans la monnaie un tout social. Pour autant, des dissensions fondamentales existent au sein de ce courant. Ces dissensions prennent forme dans la définition du cadre de réflexion de ce qui est défini comme pratique monétaire. En effet, la genèse conceptuelle de la monnaie présente dans l'analyse d'Aglietta et Orléan (2002) ou Lordon et Orléan (2006), se distingue de la vision transhistorique de la monnaie présente chez Servet ou encore Théret (Servet, 2001 ;

Servet *et alii*, 2008). Chez Orléan, les individus agissent selon les principes individualistes des sociétés modernes, conformes aux sociétés capitalistes où l'individualisme est un instinct particulièrement présent. La genèse conceptuelle de la monnaie dans son analyse répond à une logique certes extrêmement puissante, qui trouve un écho dans les sociétés dominées par le néolibéralisme, mais qui trouvera bien des difficultés à s'appliquer à des sociétés dites « primitives ». Pour Théret et Servet, la présence de la monnaie est assurément transhistorique et universelle, ce qui explique l'existence des *paléomonnaies* (terme inventé par Servet), dans des sociétés pour lesquelles la logique de la séparation marchande ne fait pas sens. La genèse conceptuelle élaborée par Lordon et Orléan (2006) ne permet pas d'expliquer la monnaie lorsqu'on tente de la concevoir en dehors des sociétés marchandes⁷⁹.

Il était nécessaire de rappeler que l'institutionnalisme monétaire est un groupement hétérogène dont les contours restent à baliser⁸⁰. Cependant, les termes de l'alternative dans laquelle se reconnaissent les chercheurs que nous rassemblons dans ce courant de recherche ont prévalu à nos yeux sur les dissensions qui sont présentes en son sein.

La genèse conceptuelle de la monnaie dans l'approche institutionnaliste

Les approches institutionnalistes de la monnaie considèrent non seulement utile, mais aussi indispensable le recours à l'interdisciplinarité. Ainsi, les économistes utilisent les réflexions des sociologues, des anthropologues, des historiens, et des philosophes. Pour appuyer l'idée que la monnaie est au centre des sociétés marchandes, certains auteurs institutionnalistes mobilisent une genèse conceptuelle qui permet de rendre compte de l'impératif de la monnaie. Celle-ci n'est pas vue comme un unique facilitateur des échanges mais plutôt comme une condition de réalisation de la société marchande.

Quelle est la démarche de la genèse conceptuelle ? Il s'agit de partir de l'étude d'une situation non pas historique, mais une situation antérieure virtuelle sans monnaie, afin d'exposer le caractère fondamental de ce dont on a imaginé l'absence. La genèse conceptuelle développée par Lordon et Orléan (2006), reprise par Orléan (2011, p. 170-182), a pour point de départ une économie marchande développée, mais privée de

⁷⁹ Ce constat a donné lieu à un article de Servet (2013).

⁸⁰ En 2016, à l'occasion d'un colloque nommé 'Institutionnalisme Monétaire Francophone', apparaît un peu plus clairement l'unité d'un programme de recherche, par « une communauté de chercheurs non satisfaits des micro et macroéconomies néoclassiques, même renouvelées et étendues », qui converge « autour d'une conception de la monnaie en tant qu'institution et se frottant à des approches historiques, anthropologiques et philosophiques » (extrait de l'appel à communication du colloque IMF).

monnaie, un état de nature a-monétaire, ce qui est une pure fiction – tout à fait contraire aux fondements de l'économie marchande que les deux auteurs s'emploient à décrire⁸¹.

La genèse conceptuelle décrit une situation dans laquelle les agents affrontent une incertitude radicale, à la fois du fait de la séparation marchande qui les caractérise (« ni dépendance personnelle, ni engagement collectif qui viendraient retreindre l'autonomie des décisions privées » pour reprendre les termes employés par Lordon et Orléan, 2006), et du fait de l'absence de tout encadrement des décisions des agents, prises de manière décentralisée. Chacun des producteurs éprouve toutefois le besoin qu'une conception de la valeur émerge, et chacun d'entre eux va œuvrer pour que sa propre conception s'impose, ce qui donne lieu à un processus concurrentiel de définition de ce qui incarne la richesse. Ce processus concurrentiel est une alternative à la violence directe. Les individus sont en quête de ce qui permet de se procurer d'autres biens, pour assurer leur propre survie, et se maintenir dans la hiérarchie sociale.

Dans ce cadre, c'est du besoin de sécurité que la monnaie va émerger. La sécurité vient avec l'acquisition d'un bien-richesse, dont l'acceptabilité est acquise pour chacun des agents ; avant cela, il est cependant nécessaire pour eux de s'accorder sur la définition de la richesse et du bien-richesse incarnant la liquidité. La monnaie naît alors d'un processus d'élection-exclusion, symptôme de ce que Lordon et Orléan (2006) appellent « la puissance de la multitude », la multitude se renforçant avec – tout en les récompensant – ceux qui choisissent de la suivre, et excluant ceux qui la contestent, à la manière d'une punition. Cette punition, qui conduit les contrevenants à être placés à la périphérie de la sphère marchande, encourage leur adhésion tardive au système usant du bien-richesse dominant, en générant chez eux une confiance teintée de contrainte et de résignation. « La logique autoréférentielle se régule au travers de l'émergence d'une référence qui, bien que produite par les interactions, s'impose aux acteurs comme une puissance autonome, extérieure à eux » (Orléan, 2011, p. 308). Le bien-richesse élu, qui trouve pourtant ses sources dans les décisions des individus marchands, apparaît à ceux-ci comme un objet extérieur, qui incarne la multitude, mais qui s'élève à un niveau hiérarchiquement supérieur. En dehors des périodes de crises, les individus considèrent que ce bien-richesse, qui endosse les propriétés de la monnaie, est protégé par la multitude, et inatteignable.

⁸¹ Même si Lordon et Orléan (2006) (mais aussi Aglietta et Orléan, 2002) affirment que leur contribution propose une genèse purement théorique qui ne prétend pas à l'existence historique, notre analyse n'adhère pas à la théorie fondée sur l'élection d'un bien-richesse, reposant sur la vision d'une monnaie en tant qu'actif se détachant progressivement des autres biens et qui ressemble fortement à l'analyse autrichienne de la genèse de la monnaie (Menger, 1892 ; pour la critique de l'usage de la genèse, voir Cartelier, 1983). Cette théorie est néanmoins intéressante pour amorcer une critique de l'approche standard de la monnaie et pour la conception de la monnaie qu'elle propose : celle-ci coordonne et produit une unité sociale.

Ajoutons que lorsque les échangistes rentrent en relation alors qu'ils appartiennent à des sphères différentes, ils vont nécessairement développer une notion commune de *liquidité*, dont ils étaient dépourvus lorsqu'ils n'avaient pas à échanger entre eux (une telle notion n'aurait jusqu'alors été d'aucune utilité). C'est bien l'entrée en contact avec de nouvelles sphères marchandes qui nécessite de la part des échangistes la définition d'une forme de liquidité qui fasse unité.

La monnaie dans l'économie marchande : un système de paiement

La monnaie peut être considérée comme un système de paiement. Cette affirmation découle d'abord de l'idée qu'une unité de monnaie a pour vocation essentielle le paiement d'une transaction marchande. Quel sens aurait la monnaie pour un Robinson Crusoé, ou tout autre individu isolé ? La monnaie sert à des interactions marchandes⁸², qui impliquent déjà la société. Derrière l'existence d'une monnaie, il y a d'autres individus ou marchands prêts à l'accepter comme paiements en contrepartie d'un bien ou d'un service, des institutions qui permettent son stockage sous forme d'épargne, et d'autres institutions qui se chargent de son émission dans ce circuit, en bref, il y a toujours un système monétaire. Il s'agit nécessairement d'un système, celui-ci étant compris, en reprenant la définition du *Litttré*, comme « un composé de parties coordonnées entre elles ». La monnaie est un de ces faits sociaux totaux qui cimentent la société, celle-ci étant atomisée dans des proportions variables selon les périodes et les sociétés étudiées. Les sociétés capitalistes offrent à voir des sociétés particulièrement atomisées, puisqu'y sont manquants les filets de sauvetages communautaires présents dans des sociétés que l'on se permet de qualifier ici de « primitives ». La dynamique de la séparation marchande à l'œuvre dans les sociétés capitalistes renforce paradoxalement le désir des agents d'une richesse socialement validée. Alors que la société capitaliste se repose sur une conception de l'humanité dans laquelle la société a disparu pour ne laisser que des individus⁸³, la monnaie reconstitue un lien puissant entre les individus, incarnant en cela la société.

Si la monnaie apparaît alors clairement comme une relation, ce constat est masqué par la croyance en la capacité de privatisation de la monnaie, dans la mesure où cette relation de paiement « se présente comme un objet à un des pôles du paiement » (Aglietta, 1988, p. 108). Une telle croyance est portée par la conception de la monnaie-objet potentiellement privatisable par ses usagers. Pourtant, la monnaie « est logiquement impossible à apprivoiser, puisque vouloir s'approprier privativement une pure relation, c'est faire disparaître cette relation » (Aglietta, 1988, p. 107-108). On retrouve cette idée

⁸² Bien que dans de nombreuses sociétés, des transactions monétaires peuvent être considérées comme des transactions non marchandes.

⁸³ Margaret Thatcher n'affirmait-elle pas que « la société n'existe pas » ?

dans Cartelier (1996)⁸⁴. Il est donc impossible de concevoir la monnaie autrement que comme une relation, et surtout pas comme un objet qui pourrait être isolé de la société.

Au sein des sociétés marchandes, les individus qui se livrent à des échanges doivent se libérer de leur dette par une contrepartie à la marchandise. À ce stade de notre réflexion, l'hypothèse du troc, dont la littérature a déjà démontré qu'elle possède un caractère fabuleux⁸⁵, est exclue. Les individus, dont les soldes ne sont pas équilibrés, doivent régler leur transaction au moyen d'un tiers médiateur. Nous reprenons ici l'analyse de Cartelier (1996 ; 2013), pour qui *la monnaie est un système de paiement*. La monnaie repose invariablement sur trois principes :

Une unité de compte

Les transactions doivent s'établir dans les termes d'une unité de compte qui est une convention entre les différentes parties impliquées dans la transaction. C'est absolument nécessaire à la communauté marchande. L'unité de compte est l'unité dans laquelle sont enregistrés les crédits et les dettes. Elle est socialement reconnue au sein de la communauté marchande.

Pour Théret (2007, p. 21), « la monnaie apparaît d'abord comme unité de compte, ce par quoi elle constitue une première forme de représentation symbolique unitaire de la totalité sociale ». Alary (2006, p. 449) la considère comme une fonction pivot, « le langage qui donne un sens commun aux deux autres fonctions ». Elle s'inscrit en tant que convention entre les agents, sans laquelle les échanges ne peuvent avoir une expression monétaire. Partant, l'unité de compte peut être considérée comme l'attribut premier d'une monnaie.

Le monnayage

Le monnayage détermine les conditions d'accès des individus aux moyens de paiements. Le monnayage peut être défini comme « une procédure dans laquelle le résultat d'une activité privée est validée arbitrairement par une institution centrale comme unité de compte de toute autre activité » (Deleplace, 1985, p. 130). Le monnayage est un enjeu de luttes important : « il s'agit de déterminer qui peut, et à quelles conditions, voir sa dette admise à être transformée en monnaie » (Orléan, 2008, p. 77).

Les agents obtiennent des moyens de paiements indépendamment des ventes qu'ils effectuent au sein du marché, les dépenses des uns, enregistrées comme des flux, étant les recettes des autres. A l'échelle macroéconomique, les dépenses sont égales aux

⁸⁴ On la retrouve aussi chez Marx (1959, p. 107-108), qui avait bien perçu en son temps l'ambivalence de la monnaie : « Mais l'argent est lui-même marchandise, une chose qui peut tomber sous les mains de qui que ce soit. La puissance sociale devient ainsi puissance privée des particuliers ».

⁸⁵ Voir notamment les travaux de Servet (2001) pour étudier la « fable du troc ».

recettes. En revanche, nous ne pouvons pas en dire autant des individus : si une telle identité est nécessairement respectée au niveau macroéconomique, les soldes des individus sont, pour les uns, positifs, et négatifs pour d'autres. Les soldes de chaque individu sont déséquilibrés, car les transactions ne sont pas simultanées.

Dans les sociétés capitalistes, c'est le marché qui juge les décisions prises par les individus, la demande exprimée sur le marché venant valider (ou invalider) les choix réalisés par les capitalistes. Au travers les flux de monnaie qui traduisent ces arbitrages viennent en même temps gonfler (ou dégonfler) les stocks de monnaie, et donc la richesse détenue par chaque acteur. Les règles d'octroi de crédits peuvent permettre à un agent sans stock de richesse d'avoir accès aux moyens de paiements et d'intervenir sur le marché. Un projet émanant d'une entreprise capitaliste viable du point de vue du marché générera des recettes telles que le crédit sera remboursé à partir d'elles, et des profits en seront même tirés. Les conditions d'accès au crédit représentent donc un enjeu important pour assurer la dynamique du capitalisme et son renouvellement⁸⁶. C'est aussi pour cette raison que le crédit doit en même temps faire l'objet d'une régulation importante : si un crédit permet à un agent de se dispenser d'une épargne préalable pour intervenir sur le marché, il doit être soumis à une réglementation de manière à assurer la finalité des paiements. Un monnayage efficient est celui qui répercute sur les stocks de richesse (monétaire) les décisions du marché. En principe, le crédit ne doit pas rentrer en contradiction avec la validation (ou l'invalidation) de la stratégie des acteurs par la société. Les divers types de régulations veillent théoriquement à ce que les pratiques de crédit ne se distribuent pas en direction d'activités déconnectées des choix du marché. Lorsqu'elles échouent à le faire, les « émissions vides »⁸⁷ de crédit alimentent la formation de bulles et empêchent l'ajustement des producteurs au marché. La sélection des producteurs est alors distordue, l'ajustement qui est repoussé à une période ultérieure n'en sera que plus brutal. Les bulles et les crises financières qui leur succèdent et dont nous sommes contemporains illustrent bien le besoin de régulations des pratiques de crédit. La nature séquentielle des transactions rend nécessaire une procédure de règlement des soldes.

La procédure de règlement des soldes

Nous l'avons vu, à un niveau agrégé de l'économie, les dépenses des différents agents sont égales à leurs recettes. En revanche, l'équilibre ne se vérifie pas à un niveau individuel, les agents se trouvant le plus souvent en excédent ou en déficit. Pour éviter que les déséquilibres se creusent toutefois entre les agents en déficits et ceux en excédents, et donc pour assurer la viabilité du système, le système monétaire repose sur

⁸⁶ Selon leurs propres conditions dans la société, certains individus n'ont pas d'autres choix que de se salarier pour obtenir des moyens de paiements.

⁸⁷ Nous reprenons ici une expression de Bernard Schmitt (1984, p. 507).

une procédure de règlement des soldes des agents. Il s'agit, pour ceux qui sont en déficit, de régulariser leur situation vis-à-vis de la société entière, en réalisant un transfert de richesse, exprimé dans l'unité de compte. La procédure de règlement des soldes se charge donc de l'effectivité des transferts monétaires. Elle est indispensable au fonctionnement du système de paiement : c'est par son biais que la contrainte monétaire s'exerce sur les agents et que les déficits se règlent pour que l'identité macroéconomique se vérifie⁸⁸. Elle finalise les décisions du marché. C'est un des canaux d'expression de la « violence » de la monnaie.

Nous venons de montrer que le système de paiement est au cœur des sociétés marchandes. Il est constitué d'institutions qui appartiennent au système et qui sont susceptibles de provoquer des bouleversements d'ordre systémique. Aussi, le système de paiement a besoin d'être chapeauté par une forme supérieure d'autorité, dont la première fonction est de maintenir l'intégrité du système.

Penser la monnaie comme un système de paiement permet d'analyser théoriquement les infrastructures de paiements, celles-ci constituant une réalité dans le fonctionnement des économies monétaires modernes. Cette démarche surmonte une lacune importante des sciences économiques dominantes : une des conséquences gênantes du raisonnement standard selon lequel la monnaie est un actif financier est « la mise en arrière du contexte institutionnel au sens large : institutions formelles, lois, coutumes, mais aussi canaux d'alimentation en monnaies étrangères, mode de diffusion de ces monnaies dans l'espace économique, etc. » (Blanc, 2000, p. 121). Si nous accordons de l'importance à chacun de ces points, nous insistons particulièrement sur les deux derniers : les canaux d'alimentation en monnaies étrangères et le mode de diffusion de ces monnaies apparaissent essentiels à l'usage – et à la domination – d'une monnaie (aujourd'hui, le dollar) dans le commerce international, cependant, ces aspects sont ignorés de l'étude des choix de monnaies pour les échanges internationaux. Les infrastructures permettant la circulation du dollar américain et structurant le système bancaire du dollar apparaissent pourtant comme une construction bien concrète et observable.

Le rapport du politique à la monnaie

Rarement éloigné des institutions formelles qui assurent l'intégrité du système de paiement, le gouvernement est un acteur de premier plan dans les systèmes monétaires. Les auteurs institutionnalistes reconnaissent bien en tout temps l'importance du souverain dans le fonctionnement de la monnaie. Cependant, leur approche les invite à rejeter l'initiative de l'émergence de la monnaie au souverain. La monnaie est associée à

⁸⁸ «The settlement of balances makes the monetary constraint effective and determines individual wealth after the market (which generally differ of wealth before the market) validating disequilibria of sales and purchases observed in the markets» (Cartelier, 2013, p. 169).

une figure de souveraineté au sein d'un espace socioéconomique qui n'implique pas nécessairement l'Etat ou le Prince. Celui-ci est en revanche le premier intéressé à la captation de la monnaie et à sa régulation. L'émergence des nations modernes a rendu ce phénomène plus évident encore, ainsi que l'affirme Georg Simmel :

« On peut dire que l'argent devient de plus en plus institution publique au sens de plus en plus strict du terme : il consiste toujours davantage en ce que puissance publique, institutions publiques, modes de circulation et garanties reconnus par la collectivité font de lui, et dans les objectifs de cette légitimation » (Simmel, 2009, p. 205).

Ce point est important pour notre étude puisque les déterminants des choix de monnaie pour les échanges internationaux se trouvent modifiés par les relations existantes entre la monnaie et le gouvernement politique.

Le modèle d'élection-exclusion de la monnaie cher à Orléan (2008, p. 79) « se trouve notamment transformé et approfondi dès lors que la dimension politique est introduite ». Orléan consacre en effet quelques paragraphes à ce qu'il appelle « le rapport de captation » de la monnaie par le pouvoir politique : « il est impératif pour l'Etat de veiller à ce que les conditions du monnayage viennent conforter les hiérarchies sociales dont il est le garant » (idem, p. 77). Le gouvernement imprime au système de paiement tout entier ses propres directives politiques afin que les priviléges d'accès à la monnaie n'échappent pas aux catégories sociales qu'il protège avant tout. Par conséquent, l'Etat ne peut envisager de « rester passif dans le processus d'élection-exclusion de la monnaie » (idem, p. 77). Nous pouvons déduire de cette analyse que l'Etat oriente les individus dans leur choix de monnaies, via des mécanismes incitatifs, sinon contraignants, car il y trouve des intérêts clairement établis : des raisons d'abord politiques, afin d'assurer la cohérence politique de l'espace de circulation, et assurer sa compatibilité avec le système de valeurs de la société ; mais aussi pour des raisons matérielles, afin de pouvoir appliquer sur l'espace politique des mesures fiscales.

Toutefois, la genèse conceptuelle de la monnaie telle qu'analysée dans Aglietta et Orléan (2002), Lordon et Orléan (2006) et Orléan (2011) insiste particulièrement sur la notion de liquidité dans l'élection de la monnaie, et par le mimétisme qui caractérise les interactions marchandes. Partant de cette analyse, il n'est pas étonnant que les institutionnalistes critiquent sévèrement l'approche étatique de la monnaie telle que les juristes l'adoptent majoritairement, tout comme ils critiquent l'approche chartaliste de la monnaie, selon laquelle la monnaie est une créature de l'Etat (voir encadré en annexe).

Il n'en reste pas moins que ces auteurs tiennent à rendre compte des phénomènes de captation par le pouvoir politique de la monnaie, notamment lorsqu'ils analysent l'inégale distribution de l'accès à la monnaie. Ainsi, la monnaie n'est pas seulement un langage adopté progressivement par les agents suivant des processus mimétiques dénués d'intervention de la part d'institutions formelles. Nous pouvons citer Bruno Théret (2007, p. 45) pour exprimer cette idée. Selon lui, « c'est précisément dans cette pure

horizontalité que réside le grand défaut de l'approche communicationnelle de la monnaie : en mettant l'accent sur une communication destinée à permettre la coordination des actions, elle suppose que l'accès à la monnaie n'est pas inégalement distribué. Or il n'en est rien, car la monnaie n'est pas seulement une ressource cognitive comme le langage, un système abstrait de compte publiquement partagé, mais aussi un ensemble de moyens de paiement qui sont des créances sur la société inégalement réparties et qui peuvent faire l'objet d'une appropriation ou d'un contrôle privatif ». L'accès à la monnaie est un enjeu tel qu'il détermine la redistribution de la richesse et donc de la capacité d'intervenir sur le marché. Par la même occasion, il donne naissance à de possibles contestations de la part de certains agents.

Puissance et légitimité de la monnaie

Une fois la monnaie assise au sein de la communauté marchande, et que la puissance publique réussit à contrôler les conditions de son émission et de sa régulation, la légitimité de la monnaie n'est pas pour autant assurée indéfiniment. Elle ne saurait être acquise de manière éternelle. Les formes de contestations sont multiples et s'opposent aux conditions dans lesquelles s'exerce la souveraineté de la monnaie. Comme l'écrivit Ghislain Deleplace (1994, p. 110), « l'histoire monétaire est aussi celle de la résistance des individus au pouvoir monétaire ». Ce point est illustré à de nombreuses reprises dans l'Histoire, un exemple récent se trouvant dans le cas de l'Argentine : la convertibilité du peso argentin, fruit d'un compromis social, a été conçue pour être « éternelle » et inscrite dans la Constitution du pays (voir la contribution de Roig, 2008). Le compromis, contesté par des corps sociaux de plus en plus forts, a exposé sa fragilité en implosant suite à une crise politique majeure qui a eu raison de la caisse d'émission en vigueur.

Les systèmes monétaires peuvent ainsi produire des divergences croissantes au sein d'une société, qui donnent lieu à des fragmentations monétaires. La fragmentation peut s'expliquer par la contestation, par des groupes sociaux, de principes associés à la monnaie. Cela peut se faire au sein d'un même territoire ou pays entre différents groupes sociaux aux pratiques monétaires divergentes. L'espace de circulation repose sur une validation de principes. La légitimité de la monnaie se traduit par l'incarnation de la multitude, mais la même monnaie traduit pour une partie de la communauté marchande une adhésion contrariée, révélant des coûts. Les coûts associés à la validation de principes peuvent favoriser les formes de sédition monétaire. L'euro illustre depuis 2010 cette tendance à la sédition : les différentes orientations des gouvernements élus au sein de la zone, leur opposition quant aux orientations de politiques monétaires et budgétaires ont transparu, et ils n'ont évité que de justesse, et probablement que temporairement, un scindement de la zone euro. Les principes de la discipline budgétaire sont appuyés par certains pays (l'Allemagne, la Finlande, les Pays-Bas, l'Autriche) tandis que d'autres pays se prononcent plus favorablement en faveur d'un relâchement de cette discipline – du moins le rendre possible quand la conjoncture le suggère.

Les partisans de la discipline budgétaire stricte au sein de la zone euro, et d'une politique monétaire focalisée sur la stabilité des prix, ont ainsi associé la monnaie à des règles qui paraissent particulièrement dures à toute une frange de l'Europe, particulièrement les économies d'Europe du Sud. Si les élites économiques de ces pays ne sont vraisemblablement pas attachées au relâchement de la discipline budgétaire et de l'orthodoxie monétaire, les mouvements sociaux dans leur pays les poussent à espérer des inflexions conjoncturelles. Une telle inflexion n'a pu se concrétiser du fait de l'opposition de l'Allemagne, des Pays-Bas, et de la Finlande notamment. Ce bloc de pays a indirectement menacé d'exclusion de la zone les pays qui ne se plieraient pas à la discipline prévue dans les traités européens. Les principes associés à la monnaie européenne représentent bien un coût. Si la sédition monétaire a été évitée pour la Grèce ou pour Chypre, il n'est pas exclu que la même question se repose dans les mois à venir.

A l'inverse, la monnaie peut être à l'origine de puissantes convergences. Au sein d'une communauté, elle peut favoriser l'unification de la société. En ce sens, les exemples historiques ne manquent pas pour illustrer la capacité de certaines monnaies à participer à l'unification territoriale et politique d'un pays. McNamara (2002) montre ainsi que le dollar a permis aux Etats-Unis de réunifier un territoire ravagé par la guerre de sécession. Le dollar a été central dans la construction de l'Etat fédéral américain. Il a d'ailleurs cristallisé les clivages historiques dans le paysage politique américain, tels que le rapport à l'Etat fédéral, et l'aversion d'une partie du pays pour la centralisation politique et économique. Le dollar a donc essuyé les succès et les échecs des différents mouvements politiques et a ainsi connu divers prototypes de banques associées au pouvoir fédéral⁸⁹, chacune d'entre elles étant balayée à la suite d'élections par le camp adverse, qui souhaitait supprimer toute trace d'organe centralisateur sur le plan monétaire et financier. La construction actuelle de la Réserve Fédérale repose sur un compromis entre anticentralisateurs et centralisateurs, qui adapte un modèle (centralisateur) de banque centrale moderne à la configuration politique étatsunienne de l'époque, expliquant l'existence de douze *Federal Reserve Banks* et non une seule (Mehrling, 2002 ; Le Maux et Scialom, 2007).

Or, et c'est là un point qui se réfère à la tradition marxiste, la légitimité de la monnaie n'est jamais acquise pour toujours car elle porte en elle les germes de sa contestation. Nous avons vu que la monnaie fait système : elle agrège autour d'elle une véritable société, mais celle-ci est traversée par des intérêts divergents et des conflits. La légitimité de l'ordre monétaire, et particulièrement du monnayage en vigueur, est remise en question à l'occasion de la manifestation de ces intérêts divergents. Elle est au cœur des luttes au sein de la communauté marchande. L'ordre monétaire suscite en effet des interrogations chez les individus qui se sentent lésés par les conditions de

⁸⁹ On ne peut guère parler de « banques centrales » bien qu'elles avaient vocation à assurer certaines missions qui relèvent aujourd'hui des missions des banques centrales. La First Bank, puis la Second Bank.

fonctionnement, les conditions d'accès aux moyens de paiements. Lorsque ces individus parviennent à former un groupe en soi et pour soi, il en résulte une lutte pour la modification, sinon le renversement de l'ordre monétaire en vigueur.

La monnaie entre unicité et pluralité

La majorité des économistes pensent le système monétaire sous le prisme de l'unicité, car, on l'a vu, le rôle essentiel de la monnaie dans la théorie standard est celui de la réduction des coûts de transaction. La tendance naturelle qui accompagne le développement économique et l'intégration marchande devrait donc se trouver dans l'unification monétaire. Or, malgré la domination du dollar dans les échanges internationaux, et même, dans certains pays, les phénomènes de dollarisation – partielle ou complète – les pratiques monétaires restent caractérisées par des tendances contradictoires, à l'unification, mais aussi à la fragmentation monétaire. Or le phénomène de fragmentation monétaire est relativement négligé.

« Dans toute société le phénomène monétaire est une réalité fragmentée du fait de l'existence d'une grande diversité de moyens de paiement aux propriétés monétaires – en particulier leur disponibilité – plus ou moins étendues, du fait d'un ensemble de contraintes techniques et légales et d'habitudes propres à chaque communauté de paiement et du fait de l'intensité, de l'extension du champ et des modes – variables selon les sociétés – d'intervention des instruments monétaires dans l'intégration et la rivalité des individus et des groupes » (Courbis *et alii*, 1990, p. 14).

Nous devons toutefois relever deux degrés de pluralités monétaires. La pluralité des systèmes de compte, et la pluralité des instruments monétaires au sein d'un même système de compte. Nous allons étudier ces deux formes de fragmentations car chacune d'entre elles nous sera utile dans notre analyse. Il s'agit là de deux fragmentations bien différentes.

Commençons par la fragmentation du système de compte. Elle se présente à l'évidence dans les cas où la stabilité économique, et/ou politique est remise en question, et favorise une contestation de la monnaie « légale ». Le chapitre 6 d'un ouvrage de Jérôme Blanc, *Les monnaies parallèles*, se rapporte à notre problématique puisqu'il se penche sur « l'emploi de monnaies étrangères ». Notre analyse ne porte pas exactement sur le même objet que son ouvrage puisque nous nous focalisons sur les échanges internationaux, tandis que son analyse porte essentiellement sur les pratiques monétaires à une échelle locale. Son analyse fournit cependant une liste de déterminants de choix de monnaies. L'usage massif de monnaies étrangères dans un espace marchand national, qui implique l'usage d'un système de compte alternatif, traduit le plus souvent une situation de crise. Blanc (2000, p. 129-130) identifie en effet cinq contextes favorables à l'emploi de monnaies étrangères au sein d'espace marchands domestiques : la crise inflationniste, la pénurie de moyens de paiement, la pénurie de biens, les réseaux transfrontaliers, et l'abandon de souveraineté. Les trois premiers sont révélateurs de crises économiques. Le quatrième renvoie à la présence, sur l'espace marchand domestique, d'acteurs étrangers

capables de réaliser leurs opérations dans leur propre unité de compte de référence, ce qui revient à contester le système de compte local. Le cinquième renvoie, lui, à la survenance d'une crise politique majeure qui aboutit à l'abandon de l'instrument de la politique monétaire. Ces cinq contextes nationaux exercent une influence sur les choix de monnaies du commerce international : ils amènent d'abord au centre des réflexions des individus la question de la soutenabilité du système de compte jusqu'alors utilisé, et peut ensuite se traduire par une bifurcation vers des systèmes alternatifs. À l'opposé, l'unicité du système de compte est observée « dans les périodes de stabilité des régimes monétaires « modernes » lorsque celle-ci « vaut comme une règle respectée sur un territoire politique unifié sous une figure de souveraineté » (Servet *et alii*, 2008, p. 193).

Pour Orléan (2011, p. 179-180), la pluralité des monnaies s'explique par « d'autres intérêts que les seuls intérêts marchands qui sont à l'œuvre, principalement la volonté de la souveraineté politique d'instrumentaliser l'émission monétaire aux fins de sa propre puissance ». Ces formes de contestation de la souveraineté d'une monnaie – contestation soutenant de fait une autre unité de compte –, sont encouragées par des appareils gouvernementaux et expliquent la pluralité monétaire sur le plan international.

L'analyse institutionnaliste, fort heureusement, ne s'arrête pas à l'opposition selon laquelle la pluralité relève d'une crise économique ou d'une crise de souveraineté tandis que l'absence de telles crises implique l'unicité. Elle offre également des outils pour la compréhension des phénomènes de fragmentation monétaire dans le fonctionnement d'une économie *en dehors de ses périodes de crise*.

Une économie, si l'on admet qu'elle est fragmentée, du moins sur le plan socioéconomique, est le plus souvent caractérisée par des pratiques monétaires distinctes selon les espaces socioéconomiques concernés. A chaque monnaie correspond un espace socioéconomique, une « constellation sociologique », pour reprendre l'expression de Simmel (2009, p. 196). La segmentation entre les espaces n'est pas totale, car les espaces socioéconomiques ne sont pas hermétiques. Toutefois, des distinctions s'opèrent à plusieurs niveaux et trouvent leur origine dans l'activité économique et le circuit de la monnaie. Pour reprendre les éléments de l'analyse de Jérôme Blanc, on peut identifier plusieurs étapes, liées à la circulation monétaire au sein de ces espaces socioéconomiques, susceptibles d'orienter les individus vers une monnaie plutôt qu'une autre : parmi elles, « l'origine des revenus », « le mode de leur mise en réserve » ou encore « les formes de la monnaie servant au paiement » (Blanc, 2008, p. 36).

L'origine des revenus influence la façon dont ceux-ci seront dépensés⁹⁰. Le mode de mise en réserve des revenus est également important : la possibilité d'épargner dépend

⁹⁰ Day (1994) l'expose dans son étude des usages de l'argent par des prostituées, qui s'interdisent certains achats – notamment liés aux dépenses familiales – lorsque l'argent dont elles disposent provient de leur prostitution.

des structures conçues à cet effet, et les différentes unités de compte ne sont pas appuyées par les mêmes appareils bancaires, logistiques et techniques. C'est un paramètre important dans les choix de monnaie. Enfin, pour les formes de la monnaie servant au paiement, la problématique des échanges internationaux pose la question de l'établissement de réseaux de paiements, ainsi que celle des différents instruments pouvant coexister. Si certains espaces socioéconomiques sont associés à des instruments monétaires distincts, les écarts technologiques et socioéconomiques peuvent être à l'origine d'un fractionnement monétaire : certaines classes sociales peuvent par exemple user de monnaies étrangères grâce à leur accès aux technologies auxquelles elles ont accès. C'est ainsi qu'au moyen âge, les services bancaires ne pouvaient se développer pleinement à l'échelle domestique. Les seuls intéressés potentiels à ces services se trouvant être les classes fortunées, trop peu nombreuses au sein des royaumes, les réseaux bancaires se sont donc d'abord établis à une échelle transnationale (Rochon et Vernengo, 2003). Les infrastructures technologiques sont déterminantes : les fractures technologiques qui divisent des espaces socioéconomiques peuvent accompagner les procédures de fractionnement monétaire⁹¹.

La pluralité monétaire dans les échanges internationaux associe plusieurs systèmes monétaires : le dollar est la monnaie massivement utilisée dans les échanges internationaux, plusieurs monnaies internationales de second rang sont utilisées dans des proportions moindres, et des monnaies nationales continuent pour beaucoup d'être utilisées, essentiellement dans les circuits nationaux. Cette pluralité peut s'expliquer en partie par des cloisonnements socioéconomiques. Là encore, on peut effectuer des analogies avec des sociétés dites « primitives », au moyen d'analyses se rapportant à des sociétés indigènes. Par exemple, lorsque les colons européens ont rencontré des sociétés indigènes, les pratiques monétaires ont connu des bouleversements riches en enseignements.

« Dans un certain nombre de situations, assez fréquentes, les anciennes « monnaies » se réduisent à des champs sociaux particuliers, et les fonctions fiscales, commerciales, voire dans certains cas aussi rituelles, sont remplies par les instruments introduits par le colonisateur ; les différents instruments sont alors totalement cloisonnés, ou bien il existe des moments et des formes de passage et de conversion. [...] Dans certains cas enfin, les aînés ou les clans qui ne contrôlent pas par exemple les flux extérieurs de revenus (procurés notamment par salarisation sur des plantations extérieures ou comme domestiques ou coolie dans les ports), interdisent les usages sociaux et rituels des nouveaux instruments, les usages « hors-marché » des anciennes monnaies se trouvant ainsi longtemps préservés » (Servet *et alii*, 2008).

⁹¹ Les pratiques liées au *bitcoin* en sont l'exemple. Malgré l'essor fulgurant de la crypto-monnaie, son acceptation reste limitée à un petit nombre de sphères marchandes.

La pluralité des systèmes de compte est donc pensée par la lecture institutionnaliste, comme liée aux cloisonnements socioéconomiques, entremêlant la question des réseaux transactionnels avec celle des contestations possibles de la souveraineté de la monnaie « nationale ».

Passons au second point, c'est-à-dire la pluralité des instruments monétaires au sein d'un même système de compte. Lorsque Blanc (2000) évoque la pluralité monétaire, c'est surtout pour évoquer ce cas de figure, dans lequel des instruments monétaires divers coexistent au sein d'un même espace, toutefois exprimés dans la même unité de compte, celle-ci faisant système. Cette forme de pluralité là est une constante, aisément observable dans les pratiques monétaires actuelles. S'il y a donc le plus souvent unicité du système de compte, il y a toujours pluralité des instruments monétaires qui lui sont associés.

Ici encore, l'espace socioéconomique est déterminant dans les pratiques monétaires. Au sein de l'espace monétaire, qui cette-fois-ci, est unifié autour de la même unité de compte, les usages monétaires divergent, pour des raisons multiples, aisément envisageables car elles relèvent du quotidien de l'humanité. Selon l'accès à des appareils technologiques avancés, un commerçant sera – ou ne sera pas – en mesure d'accepter les instruments monétaires proposés par son client pour régler son achat. Un enfant de 8 ans avec un billet de 500 euros aura bien du mal à les dépenser dans un commerce, même si la loi se prononce théoriquement en sa faveur. Certains instruments monétaires ont une validité limitée, dans le temps, dans l'espace, et dans le nombre d'acteurs susceptibles de les accepter, tels que les bons d'achat. Là encore, on constate l'importance de « l'origine des revenus, le mode de leur comptabilisation, le mode de leur mise en réserve, les formes de la monnaie servant au paiement » (Blanc, 2008, p. 36). Les individus, selon leur statut et leurs propres réseaux, auront un rapport différent aux moyens de paiement, avec un accès différent aux moyens de paiements. On entrevoit la dimension holiste de notre propos, puisque *la position qu'occupe un individu au sein d'une société marchande est une variable déterminante de son accès au moyen de paiement et au type d'instruments monétaires dont il disposera par la suite*.

C'est finalement la même lecture, celle de l'espace socioéconomique et des cloisonnements induits par la pluralité de ces espaces, qui permet la compréhension de la pluralité monétaire. C'est celle que nous retiendrons pour comprendre le fractionnement et la pluralité des monnaies dans les échanges internationaux. Cette lecture permet de dépasser la vision dans laquelle la monnaie n'est qu'un lubrifiant des échanges qui réduit les coûts de transaction. L'hypothèse de l'absence de fongibilité entre les monnaies, et entre les instruments monétaires, nous permet également d'appréhender la configuration monétaire internationale.

Le dollar n'échappe pas à la règle qui veut que les systèmes monétaires sont le plus souvent caractérisés par une pluralité d'instruments monétaires à usages restreints. Ponsot (2008) contribue à cette littérature, en montrant que les pièces de 1 dollar ne

trouvent que très peu d'usages aux USA (parmi lesquels les cabines téléphoniques, par exemple), mais qu'elle est en revanche répandue en Equateur, pays dans lequel le dollar est la monnaie officielle, du fait de contextes socioéconomiques très différents. Nous pouvons en fournir un autre exemple concret, toujours avec le cas du dollar : la chambre de compensation de New York propose un instrument monétaire ultime de règlement des soldes interbancaires, limité au cercle des banques membres du réseau. Les banques participantes disposent en effet d'un avantage, celui de pouvoir différer leurs obligations sans suspendre leurs paiements, grâce au principe du *multilateral netting system*. Le montant des règlements en dollars au sein de la chambre de compensation de New York est largement supérieur au montant des dollars à disposition des banques, que celles-ci ont fourni à la structure en guise de *prefunding*. C'est parce que l'organe de règlements des balances tient compte du fait que dans ce système, les sorties se font indépendamment des rentrées de monnaie. Les paiements ont lieu d'une manière séquentielle. La structure offre la possibilité aux agents d'être temporairement à découvert. Par ce mécanisme, elle est à l'origine de la création d'une forme d'instrument de règlement, dans un circuit qui est indépendant de celui de la Réserve Fédérale. C'est donc bien un instrument monétaire en dollar qui est déployé en circuit fermé au sein de CHIPS pour assurer la continuité des paiements interbancaires⁹². Le levier que permet une institution comme CHIPS explique son succès, et explique aussi que les systèmes monétaires concurrents tentent de créer des institutions similaires : EURO1 pour l'euro, et CIPS pour le renminbi.

La monnaie, au-delà des coûts de transaction. L'hypothèse d'absence de fongibilité des monnaies

La lecture institutionnaliste tire une partie de ses réflexions de l'analyse de Polanyi, qui a mis en avant l'existence, dans les sociétés primitives, de *special purpose monies*, soit des monnaies dont l'usage serait limité à des usages bien spécifiques. La fongibilité, définie comme l'indifférenciation et la convertibilité des avoirs entre eux, est dans ce cas limitée. En revanche, les monnaies modernes, en tant que *all purposes monies*, seraient pour Polanyi caractérisées par une fongibilité et une convertibilité parfaite, au moins sur le plan de la convertibilité interne à la monnaie. C'est ce dernier point que Jérôme Blanc conteste en évoquant l'existence, facilement observable, d'une variété d'instruments monétaires pas nécessairement convertibles entre eux, bien que rattachés à la même unité de compte.

Blanc rappelle que d'après l'hypothèse de fongibilité de la monnaie défendue par la théorie économique dominante, les instruments monétaires sont substituables quels

⁹² Le circuit n'a d'ailleurs pas toujours été restreint aux banques membres de la chambre de compensation (Le Maux, 2001).

qu'ils soient au sein d'un système monétaire. « La transaction est autonome des avoirs et des formes par lesquelles on paie » (Blanc, 2008, p. 36).

Blanc ne croit pas à cette vision des formes monétaires totalement interchangeables. Son propos ouvre la voie à une réflexion intéressante pour la problématique qui nous concerne. En appliquant le raisonnement de Blanc, le choix de la monnaie de l'échange est certainement influencé par « l'origine des revenus, les modes de leur comptabilisation, le mode de leur mise en réserve, les formes de la monnaies servant au paiement ». Il est donc impératif d'observer ces éléments pour comprendre les pratiques monétaires.

Surtout, nous devons noter que le système monétaire international, malgré une convertibilité externe de la plupart des monnaies modernes, n'est pas caractérisé par des monnaies complètement interchangeables. La vision standard de la monnaie déployée pour analyser la domination du dollar attribue cette dernière aux faibles coûts de transaction qui lui sont associés, et qui, en définitive, au milieu d'un étalage de monnaies en concurrence, remportent l'adhésion des échangistes. Or, de la formation du revenu, qui détermine le montant « d'avoirs », jusqu'à sa dépense dans le paiement, la monnaie passe par une série d'institutions qui agissent comme des canaux verticaux, de sorte que la vision de la concurrence des monnaies semble inappropriée, y compris dans un système où les monnaies concurrentes sont convertibles – et donc où l'on suppose donnée un degré élevé de fongibilité. En cela, la convertibilité externe est une annonce, un engagement politique d'une nation adressé au reste du monde, très répandu dans le cadre actuel de la globalisation, au sein duquel est ancrée la liberté de circulation des capitaux. Mais la convertibilité externe ne modifie pas la nature hiérarchique de la monnaie. Les pratiques monétaires continuent d'être sujettes à un cloisonnement au sein d'institutions bancaires, de systèmes de paiement, ainsi que d'espaces socio-économiques spécifiques.

La concurrence des monnaies est cependant une expression prisée en économie internationale. Elle sied tout à fait à la vision néoclassique de la monnaie, selon laquelle « la transaction est autonome des avoirs et des formes par lesquelles on paie » (Blanc, 2008, p. 36). Nous avons insisté sur le fait que la vision dominante de la monnaie préfère ne voir de la monnaie que l'objet qui sert au paiement, comme une richesse appropriable, et préfère négliger la relation de paiement elle-même. Aussi, lorsque les économistes évoquent la « concurrence des monnaies », sans doute serait-il préférable qu'ils fassent référence à la concurrence des systèmes monétaires, en incluant tout ce qui est indissociable de ces systèmes. Parler de « concurrence des monnaies » revient en quelque sorte à se lancer dans la démarche de mesurer et comparer les faces émergées d'une série d'icebergs, sans voir que l'essentiel se trouve être leur partie immergée. La partie immergée de chacun d'eux comprendrait ainsi les infrastructures, telles que les structures bancaires, les réseaux interbancaires, les instituts d'émission, le cadre technique de circulation de la monnaie... La partie émergée ne ferait plus apparaître que le moyen de paiement, libellé dans une unité de compte, dont disposent les consommateurs,

débarrassé de toute référence aux infrastructures qui assurent pourtant l'émission, la circulation, la supervision, et la destruction du moyen de paiement.

Or ces institutions ainsi que les espaces socioéconomiques spécifiques à leurs usages sont à l'origine de freins, sinon de barrières, à la fongibilité des instruments monétaires. De même que Jérôme Blanc observe l'absence de fongibilité d'un certain nombre d'instruments monétaires associés à la même unité de compte, nous pouvons affirmer que la fongibilité des monnaies nationales comporte des limites importantes. Des barrières existent et encouragent la polarisation, et surtout limitent fortement la concurrence des monnaies, cette dernière étant de facto réduite à un faible nombre de monnaies convertibles.

Nous pouvons réutiliser cette analyse pour l'appliquer à l'examen de l'usage du dollar par les participants du commerce international. En effet, étudier les choix de monnaies du point de vue abordé dans la section précédente, en comparant les monnaies, suppose déjà les monnaies comparables. Les monnaies sont chacune perçues comme des moyens de paiement comparables dès lors qu'elles sont convertibles. Les monnaies sont considérées comme substituables, et partant de ce postulat, les études disponibles vont chercher les causes de la polarisation des choix des participants au commerce, ailleurs que dans la monnaie elle-même.

L'ordre monétaire du dollar : application de la lecture institutionnaliste

Après cette synthèse de la lecture institutionnaliste, tentons maintenant d'en appliquer les concepts à l'analyse du choix, largement dominant, du dollar dans le commerce international.

La communauté marchande : les acteurs de la mondialisation.

Si le commerce international est majoritairement facturé et réglé en dollar, en déterminer les causes suppose de réfléchir au cadre qui incite les agents à opter pour le dollar. Cette démarche appelle cependant une remarque préalable. Les acteurs de la mondialisation sont composés de firmes tantôt concernées par la séparation marchande, et tantôt non. Le commerce international est réalisé par des firmes dont certaines sont intégrées entre elles. Celles-ci ne sont alors pas liées entre elles par des interactions marchandes, mais par des liens hiérarchiques. Pour ces dernières, la question du choix de la monnaie de facturation et de règlement ne se pose pas dans les mêmes termes que le suppose le cadre d'une relation marchande. Les règles de la trésorerie au sein d'une « famille » épousent le plus souvent les préférences de la maison-mère. Rainelli (2015, p. 72) considère que ce type de commerce représente approximativement un tiers des

échanges internationaux des pays développés, et il peut être « très significatif, comme aux États-Unis »⁹³.

Or il n'existe, au sein d'une famille ou d'une tribu, ni relations « marchandes » ni marché, au sens entendu couramment en sciences économiques. Comme l'écrit Marx, « l'échange des marchandises commence là où les communautés finissent, à leurs points de contact avec des communautés étrangères ou avec des membres de ces dernières communautés », car il faut que des hommes « se rapportent les uns aux autres, par une reconnaissance tacite, comme propriétaires privés de ces choses aliénables, et par cela même comme personnes indépendantes » (Marx, 1959, p. 79). C'est une idée également développée par Polanyi, qui étudie l'échange dans diverses formes de sociétés, et pour qui les échanges sont d'abord apparus au travers des liens avec les territoires situés à l'extérieur du district de la société (Polanyi, 1983, chap. 5). Aussi paradoxal que cela puisse paraître, la firme est une organisation dont le modèle est éloigné de l'idéal néoclassique, puisqu'il s'agit d'un espace dans lequel les relations sont surtout des relations verticales. Il y a bien des échanges intrafirmes, mais il n'y a pas de marchés internes à la firme. La firme est un lieu de planification. C'est en se confrontant avec le reste du monde que la firme rencontre le marché. C'est seulement à cette occasion que chaque firme peut être comprise comme un agent individuel, et se situer dans la problématique de la séparation marchande.

Les firmes se posent alors la question de l'adhésion à l'ordre monétaire, dans les termes qui prévalent dans la logique de la séparation marchande, c'est-à-dire dans une logique de recherche d'une richesse socialement validée, ce que l'on appellera la liquidité. Ces termes sont ceux du modèle théorique de la lecture institutionnaliste. La monnaie s'inscrit alors comme une convention qui répond aux impératifs de l'entreprise marchande : la capacité à éteindre les dettes et la quête de la liquidité.

Dans les deux types d'échanges (intra-firmes et inter-firmes) le dollar est dominant, mais pour des raisons sensiblement différentes. Dans le cas des firmes intégrées, le dollar domine surtout de par la présence des firmes américaines au sein des principales firmes transnationales. Dans leurs opérations internationales, elles sont accompagnées par des institutions bancaires. Les centres décisionnels des firmes américaines se situent toujours aux Etats-Unis. La monnaie choisie sera alors naturellement celle de la maison-mère et de ses institutions bancaires. L'étude de Benguria et Wagner (2012) va dans ce sens, puisqu'elle insiste sur l'importance des firmes transnationales dans le développement d'une monnaie – en étudiant l'exemple de l'euro dans un pays d'Amérique latine. Dans le second cas, pour le commerce inter-firmes, la contrainte de la séparation marchande et le passage nécessaire par le marché

⁹³ Rainelli (2015, p. 72) ajoute que « dans cinq branches, les échanges intrafirmes représentent au moins la moitié des importations » et ils peuvent représenter jusqu'à plus de 75 %, comme c'est le cas pour le matériel de transport.

pour réaliser les transactions permet d'utiliser la grille de lecture institutionnaliste, qui insiste particulièrement sur l'importance de la confiance dans l'institution monétaire, confiance qui se manifeste à plusieurs niveaux.

Les formes de la confiance dans l'ordre monétaire

Le dollar est la monnaie dominante de la mondialisation, traduisant une adhésion de la communauté marchande – en tout cas la majorité de celle-ci – à l'ordre monétaire du dollar. Cette adhésion s'explique par la confiance accordée à la monnaie américaine. La validité du dollar en tant qu'instrument de libération des dettes repose sur les trois formes de confiance qui fondent un système monétaire :

- i. La confiance *méthodique*. Il s'agit de la confiance la plus aisée à concevoir : celle qui repose sur les pratiques monétaires quotidiennes, et donc sur la validité future de la monnaie au sein de la communauté marchande, en acceptation d'un paiement. Théret (2007, p. 24) l'appelle aussi « *déméfiance* ». La confiance méthodique confère au dollar une adhésion observée à travers la validité des instruments monétaires qui lui sont associés. Elle est « le fruit de la régularité », procédant « de la répétition des actes qui mènent les échanges à bonne fin et les dettes privées à leur règlement » (Aglietta et Orléan, 2002, p. 104).
- ii. La confiance *hiérarchique*. Elle vient du fait que « la monnaie est garantie par un pouvoir collectif qui lui-même inspire confiance en tant que représentant ou partie prenante d'une souveraineté protectrice » (Théret, 2008, p. 818). Elle est soutenue par des symboles d'appartenance, associés au souverain (Aglietta et Orléan, 2002, p. 105). Les banques américaines, tout comme la Réserve Fédérale américaine, sont les institutions cardinales de l'ordre monétaire du dollar. La large adhésion au dollar de la part des acteurs de la mondialisation peut être attribuée à la capacité des réseaux bancaires US à capter l'épargne mondiale. Le drainage de l'épargne globale est ensuite véhiculé par les banques américaines qui financent une part importante des activités à l'échelle internationale. Le réseau bancaire américain est en cela renforcé par le système du *Federal Reserve*, qui assure la fonction de prêteur en dernier ressort. Ce point est important : les agents se savent en présence d'institutions faisant le choix de politiques réactives, allant dans le sens de la stabilisation des marchés financiers et plus largement de l'économie. En outre, la confiance hiérarchique est confortée par des critères associés à la puissance de l'économie émettrice : les Etats-Unis restent la première puissance mondiale en termes de Produit Intérieur Brut⁹⁴. Ils disposent en outre d'un appareil diplomatique et militaire qui est de loin le plus important au monde. Ces critères améliorent la représentation que se font les agents de la monnaie

⁹⁴ Si l'on s'abstient d'effectuer les ajustements en termes de Parité Pouvoir d'Achat (la Chine étant passée devant les USA en 2014).

américaine, et par conséquent, orientent les stratégies de facturation et de règlement du commerce.

iii. La confiance *éthique* : La monnaie respecte un ensemble de valeurs qui assurent la cohésion de la communauté. Ainsi pour Théret (2008, p. 818), « une monnaie dispose d'une confiance éthique dès lors que ses modes d'émission, de distribution et de circulation paraissent assurer la reproduction de la société dans le respect de ces valeurs et normes ». Le dollar, monnaie officielle des Etats-Unis, est fondé sur les principes du libre-marché et de la liberté d'enrichissement. Les institutions qui en assurent la gestion restent indubitablement attachées à ces principes. Pour l'historien P. Anderson (2015), la politique étrangère américaine résulte de l'union, à partir de la seconde guerre mondiale, d'une conception isolationniste, basée sur un orgueil national et considérant les Etats-Unis comme un monde à part et une terre sacrée de la démocratie libérale, et une conception internationaliste, qui souhaite la *pax americana* et le maintien d'un climat des affaires. C'est ce modèle, mêlant universalisme et exceptionnalisme, qui correspond au système de valeur associé à l'économie américaine. La confiance éthique dans le dollar repose en partie sur la présente adhésion des agents, à travers le monde, à de telles valeurs, ceux-ci se sachant protégés par les institutions américaines. Ainsi, comme le rapporte Marcello de Cecco (1986, p. 116-117), « au début de la guerre froide, un nouvel afflux de capitaux envahit-il les Etats-Unis pour être déposé principalement dans les grandes banques, car les Européens essayaient de retirer leur argent de pays qui pouvaient d'un jour à l'autre devenir communiste ». Dans le système dollar, la protection dont les agents bénéficient n'est pas sans coûts : ceux-ci doivent respecter le système de règles qui en est la contrepartie, règles qui réglementent et conditionnent l'accès au dollar. Cela est-il surprenant ? Comme toute institution, la monnaie implique un système de valeurs⁹⁵.

Il est ainsi nécessaire « d'historiciser » la prédominance du dollar, celle-ci ne pouvant raisonnablement pas être appréhendée dans l'ignorance du contexte historique qui a rendu possible et son avènement, et sa persistance dans les paiements internationaux. Le dollar apparaît comme la monnaie de la mondialisation capitaliste. Pour l'heure la confiance dans le dollar est toujours loin d'être rattrapée par un autre système monétaire, en dépit des questionnements soulevés par la crise des *subprimes*.

⁹⁵ Nous retrouvons cette idée chez l'anthropologue Bronislaw Malinowski, qui, à partir de l'étude de différentes sociétés, a analysé leurs institutions pour se rendre compte du rôle central du système de valeurs sur lequel elles se fondent : « J'appelle charte, ou statut d'une institution, le système de valeurs au nom duquel les hommes s'organisent, ou s'affilient à des organisations déjà sur pied. J'appelle personnel d'une institution le groupe qui s'organise d'après certains principes d'autorité, de division des fonctions, de répartitions des droits et des devoirs. Les règles ou les normes d'une institution sont les acquisitions d'ordre technique : savoir-faire, habitudes, normes juridiques, injonctions morales, qui sont acceptés par les affiliés, ou imposés contre leur gré » (Malinowski, 1968, p. 48).

Précisons que la confiance est mimétique, se transmettant d'individus à individus. Dans la lecture institutionnaliste, elle relève nécessairement d'un phénomène interindividuel, en même temps que d'un rapport des individus à un tout social, irréductible à la simple agrégation des individus. La confiance se répand selon un processus mimétique auquel André Orléan fait fréquemment référence dans ses travaux (Orléan, 2011). Mais le phénomène inverse est également contagieux. Un phénomène d'hyperinflation est l'exemple extrême de perte de confiance généralisée dans la monnaie. Sans atteindre ce niveau extrême de défiance, une fragmentation monétaire peut-être provoquée par des problèmes dans le fonctionnement des systèmes monétaires. Une partie de l'Asie a connu une pénurie de dollars suite à la crise financière déclenchée en 2007-2008, ce qui a pénalisé les échanges du continent (BRI, 2014). Une pénurie de moyens de paiements n'engendre pas nécessairement une désaffection pour le système de compte, comme le montre Pépita Ould-Ahmed (2002 ; 2008) avec le cas de la Russie dans les années 1990. La pénurie de roubles a donné naissance en Russie à une forme monétaire de troc, le troc prenant l'appellation « monétaire » car l'échange de marchandises se combinait à une référence toujours présente à l'unité de compte, le rouble. Il pourrait en être autrement parmi les agents qui commercent actuellement en dollar, car à la pénurie de dollars semble s'ajouter un questionnement du « modèle » de capitalisme financiarisé américain, particulièrement dans les pays dits « émergents ».

Les événements de 2008 ont sans doute mis à mal la confiance dans le dollar en soulevant des doutes quant à la viabilité de la financiarisation des économies sur le modèle des Etats-Unis. Alors que les crises financières des années 1990 ont surtout touché les périphéries « en développement », la crise déclenchée en 2007-2008 a révélé que les Etats-Unis pouvaient eux-mêmes être frappés par une crise financière de grande ampleur.

Ce type d'événements est capable de susciter une prise de conscience chez un certain nombre d'agents que leurs propres intérêts pouvaient se trouver dans la contestation du modèle de capitalisme financiarisé, contestation dont le résultat pourrait être une désaffection pour le dollar. La domination du dollar est toujours bien observable, mais la progression du renminbi dans le monde en développement pourrait bien traduire une adhésion d'un nombre croissant d'acteurs à un ordre monétaire fondé sur des principes sensiblement différents. La Chine est en effet un pays connu – et critiqué sous la forme d'un *China bashing* – pour la présence de nombreuses régulations étatiques, notamment sur le plan financier (bien que celles-ci soient à la fois en diminution et de moins en moins efficaces). La Chine incarne cependant une forme de contestation monétaire que la plupart des chercheurs en relations monétaires internationales appréhendent avec sérieux (Cohen, 2014, Eichengreen et Lombardi, 2017). Elle apparaît pour beaucoup une alternative confirmée au dollar, malgré des différences de

réglementations et de systèmes de valeurs qui s'en éloignent – ou plutôt grâce à elles⁹⁶. Un des résultats de la crise de 2008 aura été le renouvellement et le renforcement des analyses critiques à l'encontre du système de l'étalement dollar. La Chine produit de telles analyses (Zhou, 2009), car elle conteste le fonctionnement du système du dollar. Le premier reproche à l'égard du dollar concerne les conditions d'accès à la liquidité.

L'enjeu de l'accès à la monnaie. Système de paiement et monnayage dans l'ordre du dollar.

Nous pouvons reprendre à ce stade l'analyse de Jean Cartelier selon laquelle la monnaie est un système de paiement, que nous avons détaillée un peu plus haut. Le dollar peut fournir une illustration de cette analyse, par l'observation des systèmes de paiement américains. Les systèmes de paiement en dollars sont des infrastructures qui contrastent avec le concept de système de paiement dans l'analyse de Jean Cartelier, dans la mesure où le système de paiement apparaît dans celle-ci comme une abstraction. Il est toutefois concevable d'illustrer la théorie de la monnaie-système de paiement avec la réalité des infrastructures du dollar. Les arguments qui justifient ce choix sont les suivants : dans notre illustration, le système de paiement permet la coordination d'agents pourtant *a priori* décentralisés. L'infrastructure permet aux soldes budgétaires déséquilibrés des différentes banques d'être inscrits dans un livre et de trouver une instance de règlement ultime. La coordination se fait par le respect de règles induites par l'appartenance au système, règles que chacune des banques membres du système souhaite voir respectées chez leurs consœurs.

La procédure de règlement des soldes correspond, au sein de FEDWIRE, à des transferts bruts et en temps réel (ce qu'on appelle les systèmes RTGS), tandis qu'au sein de CHIPS, il s'agit d'une procédure hybride qui reprend en grande partie la logique d'un *multilateral netting system*, soit un système permettant d'importantes économies de liquidités⁹⁷.

Cela nous amène à l'autre argument qui appuie cette illustration : l'idée que la monnaie est « un ensemble de règles » (Cartelier, 1996, p. 61). Or, comme nous allons le voir, la participation – directe ou indirecte – aux systèmes de paiement américains implique bien le respect de règles. Effectuer des transactions interbancaires en dollar implique le respect des règles de monnayage du dollar, et ce faisant la conformité aux règles de la Réserve Fédérale. Pour ne citer qu'un cas désormais célèbre, Lehman Brothers a été déclarée en faillite par la Réserve Fédérale en septembre 2008 au prétexte que l'établissement ne répondait plus aux critères de solvabilité qui lui donnaient un

⁹⁶ Ce point sera développé dans la partie suivante, dans une section qui traite des formes de contestations de la domination du dollar.

⁹⁷ Nous avons détaillé ces points dans la section I. 3) qui décrit le fonctionnement des systèmes de paiements en dollar.

accès au comptoir de la Fed. La réalisation de transactions interbancaires implique aussi le respect du droit américain. Les infrastructures de paiements en dollar (pour l'essentiel FEDWIRE et CHIPS) sont les canaux du dollar, organes centralisateurs ultimes, mais aussi instruments de normalisation politique.

A fortiori lorsque la monnaie est analysée comme une *institution*, la question de l'accès au dollar – et à ses institutions – se pose. Si le dollar est devenu et continue d'être la monnaie utilisée dans le commerce international, c'est que les connexions au système de paiement en dollar se sont révélées adéquates pour assurer l'émission et la circulation de la monnaie au sein du circuit économique. Il est cependant clair qu'il existe un nombre limité d'accès au système du dollar. Les agents doivent nécessairement passer par une banque elle-même connectée au système de paiement américain, système qui organise les règlements interbancaires en dollar. La première des institutions dans cette architecture est la Réserve Fédérale. Les institutions financières éligibles et reconnues par la Réserve Fédérale disposent d'un compte auprès d'elle et peut ainsi effectuer via son réseau, FEDWIRE, des transferts en monnaie interbancaire, c'est-à-dire en monnaie banque centrale (également appelée *high-powered money* pour sa capacité à réaliser les transferts entre les établissements financiers).

Parallèlement à leurs opérations réalisées par le biais de la Réserve Fédérale, les mêmes institutions financières peuvent passer par une chambre de compensation, afin de simplifier les opérations de paiements dans lesquelles elles sont engagées, et d'économiser des liquidités. La chambre de compensation de New York (*The New York Clearinghouse*) est l'institution par laquelle transitent 95 % des transactions en dollar, via son système informatisé, qui porte le nom de CHIPS (Clearing House Interbank Payment System). CHIPS a été lancé en 1972, et est le successeur, sous une forme informatisée, du système de compensation de la *Clearinghouse* de New York, qui a lui-même été créé en 1853.

Laurent Le Maux (2001) rappelle que la *Clearinghouse* de New York a été l'émetteur de certificats, assimilés à plusieurs reprises à une monnaie de règlement interbancaire. L'institution a ainsi joué le rôle de prêteur en dernier ressort, à une époque où l'absence de Banque centrale aux Etats-Unis favorisait les crises bancaires à répétition. En endossant indirectement le rôle de Banque centrale et en émettant la monnaie ultime de règlement interbancaire, la *Clearinghouse* de New York a permis le rétablissement des connexions interbancaires. La participation au système de paiement d'alors, impliquait déjà le respect de critères auxquels devaient se soumettre l'ensemble des participants. Des rapports devaient être remis par chacun des participants pour rendre transparentes les pratiques de crédit et légitimer ainsi leur présence au sein du système de compensation. A l'heure actuelle, les participants au système de paiement sont toujours tenus de respecter ce type de critères. Ces critères sont rejoints par des décisions arbitraires prises par les autorités fédérales américaines – notamment le *Patriot Act* – et qui s'appliquent aux établissements financiers américains. Les autorités fournissent par

exemple une liste d'organisations, voire de nations, avec qui il est interdit d'avoir des transactions ou de relations de correspondance bancaire (The Clearing House, 2014). L'OFAC, par le biais de brochures transmises aux institutions financières, communique au sujet des transactions prohibées et s'assure du respect de ces règles. La monnaie américaine est ainsi liée à l'Etat Fédéral américain et des règles d'extraterritorialité étendent son poids dans les relations internationales.

Les règles associées à l'usage de la monnaie et donc au système de paiement sont donc loin d'avoir disparu, et ne se limitent pas à des règles de solvabilité financière, ce dont témoignent les sanctions qui frappent les acteurs financiers qui ne se conforment pas aux règles associées à l'usage du dollar décrétées par le gouvernement américain. Les contrevenants sont en effet sévèrement sanctionnés. L'amende dont BNP a écopé en 2014 pour avoir effectué des transactions avec des nations « ennemis » des Etats-Unis s'élève à plus de 8 milliards de dollars. Elle a été justifiée par l'usage du dollar pour ces transactions, et donc par la pénétration illégale d'acteurs étrangers dans le système de paiement américain⁹⁸.

Si la monnaie, ici la monnaie américaine, peut être utilisée par les autorités politiques souveraines, qui se servent des infrastructures financières et de paiements, à des fins de normalisation politique, c'est parce que cette possibilité est un des attributs que renferme la monnaie. La monnaie américaine apparaît bien comme un système de règles, validant les écrits de Jean Cartelier et plus largement des institutionnalistes monétaires. Comment les Etats-Unis parviennent-ils à faire adopter leur monnaie, l'ensemble de règles qui lui sont associées ? Comment ce pays fait-il respecter ces règles tout en maintenant sa monnaie au centre des échanges internationaux ? Nous ne nous penchons pas plus longuement sur ces points ici, puisqu'ils seront développés dans la section suivante (II. 3).

Conclusion

Les pratiques monétaires internationales suscitent, en tout cas à nos yeux, un intérêt particulier, dans la mesure où elles invitent à observer en elles une nature sociologique (Carreau, 1998). Les échanges internationaux ne sont que très peu contraints par la loi du point de vue du choix de la monnaie de dénomination et de facturation (il n'y a pas de cours forcé ni de cours légal pour les transactions monétaires entre agents de différentes résidences ; bien plus qu'à l'échelle domestique, le droit laisse les contractants choisir l'instrument de règlement des dettes), contrairement à la

⁹⁸ L'Assistant Attorney General Caldwell a ainsi déclaré à l'issue du jugement : “By providing dollar clearing services to individuals and entities associated with Sudan, Iran, and Cuba – in clear violation of U.S. law – BNPP helped them gain illegal access to the U.S. financial system. In doing so, BNPP deliberately disregarded U.S. law of which it was well aware, and placed its financial network at the services of rogue nations, all to improve its bottom line” (US Department of Justice, 2014).

régulation par l'appareil étatique des usages monétaires sur son territoire. Les pratiques monétaires internationales invitent à étudier la monnaie en prenant une distance avec les conceptions légales, et (néo)chartalistes de la monnaie (voir [annexe à la section II.2](#)).

Nous avons mis en évidence une analyse permettant d'expliquer les choix du dollar en adaptant à notre objet d'étude la grille de lecture de « l'institutionnalisme monétaire ». Notre étude a relevé, parmi les aspects les plus essentiels des pratiques monétaires internationales, les hypothèses suivantes :

- *Hiérarchie et verticalité des relations monétaires.* Le premier enseignement des institutionnalistes : la monnaie ne tombe pas du ciel. Elle agit comme un élément de coordination de la société. Plutôt que par le biais d'un commissaire-priseur imaginaire ou d'une main invisible, les sociétés décentralisées sont coordonnées par la monnaie, qui agit comme une puissante institution, et comme un moyen de normalisation politique. C'est à ce titre que la monnaie est un moyen de conforter ou à l'inverse d'interroger la souveraineté des communautés marchandes.
- *La légitimité de l'ordre monétaire.* Un ordre monétaire repose sur des principes. La monnaie est un ensemble de règles. Celles-ci sont contestées par une fraction des individus, ceux qui se sentent léssés, et qui organisent une forme de contestation monétaire. L'ordre monétaire est amené à évoluer, à se réformer mais est traversé par des crises de légitimité. Lorsque l'évolution n'est pas satisfaisante, et que la contestation s'accroît suffisamment pour donner du crédit à un ordre monétaire alternatif, une crise peut survenir et aboutir à un renversement de l'ordre monétaire.
- *Mimétisme.* Les acteurs marchands sont guidés par la recherche d'une richesse socialement validée et son accumulation. Un tel voeu amène ceux-ci à adopter un comportement mimétique, car la monnaie est une relation qui implique son acceptation au sein de la communauté d'échangistes. La recherche de l'acceptation par les autres acteurs va orienter les comportements de chacun des acteurs. Une monnaie est ainsi consacrée dans la société par les comportements autoréférentiels.
- *Pluralité.* La monnaie étant associée à des espaces socioéconomiques, la diversité de ces espaces favorise la pluralité monétaire. La pluralité des systèmes de compte, qui inclut les formes de contestation monétaire que l'on vient d'évoquer, prennent place dans les divergences socioéconomiques. Les espaces socioéconomiques et les Etats-nations se chevauchent, mais de manière imparfaite, d'où l'usage parfois important de monnaies étrangères à la fois sur le territoire et pour la facturation des exportations – manifestant des formes de séditions monétaires. Les systèmes monétaires sont eux-mêmes caractérisés par une pluralité d'instruments monétaires, afin de correspondre à la diversité des usages des groupes sociaux qui composent ces systèmes.

- *Absence de fongibilité.* Les espaces socioéconomiques sont des lieux de cloisonnements monétaires. De même que les instruments monétaires ne sont pas parfaitement interchangeables au sein d'un même système de compte, les instruments de différents systèmes de compte ne sont pas parfaitement fongibles, en dépit des engagements officiels de convertibilité externe.

La monnaie implique des relations de hiérarchie, y compris dans la sphère des échanges internationaux. Elle est pouvoir, comme nous l'avons esquissé dans cette section, et comme nous allons le développer dans la section suivante. En effet, le dernier point de cette section a analysé le système monétaire comme un moyen de normalisation politique, que la domination actuelle du dollar illustre parfaitement. Ce point invite à traiter plus particulièrement les choix de monnaies dans le commerce international, cette fois en partant des analyses disponibles en économie politique internationale. L'économie politique internationale, qui a produit de nombreux travaux sur la monnaie internationale, met surtout l'accent sur les enjeux de la monnaie internationale et sur ce qu'un pays gagne à en être l'émetteur, relativement aux coûts que ce rôle induit. La section suivante continue ainsi d'explorer la littérature pour y trouver des analyses dévoilant les déterminants des choix de monnaies de facturation du commerce international.

Annexe à la section 2.2 : Le point de vue néo-chataliste

Une explication originale de l'établissement de la monnaie dans l'économie, et donc relative à l'acceptation de la monnaie parmi les acteurs marchands, rejette les théories néoclassiques et l'approche instrumentale de la monnaie tout en se distinguant sensiblement de l'approche institutionnelle décrite dans cette section. Il s'agit de la théorie néo-chataliste, également appelée Modern Money Theory (MMT). Elle associe elle-aussi la monnaie à l'existence d'institutions. Cependant, elle s'écarte de l'institutionnalisme monétaire étudié dans cette section, car elle se concentre sur le rôle de l'Etat dans l'établissement de la monnaie⁹⁹, ainsi que sur une série d'autres points qui découlent de la politique fiscale d'une économie marchande.

Les auteurs associés à la MMT se basent sur une conception moderne de la monnaie, qui voit celle-ci établie par l'Etat, au travers de la fiscalité. La conception chartaliste se réclame de Knapp, auteur de *Staatliche Theorie des Geldes* (« la théorie étatique de la monnaie »), mais aussi de Keynes (1930, p. 3-5) dans la mesure où celui-ci a clairement exprimé cette idée dans les premières pages de son *Traité sur la monnaie*. L'Etat décide ainsi du « dictionnaire » qui prévaut pour les échanges, pour reprendre l'expression de Keynes. Le premier intérêt de cette conception est celui de proposer une

⁹⁹ Toutefois, un article récemment publié par Tcherneva étend le concept de souveraineté monétaire à une catégorie plus large de sociétés organisées (Tcherneva, 2016), ce qui élargit le spectre des réflexions néo-chatalistes et de ses possibles applications.

véritable théorie traitant de l'établissement de la monnaie mais aussi de sa nature, alternative à la fable du troc. La monnaie est d'abord une unité de compte qui sert à mesurer les marchandises, une unité de dénombrement. Deuxièmement, la monnaie est une dette. L'autorité qui émet la monnaie reconnaît une dette, appelée IOU (pour *I owe you*, « je te dois »). Elle est une créance pour l'agent qui détient l'IOU. La dette s'éteint lorsque la monnaie retourne à son émetteur.

L'établissement de la monnaie revient à l'Etat, dans sa capacité à prélever l'impôt (l'approche néochartaliste se qualifie elle-même de *tax-driven approach*). L'Etat émet des reconnaissances de dettes qui serviront de monnaie, et dont l'acceptation par la population est facilitée par la fiscalité (voir Wray, 2012). La monnaie est ici centrale dans l'exercice de la politique économique, en tant que pilier de la souveraineté des nations. Cette conception a généré plusieurs controverses, attaquée à la fois par certains théoriciens de la monnaie endogène (Rochon et Vernengo, 2003 ; Lavoie, 2013), mais aussi par des institutionnalistes qui évoquent des épisodes historiques susceptibles d'invalider la théorie chartaliste. Sur ce second point, par exemple, est évoqué l'épisode des assignats en France pendant la Révolution française (Desmedt et Piegay, 2007 ; Lordon et Orléan, 2006). La question de l'acceptation de la monnaie par les individus est ici soulevée : en faisant de la question de la légitimité un pilier central de leur analyse, les institutionnalistes s'opposent à l'idée que la monnaie est acceptée par le seul fait que l'Etat choisit d'en faire la monnaie qui permet aux citoyens d'honorer leurs obligations fiscales.

Pour que l'État soit effectivement capable de faire accepter sa monnaie, il est nécessaire qu'il incarne la souveraineté auprès des individus ciblés. La pluralité monétaire est un phénomène qui confirme cette condition. Une des spécificités de l'institutionnalisme monétaire français réside dans son étude de la pluralité monétaire. Celle-ci n'est d'ailleurs pas nécessairement vue comme la traduction d'une crise économique ou sociale mais comme le fonctionnement « normal » d'une économie¹⁰⁰. La pluralité monétaire est relativement étrangère en sciences économiques, et pas seulement dans l'orthodoxie. Une grande partie des économistes hétérodoxes raisonne dans le cadre de l'unicité monétaire, délaissant la question de la légitimité des institutions monétaires auprès des individus, et le cas échéant les formes de contestations de ces institutions¹⁰¹.

Dans les travaux qui se réclament de la pensée keynésienne, la monnaie est au cœur de l'analyse, puisque l'économie est une économie monétaire de production : la

¹⁰⁰ Il s'agit d'une précision utile car de nombreux travaux rattachés à divers courants se sont penchés sur les phénomènes de substitution monétaire, notamment dans les pays en développement sujets à des crises politiques. Ces études se sont concentrées sur des pays amenés à choisir des régimes de changes à ancrage dur, en quête de crédibilité, voire des régimes de dollarisation (Ponsot, 2003).

¹⁰¹ Cette thématique est parfois délaissée car elle est assimilée aux théories qui insistent sur la crédibilité de la banque centrale et de sa politique monétaire, théories associées au néolibéralisme et aux travaux des auteurs désignés comme les « nouveaux classiques ».

monnaie n'y est pas un voile neutre, mais au contraire l'élément central du rapport social de production, permettant à la fois le financement, la réalisation et l'échange du produit national. En revanche, la monnaie elle-même est associée à un espace de circulation, et sur celui-ci, l'unicité est acquise. La souveraineté monétaire est considérée comme donnée. La monnaie est clairement vue, à juste titre, comme un élément majeur dans l'exercice de la politique économique, mais le cadre ne tolère pas de crise de la monnaie, au sens d'une désaffection des agents pour l'unité de compte elle-même.

Les auteurs aujourd'hui associés à l'école MMT, localisés à l'UMKC de Kansas-City ainsi qu'au Levy Institute, associent à la capacité d'établissement de la monnaie par l'Etat, la possibilité d'endettement de l'Etat pour le soutien de la croissance. Pour eux, l'Etat doit pouvoir s'endetter autant que de besoin lorsque la conjoncture économique est défavorable, et il doit par conséquent assumer le rôle d'employeur en dernier ressort. Ces auteurs défendent la thèse qu'il n'existe objectivement aucune limite à l'endettement de l'Etat. Un Etat souverain qui s'endette dans sa propre monnaie peut par conséquent s'endetter sans limite pour remplir ses objectifs de croissance et d'emploi. Toutefois, un tel objectif ne peut être rempli que parce que les individus résidents dans l'économie acceptent la monnaie nationale, essentiellement du fait de leurs obligations fiscales, et les titres de dettes associés à l'Etat.

Face à ces arguments, les institutionnalistes ne nient pas l'importance du rôle du Prince dans l'établissement et surtout, dans la supervision du système monétaire. Leur volonté d'intégrer dans l'analyse économique les relations de pouvoir associées à la monnaie passe d'ailleurs nécessairement par la reconnaissance du rôle de l'Etat, en tant que souverain. Pour d'autres auteurs (Lordon et Orléan, 2006), l'approche chartaliste, en se focalisant sur la relation entre le souverain / l'Etat et les individus, ne peut capter une partie des phénomènes monétaires associés aux relations interindividuelles, notamment la violence mimétique dans la société marchande. C'est un problème pour l'analyse de phénomènes sur lesquels l'Etat n'a que peu d'emprises, y compris dans les périodes les plus récentes, qui recèlent de tels phénomènes.

Enfin, si les institutionnalistes reconnaissent l'importance de l'Etat / du Prince dans l'établissement et la supervision du système monétaire, ils conditionnent l'effectivité d'un tel système monétaire à la configuration dans laquelle l'économie concernée est unifiée et reconnaît comme légitime le souverain. En cas de contestation importante de la figure de souveraineté, des formes de séditions monétaires risquent d'apparaître et de remettre en question et l'unicité monétaire sur le territoire, et la capacité de l'Etat / du Prince à jouer effectivement le rôle qui lui est attribué dans la théorie chartaliste.

3. Le choix de la monnaie pour les échanges internationaux : l'intégration de la politique et du pouvoir avec l'économie politique internationale

Cette section analyse les apports de l'économie politique internationale, dont une partie des travaux s'intéresse aux relations monétaires internationales. Le concept d'hégémonie permet de concevoir les différentes relations asymétriques de pouvoir et le cadre général qui structurent les pratiques monétaires internationales. Les choix de monnaies sont en effet déterminés par le pouvoir dont disposent certains acteurs étatiques et non-étatiques. L'ordre monétaire qui en résulte repose sur des interventions politiques directes de la part de l'hégémon, ainsi que sur des relations de confiance à la fois éthiques et hiérarchiques, que l'hégémon parvient à susciter.

Introduction

“For political scientists who dare to enter a discussion until now largely dominated by economists, it is hard not to notice at least one glaring omission – geopolitics. Like it or not, we all live in a world of sovereign states, political units that have little choice but to engage, in one way or another, in the great game of power politics. The security of the nation – its territorial integrity and political independence – is an ever-present concern for governments. Yet in the literature on currency internationalization, geopolitics rarely enters. The eight-hundred pound gorilla is sitting there, but hardly anyone, it seems, wants to talk about it” (Cohen, 2012, p. 27).

Nous l'avons vu dans les deux sections précédentes, la théorie économique standard repose sur une conception particulière du marché et de la monnaie : comme l'écrit Jean-Michel Servet, dans cette conception de l'économie, « provisoirement, chacun des échangistes devient l'égal de l'autre. Cet espace marchand est non seulement un espace commun aux échangistes mais un espace public, monde fictif d'individus semblables et équivalents. L'égalité est une règle de comportement sur ce marché ; les différences de statuts et de fortune y sont provisoirement oubliées dans cette citoyenneté particulière et réductrice que définit la relation économique d'échange » (Servet, 2001, p. 25). L'échange est caractérisé par un rapport d'anonymat, et il est « non hiérarchique mais horizontal » (Servet, 2001, p. 24). La négation de la hiérarchie est propre au modèle du marché développé par la théorie néoclassique, qui est la conception la plus souvent retenue par la théorie standard dans l'étude des choix de monnaie du commerce international. On entrevoit cependant les problèmes que posent ces présupposés dans l'analyse des déterminants de choix de la monnaie internationale : est-il possible d'expliquer le choix du dollar en supposant des relations d'échanges égalitaires et a-historiques ? Pour Strange (1970, p. 309), les économistes spécialistes des questions

internationales font souvent preuve de cécité – ou de naïveté – devant l'existence des phénomènes politiques, en partie du fait de leurs hypothèses de départ.

A ce problème s'ajoute celui propre aux relations marchandes transnationales, dans lesquelles interagissent des acteurs privés, mais aussi des acteurs publics, notamment au travers des législations nationales. Les agents privés agissent dans un cadre parsemé de législations nationales différentes. L'analyse des déterminants des choix de monnaies dans le commerce international doit donc composer avec le cadre interétatique en vigueur, et avec l'ensemble des implications de ce cadre. A ce niveau, une analyse des déterminants des choix de monnaies du commerce international rend nécessaire une étude en termes d'économie politique internationale.

Considérant que la monnaie des échanges internationaux induit des gains politiques (influence et contrôle exercé sur le système de paiement) et économiques (qu'ils s'agisse des capacités d'endettement augmentées ou bien des exportateurs tirant un avantage de la facturation dans leur propre monnaie) importants pour l'économie qui l'émet, notre raisonnement dans cette section conduira à montrer que le choix du dollar dans le commerce international est le résultat d'interactions entre des acteurs caractérisés par une asymétrie de pouvoir. Ces interactions font du choix du dollar un choix évident pour la majorité des firmes prenant part à la mondialisation.

Comme l'ont déjà rappelé de nombreux auteurs (par exemple Rossi, 2007), il n'existe pas de monnaies internationales, mais seulement des monnaies nationales utilisées entre des acteurs de différentes nations¹⁰². Des systèmes monétaires nationaux sont parvenus, à des degrés forts différents, à générer l'adhésion d'agents non-résidents, au-delà des circuits nationaux, c'est à dire à une échelle transnationale. Si le système monétaire improprement nommé « international » ne dispose pas d'une institution supranationale dévouée aux échanges entre nations, il s'agit bien d'un système malgré tout (Kebabdjian, 2006). Le système qui permet et reproduit la domination du dollar dans les échanges internationaux, sera par conséquent analysé comme une construction, qui est légitimée dans les pratiques des acteurs de ces échanges internationaux. Les acteurs au sein de ce système entretiennent des relations d'interdépendances asymétriques, de telle sorte que les ressources et la richesse que ces relations font transiter y sont redistribuées de manière inégale, ce qui introduit des enjeux importants (Berthaud, 2012). L'hypothèse défendue dans cette section est que les choix de monnaies de facturation et de règlement des échanges internationaux sont influencés par le cadre des relations monétaires internationales, au sein duquel interagissent des acteurs étatiques et non étatiques.

¹⁰² Le cas de l'euro est particulier, puisqu'il n'est pas la monnaie d'une seule nation. Il s'agit cependant de la monnaie « nationale » des pays membres de la zone euro (tel que le droit des pays membres de la zone l'exprime clairement).

Les paragraphes suivants sont d'abord consacrés à rappeler la nature de la problématique qui nous intéresse, celle de la confrontation de systèmes monétaires nationaux et de son issue, favorable au dollar américain. Nous verrons ensuite que l'économie politique internationale, tout en étant une discipline jeune et mal balisée, offre une partie de la réponse à nos questionnements à propos du cadre au sein duquel les acteurs choisissent la monnaie de leurs échanges, en développant le concept d'hégémonie. L'hégémonie du dollar sera ainsi étudiée avec les outils de l'économie politique internationale, avec notamment la notion de *pouvoir monétaire international*. Nous verrons enfin les interactions entre monnaie et puissance, et des illustrations de ces interactions.

La nature de la problématique : rencontre et confrontation de systèmes monétaires nationaux

Une monnaie est inévitablement associée à un espace géographique de référence, celui sur lequel elle dispose d'un pouvoir libératoire. L'internationalisation croissante de la production et la globalisation marchande implique l'existence de relations monétaires (de production et d'échange) alors qu'aucun médium monétaire n'est international sur le plan légal. Le fait que des espaces marchands nationaux entrent en relation lors des échanges internationaux soulève la question pratique des différences de réglementation entre les Etats et de la formation du nouveau cadre dans lequel se réaliseront les échanges. Comment est-il possible que des espaces régulés par des lois différentes s'accordent sur la monnaie de la transaction commerciale? L'étude de ces réglementations et leur comparaison est primordiale. On constate alors, à l'instar du juriste Carreau, que la pratique du commerce international a provoqué de manière endogène une certaine harmonisation des systèmes réglementaires.

« Sans doute, ces techniques étant maintenant bien rôdées, et faisant souvent l'objet de *contrats types* (ou de conventions de place) largement comparables, est-il loisible d'affirmer qu'elles répondent aux exigences d'une *loi commune* (*lex mercatoria*) financière internationale. Mais ce phénomène relève avant tout d'un rapprochement de fait des principales législations nationales qui, se trouvant en situation de concurrence, n'ont pas voulu perdre des parts de marché » (Carreau, 1998, p.321-322, en italique dans le texte).

Ainsi, les relations marchandes internationales, comme toutes les relations marchandes, ne sont pas dépourvues de règles : elles forment un système qui épouse en définitive des formes d'organisation dérivées des législations nationales.

La composante « privée » du système monétaire et financier transnational contemporain, qui s'insère dans un contexte étatique et interétatique, « consiste dans tout un *réseau contractuel* (aujourd'hui largement uniformisé) tissé entre les agents économiques internationaux portant sur l'*utilisation* internationale des grandes monnaies nationales pour les besoins du commerce international entendu *lato sensu*. » (Carreau,

1998, p. 324). L'uniformisation du réseau contractuel dont parle l'auteur est elle-même structurante dans les pratiques de facturation et de règlement du commerce international, puisqu'elle contribue à forger le cadre de ces pratiques.

Tout au long de cette thèse, nous avons évité de nous appuyer sur un cadre théorique qui ferait de la monnaie un pur produit étatique. Cependant, il est raisonnable d'admettre que les pratiques monétaires internationales sont fortement influencées par les dispositifs légaux dans lesquels elles se réalisent. La loi vient dans les faits stabiliser, harmoniser et normaliser des pratiques qui prennent forme dans la société. Il convient à nouveau de mobiliser la notion de souveraineté. La monnaie, comme il en a longuement été question dans la section précédente (section II. 2] de cette thèse), est associée à une figure de souveraineté. Dans les échanges qui concernent des résidents de nations différentes, force est de constater que les monnaies mobilisées sont bien les monnaies légales qui incarnent la souveraineté d'une nation. L'internationalisation d'une monnaie passe par l'internationalisation de la confiance dans la figure de souveraineté associée à l'institution monétaire de l'économie émettrice.

Les systèmes monétaires nationaux doivent également adapter concrètement leur mode de fonctionnement. La multiplication des interactions marchandes entre résidents et non-résidents a rendu absolument nécessaires des processus de normalisation technique et juridique, auxquels les Etats ont pris part, parfois de manière active, afin d'organiser, de manière concrète, les relations monétaires transnationales.

« si un certain système monétaire et financier international d'origine privée a pu se développer au cours des ans, ce phénomène n'a pu exister qu'avec l'abstention bienveillante, si ce n'est l'encouragement des Etats qui ont, quand cela était nécessaire, modifié leur ordre interne en conséquence » (Carreau, 1998, p. 326).

Ce que Carreau nomme « l'abstention bienveillante » dont font preuve les Etats, qui tolèrent l'usage privé de monnaies étrangères pour les échanges internationaux, est un phénomène que beaucoup d'auteurs de l'Economie Politique Internationale (EPI) s'emploient à décrypter, au travers du concept d'hégémonie et de ses prolongements. Nous reviendrons un peu plus loin sur ces concepts, après avoir effectué un bref rappel de ce que constituent l'EPI et sa démarche.

L'EPI et sa question centrale : comprendre l'hégémonie

Gilpin (1975, p. 43), définit l'EPI comme « l'étude de l'interaction réciproque et dynamique dans les relations internationales entre la poursuite de la richesse et la recherche de la puissance »². La poursuite de la richesse et la quête de puissance impliquent que soient étudiées les relations économiques et politiques. Ces relations apparaissent rapidement à l'observateur comme étant asymétriques. Le concept clé de l'approche en termes d'EPI est celui d'hégémonie. L'ensemble des travaux associés à l'EPI ont ce point commun.

La place qu'occupe le dollar dans les échanges internationaux lui vaut d'être qualifié de *monnaie hégémonique*, aussi bien par des économistes que par des historiens et des politologues. Il est nécessaire d'éclairer le concept d'hégémonie, autour duquel une littérature abondante s'est constituée.

Encadré 3 : L'économie politique internationale, une discipline jeune et mal balisée

L'économie politique internationale (EPI) est caractérisée, dans ses fondements, par l'interdisciplinarité. C'est une inter-discipline, dans la mesure où les auteurs qui s'en réclament se nourrissent de la combinaison de concepts associant des disciplines - histoire, relations internationales, sciences politiques, sociologie, et économie - qui, habituellement, communiquent peu entre elles.

L'EPI est peu reconnue en France, et plus largement en Europe continentale. Nicolas Jabko (2009) attribue la difficulté d'établissement de l'EPI en France à l'influence qu'y a joué, et y joue toujours, le marxisme. Celui-ci contribue à produire des analyses puissantes en économie politique. Les marxistes en France constituent une fraction importante des chercheurs en économie, se basant sur une critique de l'économie politique bourgeoise. L'économie politique s'est alors reconstituée autour du marxisme, tandis que le reste des sciences économiques, basées sur la recherche formalisée, mathématique et quantitative, se sont éloignées des problématiques d'économie politique, pour constituer ce que beaucoup appellent désormais « l'orthodoxie ». Ce schisme n'a pas laissé d'espace à l'EPI, ni en France, ni plus largement dans les pays d'Europe continentale, où l'économie politique n'est pas véritablement analysée avec une lecture *internationale*.

Le développement de l'EPI a été d'autant plus difficile à importer en Europe que pour beaucoup de chercheurs potentiellement intéressés par les sujets qu'elle traite, les concepts de l'EPI ne sont pas clairement définis. Les auteurs de la discipline divergent d'abord sur leurs conclusions, par exemple, lorsqu'il est question du déclin des Etats-Unis (voir Strange, 1987). Les divergences concernent également la méthodologie. Nous entendons par là à la fois les objets qui doivent être observés, et la façon de les observer puis de les analyser (doit-on observer les Etats, les acteurs non-étatiques ? Quelle définition donner de la puissance, est-ce un stock ou une relation ?). Enfin, une divergence de taille concerne les finalités que se donnent les travaux de l'EPI. Une partie importante d'entre eux se focalisent sur des problèmes posés aux Etats, et aux stratégies appropriées pour régler ces problèmes, se plaçant clairement dans la posture du consultant au service du gouvernement mondial. Une telle démarche est critiquée pour sa dimension normative tendant à légitimer l'ordre néolibéral américain, ce qui a donné lieu au développement d'une série de travaux critiques, menés notamment par Susan Strange en Grande Bretagne, Robert Cox au Canada (voir également l'ouvrage de Desaï. 2013).

Il en ressort qu'une part importante des travaux d'EPI est consacrée à la définition de la discipline. L'EPI continue d'être un recours important pour des économistes insatisfaits par les travaux « économistes » fondés sur l'approche néoclassique, qui négligent les aspects politiques internationaux. Reconnaissant l'importance des facteurs politiques dans leur propre objet d'étude, les économistes mobilisant l'EPI sont amenés à citer de nombreux travaux de sciences politiques, contribuant ainsi à faire émerger une « interdiscipline ». Le recours aux travaux historiques est également largement répandu. L'émergence de cette « interdiscipline » traduit, pour un certain nombre de chercheurs, l'inadaptation de la seule discipline économique à se doter d'outils analytiques satisfaisants.

L'hégémonie : origine et définition

Si pour commencer cette étude, le chercheur consulte un dictionnaire classique, il trouvera par exemple dans le *Larousse* une définition de l'hégémonie en tant que « domination d'une puissance, d'un pays, d'un groupe social, etc., sur les autres ». On se satisfera difficilement de cette définition, qui ne précise pas le contenu de cette domination. L'hégémonie est un concept qui, en sciences politiques, est rattaché aux écrits de Gramsci¹⁰³. Le concept est marxiste et révolutionnaire : l'hégémonie est ce qui doit être construit dans l'optique du renversement de l'ordre économique dominant. Pour notre étude, l'élément important à retenir de ce concept est qu'il nécessite la conjugaison de deux forces, la force coercitive de la domination, et une autre, celle de la domination intellectuelle et culturelle.

« L'hégémonie suppose la dictature du prolétariat, c'est-à-dire la coercition que la classe dominante fait nécessairement peser sur les groupes antagonistes. Mais c'est aussi la direction intellectuelle et morale (culturelle) de tous les alliés du prolétariat dont on a gagné le consentement et dont on veut organiser le « consentement actif » (paysannerie, etc.). » (Note d'André Tosel dans Gramsci, 1983, p. 82)

Nous reprenons ici un commentaire d'André Tosel aux textes de Gramsci, à propos de l'hégémonie, qui résume, de notre point de vue, le concept d'hégémonie développé par Gramsci. L'hégémonie implique la coercition mais ne s'y résume pas. Elle développe aussi « l'aspect positif de la direction ».

« Ainsi s'établit la distinction entre « dominant » et « dirigeant » : la prise de pouvoir donne la domination, reste à conquérir la « direction ». Mais cette direction elle-même n'est pas postérieure à la domination : les deux moments sont dialectiquement liés et un groupe peut et doit être « dirigeant » avant de conquérir le pouvoir, et lorsqu'il devient « dominant », malheur à lui s'il perd son rôle « dirigeant » (Gramsci, 1983, p. 82).

On doit ainsi distinguer la domination de la direction. Cela est intéressant pour l'étude de l'hégémonie du dollar, car le dollar américain, s'il domine par la puissance de son économie émettrice et la domination, parfois violente, dont cette dernière peut faire usage (à travers des menaces, des sanctions, des interventions militaires), il est aussi dirigeant de tout un bloc hégémonique, dans la mesure où ses usagers lui accordent une légitimité, en adhérant au système de valeurs qu'il véhicule et fait respecter.

« Une classe est dominante de deux manières, elle est en effet « dirigeante et dominante ». Elle est dirigeante des classes alliées, elle est dominante des classes adverses. Voilà pourquoi une classe avant d'accéder au pouvoir peut être « dirigeante » (et doit l'être), quand elle est au pouvoir elle devient dominante, mais elle continue à être dirigeante » (Gramsci, cité par Tosel, 2005, p. 60).

¹⁰³ Le terme vient du grec ancien : la cité hégémonique (grecque) dirige, qui conduit les autres cités.

On comprend que le pouvoir hégémonique, selon Gramsci, ne se concrétise pas seulement au travers de la domination exercée via des institutions formelles, il se réalise nécessairement par l'assentiment informel que les dominés expriment. Gramsci, pour reprendre les mots de Tosel, réexamine les rapports entre structure et superstructure, afin d'en déduire que « structure et superstructure font bloc, un bloc historique » (Tosel, 2005, p. 59).

Vanel rappelle que « le pouvoir n'est donc compréhensible qu'à partir du moment où il concerne des acteurs libres mais inégaux, donc partiellement autonomes et potentiellement résistants au titulaire de l'autorité. Ceci signifie qu'il faut substituer au couple domination/soumission le couple pouvoir/obéissance pour bien saisir le concept d'hégémonie » (Vanel, 2003, p. 9-10). La résistance potentielle des acteurs¹⁰⁴ peut être éteinte, mais cela passe par une relation spécifique et distincte de la relation de domination primaire, impliquant la prise en compte des objectifs de ces acteurs.

Usages détournés du concept d'hégémonie ?

L'hégédon, parce qu'il n'est pas seulement dans la coercition, mais aussi dans la quête de la légitimité, supporte a priori un fardeau qui lui vaut l'assentiment des acteurs suiveurs : il supporte notamment la charge de la fourniture des biens publics. Cette fourniture est absolument nécessaire à la reproduction de l'ordre hégémonique. A partir de ce raisonnement, se déduit une *fonction* hégémonique (voir aussi *supra*, encadré 3). Dans les écrits de son courant dominant, l'EPI considère la fonction hégémonique comme une asymétrie nécessaire au fonctionnement de l'économie internationale. Elle a alors « pour mandat de trouver des moyens de restaurer l'ordre global et la croissance économique mondiale » (Hobson et Seabrooke, 2009, p. 291). L'hégédon a cette responsabilité d'assurer le bon fonctionnement de cet ordre. L'absence d'hégédon induit de profondes crises économiques et politiques. Les crises, de manière générale, traduisent, selon ce point de vue, un affaiblissement du pouvoir prêté à l'hégédon, pouvoir qu'il faudrait voir reconstruire pour mettre un terme à la crise. L'idée d'une fonction hégémonique a ainsi une portée normative, qui par ailleurs tend à légitimer l'asymétrie présente de fait entre les membres de l'ordre international. Suivant cette logique, la multipolarité porte en elle les germes de l'instabilité mondiale. Cette analyse est développée dans l'œuvre de C. Kindleberger (1973), et prend le nom de *théorie de la stabilité hégémonique*.

Ce dernier point, l'ouvrage de légitimation, est critiqué par un certain nombre d'auteurs marxistes qui y voient l'œuvre d'intellectuels proches du pouvoir et intéressés par le maintien du statut de l'hégédon (voir la présentation qu'en fait Vanel, 2010 ; ainsi

¹⁰⁴ Dans notre étude, les « acteurs » en question sont des firmes exportatrices, « partiellement autonomes » car disposant effectivement d'une certaine autonomie dans les décisions qu'elles prennent.

que Strange, 1970 ou Desai, 2013). La tentation inverse consiste à considérer les stratégies développées par l'hégémon comme le résultat d'un *projet de domination* globale, ce qui concrètement revient à mettre en évidence la domination des Etats-Unis sur le reste du monde, et les gains politiques et économiques que le pays en retire. Comme l'écrit Vanel (2010), une telle approche critique de la théorie de la stabilité hégémonique est fondée, mais le problème posé par cette analyse est que l'hégémonie n'est pas le synonyme de la domination. Ainsi que nous l'avons rappelé plus haut, si la distinction entre domination et direction doit être faite, la combinaison des deux est nécessaire pour observer l'hégémonie. Celle-ci suppose l'assentiment des dominés, qui ont leur mot à dire. Une façon d'intégrer l'expression des dominés est l'usage qu'ils font des instruments dont l'hégémon assure la fourniture.

Le retour à une analyse de l'hégémonie du dollar inspirée de Gramsci?

Face à ces deux approches de l'hégémonie, une troisième a vu le jour dans des travaux plus récents. Il s'agit d'une approche de l'hégémonie par les pratiques. En développant le concept d'*Everyday International Political Economy*, Hobson et Seabrooke (2009) cherchent à mettre en évidence le rôle que peuvent jouer, dans leurs pratiques courantes, les acteurs qui ne sont pas aux commandes de l'économie mondiale. Dans cette vision, il y a une relation double entre les élites et les non-élites : si les élites disposent en effet de la capacité à influencer les pratiques des acteurs, les pratiques de ces derniers sont eux-aussi à l'origine d'un remodelage des élites qui doivent, pour leur propre survie, tenir compte des non-élites, afin de recueillir leur assentiment. Cette démarche se rapproche ainsi du sens premier de l'hégémonie, qui implique une forme d'assentiment des sujets pour leur maître. Elle s'éloigne de l'ouvrage de justification de l'ordre néolibéral par l'intervention de l'hégémon, et prend également quelques distances avec la théorie qui fait de l'hégémonie une domination sans que les dominés n'aient finalement leur mot à dire.

L'idée d'étudier la légitimation d'une puissance hégémonique par les pratiques fait rapidement sens dans l'étude de la monnaie¹⁰⁵. Imaginons deux hommes placés côte à côte et sans distinction particulière, hormis le fait que le premier se trouve doté d'un nombre important d'unités monétaires tandis que l'autre en est dépourvu. Quel sera l'élément qui fera ressentir au premier qu'il est riche, et au second qu'il est pauvre ? Le fait que chacun d'entre eux reconnaît, et d'une certaine manière, accepte, l'ordre monétaire. C'est indispensable à la reproduction sociale. Cela relève avant tout de la

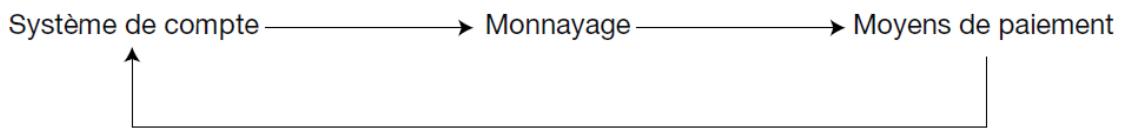
¹⁰⁵ On ne saurait le formuler mieux que Geoff Mann : « Money is an instrument of hegemony par excellence. (...) As Marx and Keynes both note, money enables the separation of purchase and sale, stitching together past and future and here and there – insisting, in its very existence, on the continuity across time and space of the value relations, property, and their attendant ideological and material relations of legitimization and reproduction » (Mann, 2012, p. 117). Mann poursuit en affirmant : « Money is less « infinite debt » than infinite consent – the « real community ».

logique : la monnaie représentant la richesse socialement validée, la société a nécessairement besoin que l'unité de compte soit largement acceptée en son sein, c'est à dire que ses pauvres comme ses riches reconnaissent la monnaie pour que les premiers soient en effet pauvres, car ils sont avant tout pauvres en monnaie. Il est donc nécessaire que l'individu pauvre continue d'accepter la monnaie comme l'unité qui définit la richesse socialement validée, c'est-à-dire, l'unité qui va évaluer sa pauvreté, et qui pourrait peut-être, plus tard, évaluer son enrichissement. Les autorités monétaires, qui représentent les classes hégémoniques qu'elles sont censées protéger, sont en charge de veiller au respect de ce principe et tenir compte – *a minima* – des volontés et des pratiques d'un ensemble plus large d'acteurs, dans l'intérêt même des classes hégémoniques.

L'hégémonie entretenue par les pratiques trouve donc un écho dans la théorie institutionnelle de la monnaie qui rejette l'argument selon lequel la monnaie est acceptée uniquement suivant un processus de type *top-down*. S'il existe bien une relation *top-down*, elle est caractérisée par une seconde relation *bottom-up* constituant un garde-fou pour la première. Nous pouvons ici utiliser les travaux de Grégory Vanel (2007 ; 2010) pour qui les pratiques constituent une échelle de lecture pertinente pour comprendre l'hégémonie américaine. Son étude traite de l'hégémonie financière américaine. L'attraction du dollar en est une composante. Ainsi, le système monétaire international dont le centre de gravité est le dollar se forge et se maintient dans les pratiques des acteurs.

Vanel met en évidence la capacité des acteurs à modeler le comportement des autorités responsables de l'émission du moyen de paiement. L'usage de la coercition est toujours présent pour appuyer l'acceptation du moyen de paiement, mais il est contraint par un processus de légitimation auprès de la société marchande. Il est à cet égard intéressant de noter que ses travaux nous semblent faire écho aux travaux institutionnalistes – évoqués dans la section précédente – dans la mesure où dans ces travaux pourtant différents, les acteurs sont dotés d'une capacité d'influence sur l'ordre monétaire. Ce sont les pratiques monétaires quotidiennes des acteurs qui renforcent ou au contraire affaiblissent un ordre monétaire. Par exemple, le schéma suivant (figure 16), emprunté à Théret (2008), décrit le schéma de reproduction d'un système monétaire. Il suggère des interactions entre le système de compte, abstrait, et le moyen de paiement qui sera concrètement mobilisé dans l'échange, et dont l'accès est réglementé par le système de monnayage. Ces interactions aboutissent à l'établissement d'une norme monétaire, qui peut se maintenir en tant que telle grâce à la capacité du système à correspondre à la communauté marchande et à ses évolutions.

Figure 16 : Le cycle des formes fonctionnelles de la monnaie



Source : Théret (2008, p. 821)

C'est donc par leur comportement que les agents renforcent – et légitiment – ou au contraire réorientent un ordre monétaire existant. Cela se fait plus naturellement lorsque l'ordre en question est lui-même capable de s'adapter aux évolutions des pratiques et des besoins des agents. On en trouve l'illustration dans l'appareil que l'économie américaine est capable de développer pour assurer la permanence du statut actuel du dollar.

Les innovations financières, dont, pour beaucoup d'entre elles, les acteurs financiers américains sont à l'initiative, et au premier rang desquelles figure la titrisation, suivent les besoins de l'économie mondiale. Les besoins en liquidité sont accentués par le caractère instable de l'économie mondiale, qui rend nécessaires des filets de sécurité. A ce titre, comme nous allons le voir plus en détail dans la section III.3, les pratiques du *shadow banking* peuvent en effet apparaître comme une nécessité qui découle de l'usage du dollar dans l'économie mondiale, car le *shadow banking* est un moyen de procurer des services bancaires en dollars à des agents qui ne pourraient en obtenir dans le système bancaire conventionnel. La financiarisation explique ce mécanisme : l'usage du dollar et le besoin de liquidité renforcent la multiplication des crédits. Celle-ci est rendue possible par de nouvelles pratiques bancaires, nécessitant des collatéraux de qualités différentes. Le système bancaire en dollar s'est ainsi remodelé pour correspondre aux besoins de ses usagers, en épousant la forme des groupes sociaux dominants, en l'occurrence dans les années 2000, des institutions financières privées.

En comparaison, la livre sterling a sans doute souffert dans les années 1920 d'un manque de souplesse lié à son régime de change, c'est à dire de son ancrage à l'or à un moment où la conjoncture nécessitait de la part des autorités monétaires une plus grande souplesse. La livre sterling ne s'est pas libérée de ses chaînes (les *golden fetters*, les chaînes dorées décriées par Keynes) : l'économie britannique aura été sérieusement bridée par le retour imposé à la parité-or d'avant-guerre. Ce qui était supposé permettre à la livre sterling de voir sa crédibilité rehaussée aura finalement achevé de mettre l'économie britannique en position de faiblesse face à l'économie américaine. A l'inverse, lorsque Nixon décrète la fin de l'ancrage du dollar à l'or le 15 août 1971, il acte une situation que les acteurs financiers, à l'époque, savaient inéluctable. Il a permis au dollar de faire tomber les barrières qui ne faisaient qu'en freiner, en théorie, le développement. La correspondance entre l'organisation des institutions monétaires et les rapports économiques *infra*, contraints par la conjoncture, semble dès lors essentielle pour assurer la résilience d'une monnaie.

Les prolongements associés à l'hégémonie

Le concept d'hégémonie est un concept vivant qui ne peut difficilement être ignoré des auteurs qui étudient les relations monétaires internationales, et il a donné naissance à de nombreuses relectures des relations internationales. Deux prolongements sont ici identifiés, qui permettent de renouveler et stimuler les réflexions sur les relations de pouvoir asymétriques.

Le soft power

La notion de *soft power* a été développée par Joseph Nye (1990), alors que le monde occidental était sujet à de profonds bouleversements : sur le plan géopolitique (Nye écrit au moment de l'effondrement de l'URSS), sur le plan des interdépendances internationales, et enfin par rapport à l'émergence de centres de pouvoir privés au travers des grandes firmes transnationales.

Pour Nye, si les forces militaires restent cruciales dans le maintien de l'ordre mondial, le recours à de telles forces est coûteux, et parfois superflu. Le *soft power* est à ce titre plus intéressant pour la puissance dominante. On parle de *soft power* quand un pays obtient d'un autre pays que ce dernier veuille la même chose que lui (Nye, 1990, p. 166). Le *soft power* d'un pays repose essentiellement sur trois éléments : sa culture (dans la mesure où elle doit être attrayante pour d'autres pays), ses valeurs politiques, et sa politique étrangère (vue comme légitime et ayant une autorité morale) (Nye, 2004, p. 11).

Nye met en avant l'idée que les petits Etats et les acteurs non-étatiques ont acquis un pouvoir bien plus considérable qu'auparavant, grâce aux interdépendances qui sont apparues avec la globalisation. La participation des économies à des activités modernes, notamment via les firmes transnationales, favorise les interdépendances et assure un certain accès à l'exercice du pouvoir à ceux qui, isolés, en étaient dépourvus. A l'inverse, certains pays s'en privent en restant à l'écart :

« That China and the Soviet Union do not significantly participate in these transnational credit markets seriously limits their access to intangible aspects of power » (Nye, 1990, p. 165).

Dans cette vision, la normalisation est un moyen d'avoir accès au pouvoir. Un acteur est exclu des nouvelles formes de pouvoir s'il s'abstient d'adhérer aux standards internationaux, et de créer par ce biais des interdépendances avec les grandes puissances. Joseph Nye fournit une contribution originale dans la mesure où il plaide pour l'inclusion dans l'analyse de l'EPI du rôle des relations infra-étatiques¹⁰⁶, tout en restant dans une

¹⁰⁶ En particulier, le rôle des firmes transnationales, qui sont des canaux de transmission de pouvoir puisqu'elles génèrent de puissantes interdépendances.

démarche de restauration de l'ordre international, cherchant à résoudre les problèmes que rencontre alors l'hégémon américain.

Le pouvoir structurel

Le pouvoir structurel est un des principaux concepts issus de l'analyse de Susan Strange. Les quatre caractéristiques du pouvoir structurel sont i) l'exercice d'un contrôle sur la sécurité des autres nations ; ii) un contrôle sur le système de production des biens et services ; iii) la capacité à déterminer et à influencer la structure de la finance internationale et du crédit, de manière à pouvoir en bénéficier ; iv) le contrôle ou l'influence sur le savoir technique et informationnel, ainsi que sur les connaissances technologiques et religieuses (Strange, 1987, p. 565).

Les travaux de Strange insistent particulièrement sur la question de l'établissement des normes, et des structures du savoir. Une partie des ouvrages de Strange relatifs au pouvoir structurel se penche sur la question des choix des acteurs, et de la manière dont ceux-ci se trouvent orientés. L'aspect intéressant du concept de Susan Strange est qu'il réfute les prétentions de la société dont nous sommes contemporains : une société qui serait dominée par les multiples choix possibles laissés à l'individu, au point que certains parlent de « tyrannie du choix » (Taylor, 2013). Sur le plan des relations monétaires internationales, le système post-Bretton Woods a en effet laissé émerger des monnaies a priori concurrentes du dollar américain, et offert de nouveaux choix. D'après Strange, ce n'est vrai qu'en surface, comme en témoigne le passage suivant :

« The possessor is able to change the range of choices open to others, without apparently putting pressure directly on them to take one decision or to make one choice rather than others. Such power is less “visible”. The range of options open to others will be extended by giving them opportunities they would not otherwise have had. And it may be restricted by imposing costs or risks upon them larger than they would otherwise have faced, thus making it less easy to make some choices while making it more easy to make others » (Strange, cité par Helleiner, 2006, p. 74).

Le choix des acteurs est donc orientable, selon la forme prise par la structure. En matière monétaire, les principales puissances parviennent à exercer un pouvoir structurel, puisqu'autour d'elles gravitent des nations qui choisissent de faire partie du « bloc » monétaire. Le concept de pouvoir structurel et plus généralement, les travaux de Strange, conservent une grande vitalité académique, comme en témoignent les nombreux travaux qui font référence à la chercheuse britannique (Helleiner, 2006 ; Henning, 2012 ; Cohen, 2015a). Pour C. Chavagneux (2004, p. 54-57), qui a été l'étudiant de Strange à Londres, le concept de pouvoir structurel a conquis un grand nombre d'analystes, de telle sorte que le prétendu déclin des Etats-Unis n'est plus guère d'actualité dans les analyses consensuelles en économie politique internationale.

Illustration : la relation entre puissance et choix du dollar dans les échanges internationaux

Pour comprendre l'hégémonie du dollar américain dans les échanges internationaux, tentons d'identifier les « forces actives » qui façonnent les pratiques des acteurs dans le sens d'un usage du dollar, et les canaux par lesquelles ces forces se manifestent.

Dans quel sens fonctionne la relation entre pouvoir et monnaie?

Il est connu que la facturation et le règlement dans une monnaie nationale favorisent la nation émettrice de cette monnaie : les autorités monétaires, le pouvoir politique, mais aussi les acteurs individuels et décentralisés qui se trouvent avantagés par rapport à leurs concurrents, ces derniers étant amenés à opérer dans des systèmes monétaires auxquels ils sont initialement étrangers. La relation semble donc aller dans le sens selon lequel *l'usage d'une monnaie favorise l'économie émettrice de la monnaie*. Toutefois, le développement des usages monétaires dans une monnaie particulière, incluant la facturation et le règlement du commerce international, est influencé par la puissance et le pouvoir dont dispose la nation émettrice de la monnaie. Cette relation est donc à double sens. Elle est l'objet d'une réflexion développée dans l'ouvrage de Cohen (2015a, chapitres 4 et 5).

La première relation identifiée par Cohen est celle selon laquelle la monnaie génère du pouvoir. Cohen affirme que le principal canal par lequel la monnaie donne du pouvoir est celui du développement des marchés financiers, qui permet, pour l'économie émettrice, de repousser les contraintes de retour à l'équilibre de sa balance des transactions courantes (et donc de repousser la contrainte d'ajustement), mais aussi de renforcer sa centralité au sein de l'économie mondiale, en étant un élément nodal dans le réseau financier. La capacité d'endettement est étendue, ce qui peut être d'une grande utilité et offrir des leviers politiques : par exemple, une opération militaire peut être financée par endettement sans susciter, auprès du reste du monde, la crainte de l'insoutenabilité financière de l'opération. L'usage du dollar sur les marchés des changes, ou en tant que monnaie de facturation du commerce, selon Cohen, a des implications économiques importantes, mais beaucoup moins d'incidences directes sur la puissance politique de l'économie émettrice¹⁰⁷.

La seconde relation identifiée par Cohen est celle selon laquelle le pouvoir est la variable indépendante, et la monnaie la variable dépendante. Cette relation dépend de la combinaison de quatre variables. La première est la taille économique du pays émetteur,

¹⁰⁷ Rappelons ici que la puissance à laquelle pense Cohen est la puissance de l'Etat, considéré comme émetteur de la monnaie.

en termes de PIB, et de la structure de ses échanges. Sa capacité à développer un réseau de relations asymétriques, et à s'y trouver au centre, en tant que point nodal, encourage l'usage de sa monnaie. La seconde variable est le développement financier du pays, et sa capacité, là aussi, de se constituer en tant que centre financier. La troisième variable est l'ensemble de liens politiques avec l'extérieur, et la quatrième, la présence et la puissance militaire du pays émetteur. Ces deux dernières variables signifient que l'existence d'un projet d'internationalisation de la monnaie est nécessaire à son internationalisation, et que celui-ci a besoin d'être appuyé, pour des raisons de crédibilité, par une puissance militaire fournissant assurance et protection aux usagers de la monnaie.

La relation est donc à double sens. L'analyse de Cohen peut, à partir de ce constat, être développée et complétée. Les déterminants de choix de monnaie peuvent maintenant être recensés. Les points qui suivent constituent autant de critères poussant au choix du dollar dans les échanges internationaux.

Le rôle des banques américaines

Le dollar est indissociable des banques américaines qui le créent et le véhiculent. Nous nous intéressons ici aux banques privées américaines, soit des acteurs non-étatiques. Ces banques se sont développées tout au long du xx^e siècle à l'échelle internationale sans être entravées par le pouvoir fédéral américain, pour des raisons qui sont expliquées par De Cecco (1986, p. 119) :

« La première explication venant à l'esprit est que les grandes banques et les firmes multinationales forment un groupe de pression considérable dont un gouvernement, même très populaire, ne peut encourir l'inimitié pendant une durée trop longue. Mais il y a autre chose. Le gouvernement des Etats-Unis, comme ceux des autres pays industrialisés, est habitué à se servir des banques et des multinationales dans le cadre de sa politique étrangère. Il s'efforce de maintenir le modèle international en demandant de temps en temps aux acteurs transnationaux que sont les grandes banques et les multinationales de favoriser la politique étrangère américaine vis-à-vis de certains pays. Si le gouvernement américain adoptait dans le même temps des mesures coercitives à leur encontre, il ne pourrait leur demander d'aider à la conduite de la politique étrangère américaine ».

De Cecco offre une lecture reprise par Strange (1996, p. 10), mettant l'accent sur la possibilité d'intérêts divergents entre d'une part le gouvernement, et d'autre part les banques (ou d'autres acteurs non-étatiques). Le gouvernement est parfois contraint de s'aligner sur les intérêts de ses banques. Il arrive cependant fréquemment que ces intérêts convergent. Cela a été le cas au début du xx^e siècle lorsque les banques américaines ont eu la capacité de réaliser des opérations à l'étranger, et d'opérer une transnationalisation dont le gouvernement américain ne pouvait qu'apprécier les effets sur les intérêts britanniques en matière financière.

Les banques américaines ont eu une marge de manœuvre relativement importante dans la réalisation de leur expansion internationale, à l'inverse des régulations domestiques qui ont parfois pu se révéler contraignantes (notamment dans les années 1950 et 1960). Elles ont développé des stratégies globales. Comme l'explique Broz (1999), les banques américaines se sont lancées dans l'internationalisation du dollar car elles y ont vu, à juste titre, des perspectives de gains substantiels¹⁰⁸. Dans la mesure où la monnaie est créée (mais aussi détruite) et transférée par des banques commerciales, rappeler le contexte dans lequel les banques américaines ont pu agir est de la première importance pour comprendre l'expansion du dollar dans les échanges internationaux.

Les banques américaines ont été les canaux par lesquels les dollars ont été amenés au reste du monde. Le système bancaire américain est considéré comme le banquier du reste du monde. Comme l'affirme Hyman Minsky, « a large portion of the demand for the international monetary system's key currency is determined by financial flows due to outstanding financial instruments, the buying and selling of financial instruments, and precautionary and speculative considerations » (1979, p. 109). Pour Minsky, la richesse des Etats-Unis vient de sa capacité à être, et à se maintenir, dans la position d'une banque internationale, en octroyant des crédits au reste du monde, et ce à la hauteur des besoins de celui-ci.

Néanmoins, les banques américaines n'ont pas été les seules institutions à servir à véhiculer la domination du dollar. Après la seconde guerre mondiale, le monde occidental, en reconstruction, est dominé par le dollar, d'autant plus que la livre sterling n'est plus en état de s'affirmer comme une devise concurrence. Dans cette période de forte croissance, les échanges internationaux vont s'accroître considérablement, et avec eux les besoins de dollars. La monnaie américaine va trouver des relais à travers les grandes banques internationales, en Europe en particulier. Les banques localisées en Europe, à travers les opérations en eurodollars, soit le plus souvent des dollars US déposés sur des comptes bancaires localisés en Europe¹⁰⁹, ont également été des véhicules de l'internationalisation du dollar. Passé le contexte d'après-guerre et la reconstruction, les grandes banques internationales du reste du monde ne pouvaient se permettre d'être maintenues à l'écart des opérations en dollar. Plusieurs centres financiers *offshore* ont été à cet égard particulièrement importants. Pour n'en citer que le plus important, la City de Londres, à partir de 1958, une fois acté le déclin de la livre sterling

¹⁰⁸ La thèse de J. L. Broz est d'ailleurs que cette internationalisation n'aurait pu avoir lieu sans une profonde réorganisation du système bancaire US. Les gains associés à l'internationalisation du dollar US auraient ainsi motivé l'unification monétaire du système dollar et la création de la *Federal Reserve* en 1913.

¹⁰⁹ Précisons que les eurodollars désignent une catégorie de dépôts bancaires qui ne sont pas nécessairement en dollars, et pas nécessairement déposés dans une banque européenne. Ils désignent des dépôts bancaires inscrits hors de leur territoire d'émission et de leur juridiction.

en tant que monnaie de dimension internationale, s'est lancée dans des opérations en dollars qui lui ont permis de conserver son statut de première place financière au monde.

Comme l'explique Helleiner (1994), les eurodollars ont été soutenus à la fois par les pouvoirs publics au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, chacun pour des intérêts différents. Pour les britanniques, l'intérêt était surtout de s'assurer que Londres reste un centre financier international, tandis que les institutions financières britanniques ont su profiter de l'absence de contrôles de capitaux aux Etats-Unis.

La crise de Suez fin 1956 - début 1957 a diminué encore un peu plus l'influence britannique dans son ancien empire colonial. En outre, elle a déclenché un *run* sur la livre sterling, ce qui a marqué le début des eurodollars sur la place de Londres (Cameron et Palan, 2004, p. 92). L'initiative des eurodollars revient donc aux banques britanniques, pour qui les restrictions sur les transactions en livre sterling devenaient insupportables, elles ont donc rejeté la livre au profit du dollar américain (Palan et alii, 2010, p. 131). La City a donc basculé de la livre sterling au dollar US. Pour les Etats-Unis, leurs intérêts dans ce mouvement étaient de renforcer la prédominance des banques américaines, de soutenir le taux de change du dollar, et de trouver un accès à l'épargne internationale déposée dans des fonds en Europe (Panitch et Gindin, 2005, p. 55). L'enjeu principal était celui du financement du déficit du compte courant, l'économie américaine ayant changé de position vis-à-vis du reste du monde. C'est en effet à cette période que les Etats-Unis ont commencé à enregistrer des déficits.

Le rôle de la dette américaine.

La dette apparaît comme un élément stratégique dans le statut du dollar. Carla Norrlof (2008) considère par exemple que la dette américaine est « stratégique » pour les Etats-Unis, parce que la différence entre les revenus des actifs à l'étranger détenus par des résidents américains avec les revenus des actifs US détenus par le reste du monde est largement positive, ce qui correspond à un gain net pour l'économie américaine. D'un point de vue purement comptable, le statut d'hégémon est donc clairement une source de bénéfices nets.

Cependant, la dette est aussi stratégique pour le statut du dollar comme monnaie du commerce international. Le dollar est la monnaie qui libelle la majorité des titres de dette détenus par le reste du monde. Une dépréciation du dollar signifie pour les détenteurs de ces titres une perte financière. Les pays concernés par d'importantes réserves libellées en dollar - au premier rang desquels figure la Chine - se trouvent alors contraints de continuer à accumuler de la dette américaine et doivent veiller à maintenir le cours du dollar pour éviter que leur réserves ne se déprécient – le coût d'une telle dépréciation ne pouvant être assumé par les gouvernements auprès de leur population. C'est ce que l'économiste Eswar Prasad (2014) a appelé le *dollar trap* : l'accumulation de dollar apparaît a posteriori comme un piège dont la sortie est empêchée par la crainte de la dépréciation des réserves. Les agents, malgré toutes leurs inquiétudes – sans aucun

doute justifiées – vis-à-vis de l'insoutenabilité d'un système aussi déséquilibré, sont amenés de cette manière à soutenir le dollar. Alors qu'Henry Kaufman, dont les propos sont rapportés par Minsky (1979, p. 110), considérait comme un sérieux danger pour la pérennité du statut du dollar la possibilité que les agents internationaux délaissent le dollar, par exemple suite à une dépréciation de celui-ci, le poids des actifs détenus en dollars par des pays partenaires est aujourd'hui tel que les Etats-Unis sont, à court terme du moins, à l'abri d'un tel scénario. Les pays du reste du monde sont au contraire amenés à rechercher des excédents commerciaux, qu'ils vont employer pour financer les déficits américains dont ils déplorent par ailleurs l'existence.

Ne faut-il pas y voir ce que Cohen (2006) appelle le « pouvoir monétaire international », à travers la capacité à faire reporter sur d'autres pays la pesante contrainte d'ajustement budgétaire et commercial ? Ce pouvoir place en effet les Etats-Unis au-dessus des autres pays, puisqu'ils ne sont en aucun cas contraints d'ajuster leur économie afin d'éviter les déficits. Cette situation suppose l'accumulation de bons du trésor, mais est aussi entretenue par l'usage permanent du dollar dans les transactions internationales. Il convient en effet pour le reste du monde de maintenir une trésorerie en dollar, et de conserver des moyens de paiements afin d'assumer la tâche de financement du déficit américain.

Le rôle de la Federal Reserve, prêteur en dernier ressort.

La réserve fédérale américaine joue également un rôle stratégique dans l'acceptation du dollar comme monnaie internationale. Comme le dit Charles Kindleberger, « c'est une question essentielle. En cas de panique financière, le centre financier doit être une autorité décisive » (Uzan et Kindleberger, 1990, p. 14). Le rôle de prêteur *international* en dernier ressort a à nouveau mis à l'épreuve la Réserve Fédérale lors de la crise de 2008, et pendant les mois qui l'ont suivi. La capacité des Etats-Unis à fournir le reste du monde en liquidité a tout de même été remise en question par des pays, sinon des régions, qui se sont retrouvées à court de liquidités dans les temps forts de la crise financière. C'est le cas de la Chine, dont les autorités n'ont pas hésité à appeler une profonde réforme monétaire internationale (Zhou, 2009). La pénurie de dollars que l'économie chinoise a du affronter constitue certainement une des raisons principales qui motivent l'internationalisation actuelle de sa monnaie.

La monnaie américaine est toutefois celle qui bénéficie d'une adhésion importante, du fait des principes associés à sa supervision. Le fait que les autorités monétaires jouent le rôle de prêteur en dernier ressort, se lançant dans des programmes « d'assouplissement quantitatif » (ou *Quantitative Easing*) a rassuré l'ensemble des acteurs financiers internationaux et a contribué à maintenir le dollar au sommet de la hiérarchie des monnaies. L'existence d'un actif garanti sans risque (*risk free asset*), fourni à l'économie internationale en tant qu'actifs de réserve, a permis au dollar de traverser la crise sans être remis sérieusement en question (Fields et Vernengo, 2013).

Il est important de rappeler que la monnaie américaine ne doit pas être considérée comme un actif financier, puisqu'il s'agit d'une monnaie. Elle ne peut être confondue avec les actifs tels que les bons du trésor américain, qui sont considérés comme des actifs sûrs. La garantie de la Réserve Fédérale fonde la croyance des acteurs privés dans un actif sans risque associé au dollar, car elle correspond à l'extension de l'éligibilité des bons du trésor américain au guichet de la Fed, celle-ci permettant de prétendre à un refinancement de sa part. La Réserve Fédérale accepte ainsi des bons du trésor US dans son bilan en échange de dollars. C'est l'ensemble du circuit financier en dollar qui est demandeur de bons du trésor US (voir Minsky, 1979). En cela le statut du dollar en tant que monnaie internationale ainsi que la politique de la Réserve Fédérale ont pour *conséquence* de rendre possible, et même souhaitable, un déficit public américain.

Le rôle du régime de change choisi par les pays du reste du monde

Les gouvernements qui s'engagent à maintenir dans le temps le taux de change de leur monnaie à une certaine parité avec une autre monnaie – la monnaie d'ancrage – influencent les pratiques monétaires des résidents du pays. Ceux-ci se retrouvent dans une situation de relative stabilité avec l'économie qui sert d'ancre, ce qui encourage leur intégration commerciale. Un ancrage officiel vient le plus souvent acter une situation d'intégration commerciale d'ores et déjà existante avec l'économie du centre auprès de laquelle l'ancrage a lieu. La facturation, de fait, s'opère déjà largement dans la monnaie de l'économie.

Ce résultat apparaît déjà dans les analyses macroéconomiques examinées dans la première section de ce chapitre, car les approches macroéconomiques ont bien identifié l'existence d'une relation entre taux de change et choix de monnaie de facturation. Si ce déterminant est mentionné ici, c'est parce que l'ancrage officiel fait intervenir le gouvernement dans les pratiques monétaires. L'Etat se trouve immiscé dans le choix du régime de change, par conséquent soumis à l'arbitrage du politique. Il s'agit là d'un des biais par lesquels le politique s'immisce dans la décision du choix de monnaie de l'échange.

Le choix du régime de change est souvent la manifestation du pouvoir structurel qu'exercent certaines économies sur d'autres. Pour une économie, le choix d'un régime d'ancrage se justifie par une intégration, et donc par une dépendance commerciale et / ou financière, avec une importante économie partenaire.

Le rôle des Etats-Unis dans les institutions internationales

Les Etats-Unis sont extrêmement présents dans les institutions internationales (Woods, 2003). Les organisations internationales sont ainsi des institutions au sein desquelles les Etats-Unis disposent d'un poids prépondérant. Les Etats-Unis forment un « Etat exceptionnel » dans les organisations internationales, au sens que lui donne Luck (1989, p. 27), c'est-à-dire que le pays est caractérisé par quatre principes : 1. la volonté

d'avoir une position propre sur les affaires en cours et, en apparence, une certaine résistance aux pressions internationales ; 2. ses valeurs et ses pratiques nationales sont considérées comme universelles, morales, et louables ; 3. la stratégie adoptée est influencée par la prise en compte des considérations politiques intérieures ; 4. passer par les institutions multilatérales est une option, mais ce n'est qu'une option et d'autres possibilités existent.

Ne doivent pas être mises sur le même plan les organisations onusiennes, dont les principes reposent sur le multilatéralisme, et les organisations comme la Banque Mondiale, le FMI, éloignées à des degrés divers du multilatéralisme dans le processus de prises de décisions. Quoi qu'il en soit, l'ONU ne contrebalance pas les institutions héritées de Bretton Woods, dont l'orientation reste de toute évidence favorable à l'ordre mondial centré autour du dollar US (Chin, 2014). Goldbach (2015) développe également cette analyse en démontrant la capacité des grandes banques internationales, américaines en premier lieu, à orienter le sens des mesures prises, au sein des instances de régulation transnationales, telles que le comité de Bâle ou le G20. Le FMI est une organisation qui promeut les valeurs du libre marché, valeurs qui coïncident, comme le rappelle Joseph Nye (1990), avec les valeurs de la société et l'idéologie américaine, ce qui est une des traductions du pouvoir « soft » des Etats-Unis sur la régulation internationale. Les Etats-Unis ont eu un intérêt, bien mieux perçu par les Wilsoniens que par les néoconservateurs, à mettre en œuvre leur politique étrangère dans un cadre multilatéral, car l'obtention d'un consensus y a été beaucoup plus aisée (Nye, 2004, p. 63).

Le système du dollar est également favorisé par un certain nombre d'institutions internationales *privées*, dont la capacité de normalisation, en dépit du caractère non-étatique de ces organisations, n'en reste pas moins considérable. On peut renvoyer à ce sujet à l'étude de Vanel (2008), qui développe une analyse de la capacité de telles institutions à faire norme, en favorisant un alignement des nouvelles normes sur celles, préexistantes, de la finance américaine. La puissance d'une économie se répand ainsi par le canal des autorités non-étatiques.

L'aspect militaire et le contexte historique dans l'avènement du dollar

Le dollar s'est imposé au cours d'une période qui a vu se dérouler deux guerres mondiales. La première guerre mondiale (1914-1918) a précipité le déclin de l'empire britannique, dont la livre sterling était jusqu'alors la monnaie dominante dans les échanges internationaux (Broz, 1999). La guerre a d'abord affaibli la position financière des pays d'Europe, les Etats-Unis devenant à cette occasion leur principal créancier. Le remboursement des réparations, par l'Allemagne, ainsi que des prêts accordés aux alliés (Royaume-Uni, France) a donné lieu à des flux de dollars.

La période de l'entre-deux-guerres qui s'ensuivit a été celle de l'internationalisation du dollar, du moins dans le commerce international – le rôle de monnaie de réserve ayant mis plus de temps à s'imposer, selon Eichengreen et Flandreau

(2012). La seconde guerre mondiale (1939-1945) a consacré la puissance américaine. Elle a réuni les propriétés pour que les Etats-Unis deviennent ce qu'ils n'ont jamais cessé d'être depuis lors, un Etat exceptionnel, universaliste, convaincu de la nécessité de défendre autant que possible les valeurs de la libre entreprise. Les Etats-Unis ont par ailleurs représenté un rempart contre le communisme auquel de nombreux pays d'Europe et du reste du monde ont fait appel.

L'immédiat après-guerre a vu l'Europe occidentale être une région subordonnée au système du dollar. A l'époque, la présence de nombreux soldats américains dans le monde, et notamment en Europe continentale, a affirmé le rôle que s'apprêtaient à assumer les Etats-Unis pour le restant du siècle (Zimmermann, 2002). La présence militaire sur place implique déjà une forme de promotion – au moins symbolique – de la monnaie américaine. Par ailleurs, les fonds alloués à la suite de la guerre, pour des raisons à la fois politiques et économiques – le plus connu d'entre eux est le plan Marshall – ont fourni des dollars au reste du monde qui s'est procuré, auprès des Etats-Unis, les biens industriels nécessaires à son équipement et à sa reconstruction.

Enfin, le rôle que joue la puissance militaire doit être compris comme un facteur encourageant l'usage du dollar à un niveau symbolique. Le poids du budget militaire des Etats-Unis constitue un indice de taille : de loin, il s'agit du plus important budget du monde. Il a atteint, après les campagnes d'Afghanistan et d'Irak, 48 % du budget militaire mondial en 2005, soit presque autant que le total des budgets militaires du reste du monde (SIPRI, 2006, p. 11). Cette part a diminué par la suite pour atteindre 36 % du budget militaire mondial en 2015, avec 596 milliards de dollars (SIPRI, 2016, p. 17). En 2016, le budget est estimé à 620 milliards de dollars, soit environ 40 % du budget militaire mondial¹¹⁰. Cela témoigne de la capacité toujours affirmée des Etats-Unis à s'équiper d'une force de frappe considérable dans le but de maintenir l'ordre mondial. Otero Iglesias et Steinberg (2013, p. 197), à travers leurs entretiens, ont pu constater que la puissance militaire est un argument qui pèse dans les représentations des élites, notamment celles des pays du Golfe persique, et que ces élites sont dès lors plus enclines à choisir le dollar comme monnaie de leurs échanges.

Carla Norrlof (2014) considère ainsi que le lien doit être fait entre puissance militaire et ordre du dollar. L'auteure étudie les « capacités » de certaines économies et leur transmission aux pratiques monétaires internationales. Elle développe une mesure composite des capacités monétaires qui comprend, sur le plan économique, PIB, échanges internationaux, et marchés de capitaux, et, sur le plan politique, les dépenses militaires (Norrlof, 2014, p. 1047). Son étude aboutit à un *monetary capability index* qui laisse transparaître un avantage considérable pour les Etats-Unis. Cohen (2015b) évoque

¹¹⁰<http://geopolis.francetvinfo.fr/course-aux-armements-un-record-de-1650-milliards-de-dollars-en-2016-136551>

lui aussi le rôle de la puissance militaire dans les principaux critères à l'origine du statut actuel du dollar. Se servant des exemples historiques de l'Allemagne et du Japon, il affirme qu'une des principales carences de ces deux pays, dans l'affirmation de leur monnaie internationale, a été la faiblesse de leur appareil sécuritaire et militaire. Ces deux pays ont été désarmés à la suite de la seconde guerre mondiale et se sont trouvés dans une situation de dépendance militaire à l'égard de Washington.

Le rôle de la diplomatie américaine dans la promotion du dollar

Notre liste des facteurs qui appuient le choix du dollar comme monnaie des échanges internationaux se termine avec un élément décisif. Il s'agit du rôle que jouent les autorités politiques dans l'expansion - et le maintien - du dollar dans le commerce international. Ce point apparaît notamment dans les écrits de Cohen, sous la mention de *foreign policy ties* (Cohen, 2015b). Là encore, il ne s'agit pas de défendre la thèse selon laquelle la monnaie est « une créature de l'Etat »¹¹¹. En revanche, il convient de rappeler que la monnaie ne peut s'internationaliser sans le support du gouvernement du pays émetteur, idée appuyée par l'essoufflement des rivaux du dollar US depuis les années 1980 (Cohen , 2017).

Le gouvernement des Etats-Unis a appuyé le dollar. Un exemple connu et lourd de conséquence est celui de la facturation et du règlement du pétrole de l'OPEP en dollars, ce que nous développons plus en détail dans la partie suivante (section III. 2). Lorsque secrètement, avant le premier choc pétrolier, ont eu lieu les négociations entre Kissinger et le roi d'Arabie saoudite Faysal, les Etats-Unis se sont assurés que les montants extrêmement importants de la facture pétrolière soient exprimés en dollars (Auzanneau, 2015, p. 409). La diplomatie américaine a fait du dollar la monnaie prédominante pour les échanges du Conseil de Coopération du Golfe, étroitement lié à la puissance militaire américaine (Momani, 2008). Les transactions liées au pétrole sont globalement libellées en dollar, ce qui assure une demande constante de dollar, entretenant la position du dollar comme monnaie de dimension internationale, car le pétrole est le bien le plus commercé dans le monde, en valeur. D'après Momani, les pays du Conseil de Coopération du Golfe détiendraient 60% de leurs réserves en dollar, et à ces réserves déjà considérables viennent s'ajouter des fonds souverains. Il en serait certainement différemment si le pétrole était facturé dans une autre monnaie que le dollar.

La diplomatie américaine s'est par ailleurs employée à déconstruire les relations monétaires nouées, au sortir de la Seconde Guerre Mondiale, entre un certain nombre de pays en développement et les anciennes puissances coloniales, française et surtout britannique (Helleiner, 2003, chapitre 9). D'après Helleiner (2003, p. 203-204), les pays

¹¹¹ Voir la section précédente sur la théorie institutionnaliste de la monnaie. L'expression selon laquelle « la monnaie est une créature de l'Etat » est empruntée à Abba Lerner.

concernés sont, entre autres, le Kenya, le Ghana, le Sierra Leone, la Gambie, le Nigéria, la Malaisie. Pendant la colonisation, les monnaies des colonies étaient, pour la plupart d'entre elles, sujettes à une caisse d'émission (les émissions étant couvertes à 100 % par des réserves en monnaie de la métropole dans le cas des *currency boards* des colonies britanniques). La monnaie utilisée n'était pas directement celle des puissances coloniales elles-mêmes, pour des raisons de stabilité de la monnaie dans la métropole, mais aussi pour des raisons symboliques : les symboles inscrits sur la monnaie devaient être acceptés par les indigènes (Ponsot, 2003). Par conséquent, les instruments monétaires devaient être distincts de ceux utilisés en Europe. Le contrôle, par la métropole, sur l'émission de la monnaie coloniale était tout de même total, en échange duquel la métropole assumait le rôle de prêteur en dernier ressort auprès des institutions financières de la colonie. Les contrôles de capitaux aux frontières de la colonie n'étaient pas tolérés, afin de favoriser les intérêts des colons qui devaient pouvoir faire entrer et sortir des capitaux.

Dans la période qui suivit la seconde guerre mondiale, les Etats-Unis avaient peur de l'adversaire soviétique. L'entêtement des puissances coloniales à vouloir maintenir des liens monétaires entre la métropole et les colonies auraient pu encourager l'opposition indépendantiste, grandissante dans chacune des anciennes colonies, à se doter d'une couleur politique et une idéologie plus proche du marxisme, ce qui semblait dangereux pour Washington¹¹². C'est pourquoi les Etats-Unis ont promu l'autonomie monétaire, au travers de l'émission de monnaies nationales, appelées monnaies « territoriales » par Eric Helleiner¹¹³. Le lancement de ces monnaies s'est parfois accompagné de contrôles sur les capitaux, là encore tolérés par Washington, dans la mesure où l'objectif principal de ces réformes était la consolidation des capitalismes nationaux et l'émergence de bourgeoisies nationales hostiles, dans chacun des pays nouvellement indépendants, aux mouvements politiques prosovietiques¹¹⁴.

Les économies nouvellement indépendantes ont ainsi utilisé leur propre monnaie nationale, disposant d'une indépendance de leur système monétaire relativement élevée par rapport aux régimes monétaires précédents qui subordonnaient entièrement la politique monétaire aux intérêts de la métropole¹¹⁵. Cela a facilité leur développement

¹¹² La fin des préférences impériales faisaient déjà partie des revendications de la délégation américaine à Bretton Woods, tandis que la délégation britannique cherchait à les défendre (Boughton, 2002, p. 12).

¹¹³ Les nations concernées ne sont pas seulement les anciennes colonies. Le lancement de monnaies nationales et de politiques monétaires actives a également concerné les pays d'Amérique centrale, dont les mouvements révolutionnaires restaient une préoccupation pour les Etats-Unis.

¹¹⁴ Panitch et Gindin (2005) insistent sur le caractère temporaire de ces contrôles de capitaux. La finance américaine ne pouvait tolérer cette parenthèse que pour des raisons politiques majeures, mais s'était au préalable organisée pour que les entraves à ses intérêts, et à la libre circulation des capitaux soient levées dès que possible.

¹¹⁵ On notera que le Franc CFA, monnaie d'une zone regroupant d'anciennes colonies françaises d'Afrique, s'est ancré d'abord au franc français et est désormais ancré à l'euro. Il constitue, de ce point de vue une exception – pour ne pas dire un anachronisme.

économique. Non seulement ces changements ont affaibli les anciennes puissances coloniales britannique et française, car les arrangements monétaires tels que les caisses d'émission dont elles étaient à l'initiative servaient leurs intérêts économiques et politiques, mais les réformes ont également préparé le terrain à une modification des pratiques monétaires internationales, en rendant possible l'usage du dollar, y compris pour les transactions avec l'ancienne métropole¹¹⁶. De nouvelles relations économiques sont apparues entre les anciennes colonies et les Etats-Unis. On comprend ainsi que la peur de l'URSS a profondément modifié la configuration monétaire internationale, laissant des traces encore visibles aujourd'hui dans les pratiques et dans les institutions monétaires.

Le pouvoir monétaire des Etats-Unis : l'exemple de la menace de déconnexion bancaire

Certains Etats, au centre du système monétaire international - le plus important d'entre eux étant les Etats-Unis -, peuvent utiliser leur système monétaire comme un instrument de pouvoir. Ceci nous amène à étudier les relations monétaires à l'aide du concept de *pouvoir monétaire international*. Le pouvoir monétaire international se situe à l'intersection des relations monétaires internationales et du pouvoir coercitif (Kirshner, 1995, p. 5). Les relations monétaires internationales font référence « aux actions et arrangements qui affectent la valeur, les usages, la stabilité, et d'autres attributs de monnaies nationales émises par les Etats », tandis que le pouvoir coercitif « fait référence aux manipulations de ces relations par les Etats dans le but d'influencer les préférences ou le comportement d'autres Etats » (Kirshner, 1995, p. 3). Jonathan Kirshner relève que le pouvoir monétaire international peut être exercé de trois manières : i. par la pratique de la manipulation monétaire (notamment du taux de change) ; ii. par l'exploitation de la dépendance monétaire de la part d'autres acteurs ; iii. par une perturbation du système monétaire – ou *systemic disruption* – qui remet en question la place qu'y occupe un acteur ciblé.

Les travaux d'économie politique internationale ont mis en évidence de nombreux cas, dans l'histoire, où un pays a usé de son pouvoir monétaire pour influencer le comportement d'un autre (Kirshner, 1995 ; Helleiner, 2003). Dans cette section, nous pouvons illustrer une forme de coercition qui a, jusqu'à présent, recueilli peu d'attention en économie politique internationale, au travers d'une analyse du système de paiement américain. Ce développement s'appuie sur la forme prise par le système de paiement en dollar, qui, comme tout système de paiement, implique la centralisation des opérations de

¹¹⁶ Bien que les liens coloniaux passés se perçoivent encore très nettement dans les pratiques commerciales des anciennes colonies. C'est aussi vrai pour la livre sterling que pour l'euro. Les territoires que possédait autrefois la France utilisent de manière importante l'euro, notamment pour l'ancrage de leur régime de change (Ilzetzki et alii, 2017, p. 27).

compensation interbancaire. Cette centralisation est effective en dépit du caractère profondément internationalisé de la monnaie américaine.

Les dollars américains, utilisés dans le reste du monde comme une xenomonnaie pour les transactions internationales, peuvent être déposés dans des comptes offshore, et prendre ainsi la dénomination d'eurodollars¹¹⁷. Ce phénomène s'est largement développé dans la seconde moitié du XX^e siècle, et si les économistes s'y intéressent moins aujourd'hui, la circulation offshore des dollars est toujours une caractéristique du système monétaire actuel. Les eurodollars ont pu donner à penser à la fin de la régulation financière et monétaire. L'image qui s'est répandue de la globalisation financière a été celle du consommateur global et de la fin de la géographie financière. Ne resterait alors qu'un monde fait de consommateurs globaux de produits financiers¹¹⁸. La sortie du territoire américain de dollars déposés dans des comptes offshore soumis à des régulations bien plus laxistes semblait, elle, signifier l'expansion d'une monnaie désormais libérée de la loi que l'Etat américain continuait à appliquer sur son territoire.

Cette image est trompeuse. Il est bien vrai que les réglementations américaines relatives aux banques et à leurs dépôts se limitent aux banques situées sur le territoire américain, c'est la raison pour laquelle des dépôts sont réalisés à l'étranger. On parle alors de *lex contractus*. Déposés dans des banques *offshore*, les dollars sont effectivement tenus de se conformer à la *lex contractus* locale. En revanche, la *lex monetae* continue de s'appliquer, quel que soit le territoire du contrat noué avec la banque. La *lex monetae* se définit comme la loi qui s'applique à la monnaie, comprendre la monnaie en tant qu'unité de compte. Kleiner lui associe la notion de « compétence monétaire », qui porte, selon elle, moins à confusion, la compétence monétaire permettant à l'Etat de « donner cours à une unité monétaire, en lui attribuant un nom et sa valeur initiale » (Kleiner, 2010, p. 93). Kleiner rappelle que la compétence monétaire fait toujours bel et bien partie des compétences étatiques. Cette compétence se combine aux règles s'appliquant à l'aspect concret de la monnaie, règles qui reposent essentiellement sur les échanges interbancaires et au principe de la compensation, qui mobilise des institutions conformes au droit du pays d'émission de la monnaie.

Carreau, juriste que nous avons déjà cité, rappelle qu'entre le dollar et l'eurodollar, « l'homonymie est parfaite » dans la dénomination des dépôts et des crédits (Carreau, 1998, p. 355). C'est toujours le nom de la monnaie américaine qui apparaît dans les comptes des eurodollars. Au demeurant, les mouvements de fonds en dollars transitent par un système de paiement national, celui des Etats-Unis. Loin de constituer un détail, les implications de ces instances centralisatrices sont importantes pour les relations économiques internationales. Enfin, Carreau rappelle que les eurodollars restent

¹¹⁷ Voir section III.3 *infra* pour une explication du processus de formation des eurodollars.

¹¹⁸ Une critique de cette analyse est proposée par Dymski (2009).

des créances sur les Etats-Unis. Le *Federal Reserve System* joue dans ce cadre le rôle de prêteur en dernier ressort afin que cette dette américaine puisse être honorée, quels qu'en soient les titulaires.

Il est donc incorrect de parler de dollars vagabonds lorsqu'on parle des eurodollars. Les eurodollars restent bel et bien des créances sur le système bancaire américain. Ce point est également rappelé par de rares auteurs en économie politique internationale, tels que Germain (1997) ou Langley (2002):

« Significantly, even with the emergence from the late 1950s of Euromarket credit practices centralised in London, the dollar-denomination of this credit ensured that these transactions had eventually to be cleared through New York » (Langley, 2002, p. 68).

Une fois écartée l'idée des dollars vagabonds, l'usage de la monnaie américaine implique nécessairement le système de paiements américains, et avec lui la supervision des autorités monétaires américaines. Une autre question se pose alors : est-il possible pour les autorités américaines de se servir du dollar à des fins politiques, de manière arbitraire, alors que les monnaies sont en concurrence dans le cadre de la globalisation ? Un argument fréquemment admis par les économistes est que le recours à la *lex monetae* devrait générer une désaffection pour le dollar, puisqu'il agirait comme une contrainte pour les participants au commerce international. Ceux-ci opteraient pour une monnaie qui ne ferait pas l'objet d'interventions unilatérales de la part du gouvernement de l'économie émettrice.

En effet, que l'Etat intervienne sur la monnaie (par exemple sur le cours du taux de change, ou sur les règles pour être admis au système de paiements en dollar) semble a priori exclu de la part d'une puissance monétaire internationale. C'est là un argument développé notamment par McKinnon (2010), ou encore par Nye (1990, p. 161). Il est fréquemment repris par des économistes, par exemple ici par Cheung :

« For instance, fund flows associated with offshore transactions ultimately have to be cleared in the onshore banking system. Governments can directly or indirectly affect the attractiveness of offshore markets by managing and enforcing rules and regulations on clearing balances of foreign financial institutions being held with onshore banks » (Cheung, 2015, p. 211).

De telles interventions arbitraires sont pourtant bien courantes dans la réalité, comme en témoignent les poursuites qui ont concerné plusieurs banques internationales, telles que BNP-PARIBAS ou la Standard Chartered. Ces banques ont été accusées d'avoir fait pénétrer illégalement dans le système de paiements américain des organisations ennemis des Etats-Unis. Le cas de BNP-PARIBAS a été médiatisé en France : les transactions réalisées en dollars avec Cuba, l'Iran ou la République du Soudan, prohibées par l'OFAC, ont valu à la banque française une amende plus de 8 milliards de dollars, amende que la banque s'est empressée de payer, pour écarter la menace de déconnection du système de paiements américains, c'est-à-dire pour éviter de perdre la licence bancaire

dont elle dispose jusqu'à présent auprès de la Réserve Fédérale. Une telle manœuvre est possible parce que la perte de la licence bancaire accordée par la Réserve Fédérale aurait signifié pour la BNP-PARIBAS d'être reléguée à la périphérie de la finance mondiale, comme l'explique Katzenstein, qui parle, elle, « d'unilatéralisme du dollar » :

« The dominance of U.S. currency gives the U.S. government 'the power to persuade and coerce.' At any moment, the government can choose to cut off a foreign bank's access to U.S. financial markets and thus push it to the periphery of global trade and finance. The government does so either by suspending a foreign bank's license to operate in the United States or by directing U.S. banks to shut down their correspondent and payable-through accounts for the foreign bank. This is, in effect, a death penalty for foreign banks » (Katzenstein, 2015, p. 314)

Ce levier de pouvoir est mentionné dans un ouvrage récent de Cohen (2015a) :

« As a corollary of the enhanced power to delay or deflect adjustment, the issuing country is now in a position to use the payments process *per se* as an instrument of leverage. And as a corollary of greater network dependence, access to the currency itself can be manipulated to advantage » (Cohen, 2015a, p. 86).

L'exemple qui vient d'être traité fournit une illustration du pouvoir monétaire international dont disposent aujourd'hui les Etats-Unis. Ne s'agit-il pas là aussi d'une manifestation de la « violence » de la monnaie telle qu'envisagée par l'institutionnalisme monétaire? Les autorités qui supervisent le système monétaire, et en assurent et le fonctionnement, et la cohésion, sont en mesure d'édicter des règles contraignantes, et de punir les contrevenants. Elles se le permettent parce qu'elles sont légitimées par les principales forces hégémoniques au sein de la communauté marchande. Parallèlement à cette violence, il y a bien – c'est ce qui nous intéresse davantage – une confiance dans le dollar qui favorise son acceptation dans le monde entier. Le coût de la conformité aux règles des autorités fédérales américaines sont supportables pour ceux qui continuent d'utiliser le dollar dans les échanges internationaux.

Conclusion

Les choix de monnaie de facturation sont considérés comme des choix privés et décentralisés, par conséquent associés au marché. Néanmoins, les comportements des acteurs privés – les variables qui vont déterminer ce choix – sont influencés, directement ou indirectement, par les structures du système monétaire international, qui, elles, ne relèvent pas directement du marché. Des facteurs politiques interviennent dans le choix de l'économie internationale d'utiliser majoritairement le dollar. Les facteurs politiques peuvent apparaître de différentes manières à l'observateur. Le pouvoir peut en réalité être mobilisé de manière directe et indirecte.

Il est possible de parler d'hégémonie du dollar américain dans la mesure où l'économie des Etats-Unis a façonné, directement et indirectement, les structures actuelles des échanges internationaux, parfois de manière coercitive, et parfois en

suscitant l'adhésion des pays et des acteurs suiveurs se situant dans le reste du monde. Les Etats-Unis ont généré l'adhésion des acteurs du commerce international à la monnaie américaine, par plusieurs canaux. Le choix du dollar a été favorisé par :

- *Une volonté exprimée par les autorités politiques du pays émetteur d'internationaliser la monnaie combinée à un système de valeurs promues.* Les Etats-Unis ont activement promu le dollar ainsi que les valeurs associées à l'économie américaine : la libre entreprise, la démocratie libérale. La conviction y est bien ancrée que le pays doit promouvoir son système de valeurs universalistes. Le dollar a bénéficié des résultats obtenus par la diplomatie américaine.
- *Un contexte historique et politique.* Les deux guerres mondiales, qui ont affaibli les puissances européennes rivales, ont favorisé l'élection du dollar dans les échanges internationaux. Face à la puissance soviétique adverse et son idéologie ennemie, les puissances occidentales, malgré leur rivalité, se sont rangées derrière les Etats-Unis, affirmant par la même occasion son hégémonie, et faisant tomber tous les obstacles à l'usage de la monnaie américaine.
- *Le climat d'instabilité financière.* Il a été entretenu par la déréglementation et les mouvements de capitaux. L'instabilité génère un besoin de protection que peuvent offrir des produits financiers assurantiels, majoritairement facturés et réglés en dollar. La déréglementation a ainsi favorisé l'expansion du dollar. Le marché des matières premières, très volatil, illustre cette logique. Le choix par un grand nombre de gouvernements d'ancrer leur monnaie nationale au dollar, encourageant là aussi son usage par des résidents dans les échanges internationaux, relève également de ce besoin de stabilité.
- *Le réseau d'acteurs bancaires interconnectés,* qui ont fait du système financier des Etats-Unis un point nodal. Les Etats-Unis disposent d'un réseau financier considérable, disposant de connexions multiples et véhiculant les standards internationaux en termes de finance. En rendant possible un accès au dollar à un niveau global, les Etats-Unis sont devenus incontournables dans la sphère financière, ce qui explique le rôle véhiculaire du dollar sur le marché des changes.
- *L'expansion internationale des banques américaines.* Commencée au cours de la première guerre mondiale, l'internationalisation des banques américaines a été indispensable à l'internationalisation du dollar, sachant la nature bancaire du dollar. Elles ont également assuré le financement du commerce international, et accompagné les mouvements de libéralisation financière.
- *La présence sur les marchés.* Les firmes transnationales véhiculent elles-aussi des pratiques commerciales. Elles disposent d'un pouvoir de normalisation internationale au travers des relations qu'elles entretiennent avec les filiales et avec les clients, mais aussi auprès des gouvernements du reste du monde, particulièrement auprès des économies les plus faibles.
- *La présence américaine au sein des institutions internationales.* Bien que les Etats-Unis développent leur propre politique sans nécessairement tenir compte

des recommandations des institutions internationales, ces dernières sont largement influencées par les Etats-Unis, qui y disposent d'un poids considérable. Les valeurs véhiculées par les institutions internationales, telles que le FMI ou la Banque Mondiale, sont par ailleurs proches de celles des Etats-Unis.

- *Les institutions fédérales américaines et leur rôle de prêteur en dernier ressort.* La Réserve Fédérale assure la permanence de la fourniture de liquidité au système, bien que la crise majeure de 2008 ait pu temporairement questionner cette capacité. Elle a l'attitude d'un prêteur en dernier ressort, résolue à mettre en œuvre des politiques accommodantes, et adaptant son bilan aux besoins de l'économie internationale à des fins de stabilisation du système monétaire international. Le pouvoir fédéral a une politique également accommodante via l'émission de titres de dettes (les fameux *T-bonds*). Ces obligations peuvent prétendre à un refinancement auprès de la Réserve Fédérale, au titre du *Quantitative Easing*, la FED les acceptant dans son bilan. C'est pourquoi ces institutions fédérales sont des éléments stabilisants du système dollar, celui-ci inspirant finalement la confiance et remportant l'adhésion des acteurs financiers internationaux.

Ces différents facteurs ont façonné la capacité des acteurs à « choisir » la monnaie. Au travers de notre exposé, il apparaît que le dollar a bénéficié non seulement de l'appareil parfois coercitif des Etats-Unis, mais également de son pouvoir structurel, exercé par des acteurs aussi bien étatiques que non-étatiques. Cette section a ainsi tenté de démontrer que le dollar est une monnaie hégémonique, et avant cela que l'hégémonie est un concept indispensable pour comprendre les choix de monnaie de facturation du commerce international.

L'analyse doit être complétée par une analyse des acteurs du reste du monde dont la participation est indispensable à la domination pratique du dollar. Cette domination s'exerce sur les acteurs périphériques et façonne les structures du commerce international dans ce sens avec l'assentiment de ces acteurs. Si le dollar est la monnaie des échanges internationaux, c'est parce qu'il remplit la condition première d'être accepté et même demandé par les classes hégémoniques des pays du reste du monde (Otero-Iglesias et Steinberg, 2013). L'étude de l'hégémonie du dollar américain doit comprendre une étude de l'aspect « demande », sans quoi le chercheur risque de passer à côté à la fois du concept d'hégémonie, mais aussi d'un aspect essentiel de la monnaie : la souveraineté qu'elle incarne. Le choix du dollar se présente comme une adhésion à la construction institutionnelle de son système monétaire, et aux principes éthiques qui la caractérisent. Cette adhésion, du reste, comporte une dimension idéologique forte.

Conclusion de la seconde partie

Cette partie a constitué principalement une revue de littérature, mais de différents types de travaux, aux méthodologies et parfois aux visées bien différentes. Par conséquent, elle ne se limite pas à une revue de littérature, car la comparaison des différents groupes de travaux a permis en soi une exploration dans les théories de l'économie monétaire appliquées à une dimension internationale. Dès lors, quels sont les déterminants qui poussent les acteurs du commerce international, exportateurs et importateurs, à s'accorder sur une monnaie de facturation et de règlement plutôt qu'une autre ?

L'étude de ces choix de monnaie s'est faite à plusieurs niveaux d'analyse. Trois niveaux ont été retenus : le premier est propre à la théorie standard, qui a conduit des études empiriques afin de tester des hypothèses déduites à partir d'intuitions quant aux motivations des firmes participant au commerce international. Le second niveau a cherché à traiter de la nature de la monnaie, et de son rôle central dans l'économie, au moyen de la lecture institutionnaliste. Enfin, le troisième niveau a intégré une dimension particulière à la monnaie *internationale*, soit le contexte interétatique et les relations monétaires internationales, dont les hypothèses de travail sont directement tirées du contexte de l'hégémonie du dollar américain. Ces trois niveaux d'analyse se distinguent par les différentes conceptions retenues de l'économie.

Ce choix qui consiste à analyser l'acceptation de la monnaie selon des angles d'attaque différents, c'est-à-dire à plusieurs niveaux, repose sur l'hypothèse que d'importants points communs existent dans les démarches de ces chercheurs, qui étudient différemment une même réalité. La synthèse de leurs travaux doit permettre de comprendre les logiques sur lesquelles s'appuient les choix de monnaies. Les méthodologies choisies par chacun de ces angles excluent, ou du moins négligent, certains paramètres. On peut attribuer ces omissions au fait que chaque groupe de chercheurs conserve dans sa cible ses propres objets, et en exclut nécessairement d'autres. Ce qui a pu passer pour des lacunes est surtout la conséquence de choix méthodologiques.

Les auteurs qui entendent étudier le plus précisément la question du choix de monnaie de facturation sont des auteurs que l'on peut rattacher à la macroéconomie standard. Les études théoriques et empiriques qu'ils développent permettent de mettre en avant les déterminants inspirés par des problématiques microéconomiques. Loin d'être inutile, leur cadre théorique ne permet toutefois pas de saisir les phénomènes monétaires dans leur complexité. Si l'on suit ce cadre, le choix de la monnaie est *déterminé* par des variables qui seraient, pour l'essentiel, associées à une pure stratégie de maximisation du profit des entreprises exportatrices. Si cette dimension, celle de la maximisation, est effectivement à prendre en compte, elle n'est pas la seule, et elle est à relativiser, ou

plutôt à encastrer dans une réalité qui se situe au-dessus d'elle. La monnaie est bien un instrument facilitateur des échanges, il n'est pas question de prétendre le contraire, mais elle ne peut se concevoir seulement comme telle. La conception – instrumentale – de la monnaie retenue dans la majorité des travaux macroéconomiques limite leur capacité à comprendre le choix du dollar.

La seconde section apporte des réponses à cette insuffisance en complétant le tableau des déterminants des choix de monnaie. Elle approche la monnaie comme une institution sociale, qui conditionne l'existence du marché, et est un moyen de coordination pour celui-ci. Comprise comme une adhésion à une institution sociale, le choix de la monnaie relève alors de variables socioéconomiques, de marquage sociaux, et de rapports de confiance à l'égard d'ordres politiques situés dans des contextes historiques particuliers.

La troisième section se situe dans la prolongation de la seconde. Elle rassemble des références académiques issues de divers horizons pour alimenter une conception de l'hégémonie du dollar dans les échanges internationaux. Cette section aborde la question de la monnaie internationale à travers les relations internationales qu'elle induit. Selon cette approche, les enjeux de l'usage d'une monnaie dans le commerce international – en particulier les gains à en être le pays émetteur – sont tels qu'ils amènent les acteurs internationaux, publics et privés, à développer des stratégies dans cette direction. Toutefois, ces stratégies ne peuvent réussir que si elles épousent, ou du moins vont dans le sens, des acteurs dominés, car l'hégémonie est par définition un rapport d'adhésion en même temps que de domination. Ces stratégies structurent les pratiques de facturation.

Au total, la confrontation de ces trois façons d'approcher notre objet d'étude permet de retenir que les stratégies de facturation des acteurs sont influencées par des stratégies de maximisation des profits et de minimisation des risques dans un univers caractérisé par l'instabilité financière, aboutissant à donner de l'importance à la stabilité des prix, aux fluctuations des taux de change, et aux instruments financiers de couverture à la disposition des coéchangistes. Par ailleurs, le choix d'une unité de compte est associé à des institutions hiérarchiques (la structure bancaire et son système de paiement) devant être jugées à la fois soutenables, robustes, et dont la dimension éthique est également prise en compte pour remporter l'adhésion des coéchangistes. Cependant, le contexte international ajoute un niveau de complexité : ce que décident et entreprennent les firmes transnationales ou les organisations internationales compte, tout comme comptent les politiques et stratégies des puissances publiques – notamment les autorités monétaires et gouvernementales. Ces éléments sont de première importance dans la détermination des décisions des firmes exportatrices, aussi décentralisés soient-elles au sein de la mondialisation actuelle.

Ces facteurs peuvent fournir une explication au choix dominant du dollar. Il nous reste, dans la partie suivante, à dresser un portrait historique de la résilience du dollar dans les échanges internationaux et d'en proposer une explication.

Partie 3 : l'inertie du dollar comme horizon?

Tandis que la partie précédente a établi un certain nombre de déterminants théoriques aux choix de monnaie dans les échanges internationaux, cette partie va tenter d'évaluer la validité de ces déterminants au regard de l'expérience du xx^e siècle. Nous allons ainsi étudier l'expérience historique du dollar dans les relations monétaires internationales du siècle passé jusqu'à nos jours. Théorie et expérience historique ne peuvent se passer l'une de l'autre. Les sciences économiques, comme les autres sciences sociales, sont dépendantes de l'histoire. Comme le disait Fernand Braudel, « il n'y a pas d'histoire qui mène, de sociologie qui mène, d'économie qui mène, de démographie qui mène », puisque pour lui, « toutes les sciences de l'homme, sans exception, sont auxiliaires, tour à tour les unes des autres » (Braudel, 1960, p. 493). L'économie, avec ses efforts d'élaboration de modèles théoriques, n'aboutit en effet nulle part sans un retour au concret et à l'expérience, et cette expérience se trouve dans l'histoire humaine.

Nous pensons qu'il est donc nécessaire d'étudier, avec le travail théorique des sections précédentes à l'esprit, la réalité du dollar. De cette manière, l'étude de l'histoire récente nous ramène à un concret, et, grâce au passage par la théorie, à un concret *pensé*. L'étude de la réalité historique de la domination du dollar sera au cœur des trois prochaines sections de cette partie. La première étudie l'ascension du dollar, la seconde se concentre sur le marché du pétrole, et la troisième se penche sur la dynamique de financiarisation. De ces trois sections ressort un constat : la résilience du dollar, qui parvient à se maintenir dans un univers complexe et en évolution, comme monnaie des échanges internationaux. Pour répondre aux questions soulevées par ce constat, une quatrième section clôture cette partie en traitant du concept d'inertie du dollar américain. Ce faisant, cette dernière section fait écho au parti pris théorique effectué en début de thèse, en rappelant que la persistance de l'usage du dollar est une réalité historique qui reflète la nature de l'économie contemporaine, une nature qui se situe toujours dans un rapport d'adhésion à l'ordre international du dollar américain.

1. Les formes de contestation du dollar, passées et présentes

Cette section s'articule autour du concept de contestation monétaire. Tandis que le dollar américain est parvenu à supplanter la livre sterling au terme d'un long processus prenant fin à Bretton Woods, les monnaies qui depuis lors ont cherché à contester la place du dollar – ou qui ont été présentées comme telles – ont échoué jusqu'à présent à y parvenir. Les raisons qui ont poussé à l'échec le Deutsche Mark, le Yen, et l'euro sont étudiées, tandis que les perspectives – sensiblement différentes – que le renminbi chinois laisse entrevoir sont également passées en revue.

Introduction

Dans la seconde section du premier chapitre de cette thèse, nous avons dressé un état des lieux des pratiques monétaires. Nous y avons identifié trois monnaies dont l'étude apparaît pertinente après la crise de 2008 : le dollar, monnaie dominante des échanges internationaux, l'euro, principale monnaie concurrente, et le renminbi, dont l'importance dans les échanges internationaux est en réalité bien inférieure, mais se trouvant dans une dynamique positive, soutenue et appuyée par des réformes institutionnelles prometteuses.

Cette section n'a pas le même objectif. Son ambition est de traiter du phénomène de contestation monétaire. Qu'entend-on par « contestation monétaire » ? Il s'agit, pour reprendre l'esquisse qui en est faite par Ould Ahmed et Ponsot (2015, p. 2), des efforts pour « modifier l'organisation sociale et monétaire existante », parce que les économies monétaires font sans cesse l'objet « de tentatives de captation, de conflits entre les acteurs ou les groupes sociaux, afin de déformer à leur avantage la règle monétaire, en particuliers l'accès à la liquidité ». Les deux auteurs notent que la contestation peut être de nature offensive ou défensive (2015, p. 4): « aux contestations monétaires délibérées et offensives, s'ajoutent d'autre part des contestations *de facto* qui répondent à des logiques cette fois *défensives*. Ce type de contestation peut émaner, là encore, d'États et de groupes sociaux. On pense notamment aux réactions défensives de la part d'États qui cherchent à développer des coopérations régionales en Afrique, Amérique latine, Asie, et au Moyen-Orient pour se protéger des monnaies impérialistes (dollar, yuan) ».

À une échelle internationale, la contestation correspond à la réforme et à la promotion par un Etat de sa monnaie de manière, dans un premier temps, à l'utiliser dans ses propres échanges, l'usage d'une monnaie étrangère interpellant une partie de la société et de la classe politique. Quel est le but de ces choix stratégiques ? « Toutes ces contestations monétaires ont, en définitive, une vocation commune : se réapproprier la monnaie dans des régimes monétaires défaillants ou en perte de légitimité » (Ould-

Ahmed et Ponsot, 2015). Dans un second temps, un gouvernement qui souhaite adopter une stratégie de contestation *active* (ou offensive), cherchera à encourager l'usage par des parties tierces, c'est à dire par des non-résidents. C'est seulement à partir de cette étape, celle de l'usage de la monnaie nationale dans une relation commerciale entre agents étrangers à l'économie émettrice qu'il est raisonnable de parler de monnaie internationale. Comme nous allons le voir, la contestation active apparaît indispensable pour espérer atteindre ce degré d'internationalisation. Il sera fait usage dans cette section de la typologie (contestations défensives/offensives) pour étudier les monnaies candidates à l'internationalisation.

L'hypothèse est posée, dans cette section, qu'une monnaie repose sur une confiance hiérarchique et éthique, et donc sur un système de valeurs et de principes. Par conséquent, une monnaie ne peut espérer en remplacer une autre dans les échanges internationaux qu'à partir du moment où elle signifie aux acteurs un véritable projet alternatif, qui justifiera que les agents modifient leurs pratiques monétaires et passent d'un réseau bancaire à un autre. La condition nécessaire pour que cela se réalise est donc qu'existe une contestation exprimée clairement à l'égard du système de valeurs jusque-là dominant. L'autre condition est que cette contestation apparaisse finalement souhaitable et crédible aux acteurs, et qu'elle résonne positivement dans leur propre opinion, sans quoi l'adhésion au système monétaire contestataire ne peut se faire.

La section débute par une analyse du processus à travers lequel le dollar américain a détrôné le livre sterling dans les échanges internationaux. Elle traite ensuite des monnaies nationales – ou régionales dans le cas de l'euro – qui ont représenté, ou représentent, des formes de contestation du dollar US dans les échanges internationaux. On en a recensé quatre : le Deutsche Mark, le yen, l'euro, et le renminbi (RMB). Les deux principaux critères qui ont poussé à étudier ces monnaies sont le poids économique que représentaient les économies émettrices, particulièrement dans les échanges internationaux, et le développement, interne et externe, de leur appareil financier, indispensable à l'internationalisation de la monnaie. Pour chacune de ces monnaies, la littérature académique a identifié une internationalisation potentielle.

La démarche adoptée dans cette section est semblable à celle de Benjamin Cohen dans plusieurs de ses travaux (Cohen, 2014 ; 2015b), ou encore de Frankel (2012). Cette section se situe dans une approche comparative historique. Les processus d'internationalisation de plusieurs monnaies sont comparés et évalués selon leur résultat, c'est à dire selon leur capacité à bouleverser l'ordre monétaire existant. Nous nous efforcerons cependant de développer plusieurs éléments d'analyse complémentaires à l'analyse de Cohen, en abordant l'importance des motivations politiques d'une part, et des connexions interbancaires d'autre part dans le développement d'une monnaie, tout en nous concentrant, plus précisément que ne l'ont fait Cohen ou Frankel, sur les deux dimensions que sont la facturation et le règlement du commerce international.

La question à laquelle cette section tentera de répondre peut donc être formulée ainsi : comment le dollar a-t-il remplacé la livre sterling, et pourquoi depuis lors, les principales monnaies concurrentes ont été, ou sont encore, loin de remplacer le dollar ? Cette partie se penchera d'abord sur le contexte qui a permis au dollar américain d'évincer la livre sterling, avant d'étudier plusieurs monnaies dont l'usage a dépassé le cadre des relations domestiques de leur territoire d'émission, et qui ont représenté, à certaines périodes, des menaces, sinon des espoirs, de contestation du dollar américain, sans toutefois parvenir à le détrôner.

Le contexte d'éviction de la livre sterling par le dollar

Le monde a connu d'autres monnaies dominantes que le dollar américain. Jusqu'à la première guerre mondiale, la livre sterling est incontestablement la monnaie de facturation et de règlement des échanges internationaux. A partir de 1914, une combinaison de facteurs favorise une remise en question de la livre par le dollar américain.

Cette remise en question s'appuie d'abord sur l'émergence, outre-Atlantique, des États-Unis, devenus la première puissance mondiale en termes de PIB en 1872. Par ailleurs, le pays assiste, signe de son développement, à une modification de la structure de ses échanges, accompagnant l'industrialisation du pays. Kaufman (1971, p. 346) rapporte ainsi qu'en 1905, les Etats-Unis se sont mis à exporter plus de biens industriels que de produits primaires. Le pays n'en reste pas moins une puissance agricole de premier rang, mais la mécanisation de l'agriculture est allée de pair avec l'industrialisation du pays, en grande partie grâce à une politique protectionniste vigoureuse. Avant même le début de la première guerre mondiale, et plus encore pendant, les Etats-Unis sont donc en mesure d'exporter des biens manufacturés. La première guerre mondiale va bouleverser la donne en offrant d'importantes opportunités aux Etats-Unis.

Le contexte de la Guerre Mondiale

La Première Guerre Mondiale a fourni une opportunité au dollar, bien perçue par les intellectuels américains à l'époque. Ceux-ci y ont vu l'occasion de s'accaparer les parts de marché des puissances européennes. C'est en tout cas ce que l'on peut lire dans des écrits de l'époque qui mentionnent sans équivoque les possibilités ouvertes par la guerre¹¹⁹.

Jusqu'au début de la première guerre mondiale, les Européens dominent les échanges internationaux. Les Etats-Unis ont profité de la guerre pour commerçer avec

¹¹⁹ Voir par exemple, le numéro du journal *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, « The American Industrial Opportunity » (numéro de mai, 1915).

l'Europe en leur vendant des marchandises américaines. Les positions financières se sont inversées puisque les États-Unis vont cesser d'être débiteur auprès des places financières européennes pour devenir leur principal créancier. Les marchandises américaines ont pu s'écouler et fournir l'Europe dévastée. Sous cet angle, la première guerre mondiale a été un véritable suicide politique pour l'Europe, sur le plan des relations internationales.

Toutefois, les américains avaient conscience qu'une fois l'Europe remise de la guerre, les relations marchandes reprendraient un cours « normal », dans lequel il ne serait plus possible d'endosser exclusivement le rôle de fournisseur commercial du continent. Les Européens mettraient fin à leur dépendance matérielle aux fournitures américaines. L'expansion du commerce américain devait atteindre d'autres régions, qui elles, resteraient dans une relation de dépendance, y compris à la fin de la guerre. L'Amérique latine a en cela été privilégiée par l'économie américaine pour que des relations commerciales et une division précise des échanges s'établissent entre les deux espaces, permettant d'assoir la puissance industrielle des Etats-Unis.

Quand les Etats-Unis prennent conscience de leur propre puissance

Une motivation politique a légitimé la nouvelle position américaine dans les relations économiques et politiques internationales. Derrière l'émergence américaine, les élites américaines ressentent une obligation morale vis-à-vis du reste du monde (Guerlain, 2007, p. 9). Pour le président Woodrow Wilson, religion, politique, capitalisme, démocratie, puissance et paix ne font qu'un et à cet égard, les Etats-Unis jouissent d'une fonction messianique. Le pays hérite du devoir de promouvoir la libre entreprise partout où cela est possible. En réalité, c'est à cette époque le seul pays qui a les moyens financiers et matériels d'exécuter cette mission.

Dans ce contexte, les Etats-Unis ont pris conscience des opportunités s'offrant à eux, mais aussi de l'immense chantier à mettre en place pour favoriser les industries du pays. Par exemple, ils ont initié la tenue à Washington d'une conférence panaméricaine en 1915. L'évènement a abouti au constat que les Etats-Unis avaient non seulement l'opportunité de jouer un rôle en Amérique latine, mais qu'ils *devaient* jouer ce rôle. La conférence a renforcé le sentiment qui attribue aux Etats-Unis un rôle stabilisateur dans les affaires économiques du reste du monde. La conférence panaméricaine, rapporte Kaufman (1971), a fait dire à Wilson son étonnement que ce type de conférence n'ait pas eu lieu plus tôt, tant le reste du monde – et notamment l'Amérique latine – pourrait bénéficier de nouvelles relations économiques avec les Etats-Unis.

Le Président Wilson a joué, dans la constitution de la politique étrangère des Etats-Unis, un rôle structurant (voir Anderson, 2015). Il a assumé en précurseur l'attitude expansionniste américaine, qui ne sera pleinement concrétisée qu'à partir des années

1940¹²⁰. C'est aussi pendant son mandat que s'établissent les institutions au fondement du système monétaire américain.

Etablissement des structures monétaires et financières

À ce contexte qui apparaît favorable à l'internationalisation de la monnaie américaine, manquaient, jusqu'au début du xx^e siècle, les infrastructures techniques indispensables à l'expansion du dollar. Les banques américaines, jusqu'en 1913, n'étaient pas internationalisées. Sauf, pour quelques banques d'Etats, à user de quelques détours juridiques propres à certains Etats, il était interdit aux banques nationales d'ouvrir des succursales ou des agences à l'étranger, ce qui constituait un frein à l'usage du dollar. Ajoutons à cela qu'à cette époque, le commerce international, y compris celui des Etats-Unis eux-mêmes, était libellé en livre sterling. Ceci s'explique par le fait que la banque d'Angleterre offrait le *discount* le plus intéressant pour les participants, incités donc à opter pour le système monétaire britannique¹²¹.

Le *Federal Reserve Act*, voté en décembre 1913, autorise les banques nationales américaines à ouvrir des branches à l'étranger. Cela a permis aux banques américaines de s'implanter dans le reste du monde. Cette réforme était en fait demandée depuis plusieurs années par les principaux acteurs financiers américains. Il apparaissait nécessaire de créer les structures afin d'accompagner les exportateurs américains dans leurs échanges, d'autant plus que ceux-ci devenaient une nécessité dans la poursuite de la croissance américaine. Woodrow Wilson l'avait bien compris :

« The industries of the nation have expanded to such a point that they will burst their jackets if they cannot find a free outlet to the markets of the world » (Woodrow Wilson en 1912, cité par Mayer, 1973, p. 66).

Pour ce faire, les États-Unis ont autorisé le développement d'agences bancaires dans le reste du monde. Ces agences, suivant le modèle des banques anglaises (et dans une moindre mesure, allemandes) qui jusqu'alors dominaient le financement du commerce international, avaient pour missions d'accompagner les activités internationales des producteurs américains, étant entendu qu'à chaque fois qu'un pays cherche à développer ses échanges internationaux, des banques nationales accompagnent les exportateurs (Kindleberger, 1983).

¹²⁰ Son discours est à cet égard sans ambiguïté. En 1916, après avoir rappelé le rôle que vont *devoir* jouer les Etats-Unis, dans la promotion de la libre-entreprise, il déclare : « We have got to finance the world in some important degree, and those who finance the world must understand it and rule it with their spirits and with their minds » (cité par Nearing et Freeman, 1969, p. 273).

¹²¹ Le mécanisme et la logique du clearing international sont décrits par Kindleberger (1963, p. 49-52). Kies (1915) explique et illustre le financement du commerce international par les banques britanniques, à son époque dominantes dans cette activité.

Avec cette optique à l'esprit, les banques américaines ont étudié les différentes opportunités. La première branche d'une banque nationale américaine a été ouverte à Buenos Aires par la National City Bank de New York¹²², avec l'aval du pouvoir américain, à l'automne 1914. Le dirigeant de la banque, Frank Vanderlip, avait auparavant missionné plusieurs vice-présidents pour étudier les différentes places américaines, et l'Argentine est apparue comme un terrain prometteur.

À l'époque, l'Amérique latine était déjà considérée comme l'arrière-cour des États-Unis. Cela figurait dans la doctrine Monroe qui servait de référence aux concepteurs de la politique étrangère américaine. Néanmoins, jusqu'à la première guerre mondiale, le continent utilisait pour ses échanges internationaux la livre sterling, et dans une bien moindre mesure, le mark allemand. Le contexte de 1914 a bouleversé les choses. Durant la guerre, le conflit qui a opposé Anglais et Allemands a porté préjudice aux producteurs allemands, dont les navires marchands étaient coulés par la marine britannique, tandis que les intérêts britanniques étaient, eux, rappelés par Londres pour les besoins de la guerre. En Amérique latine, le conflit mondial a laissé béants des marchés pour les producteurs américains, qui n'ont pas manqué pas de s'y engouffrer.

À l'issue de la guerre, les Britanniques ont cependant reconstitué leurs réseaux. Les fermetures de branches survenues durant la guerre ont par ailleurs permis aux sièges des banques britanniques de rationaliser leur structure. Mayer (1973) rapporte que dès 1920, les branches à l'étranger des banques américaines ont commencé à enregistrer des pertes globales. Les banques américaines ont souffert d'un déficit de crédibilité (la réputation britannique étant bien ancrée), mais aussi de main d'œuvre qualifiée pour les opérations bancaires à l'international, l'appareil de formation américain se montrant inadapté aux besoins. Les années 1920, et plus encore les années 1930, vont donc être des années de conflit entre les banques américaines et les banques britanniques qui parviennent à maintenir une activité soutenue. Par ailleurs, si la crise de 1929 a touché le monde capitaliste entier, elle a frappé plus durement les États-Unis. Le secteur bancaire américain a souffert de la période, et l'internationalisation du dollar a été ralentie dans les années 1930 par le recul du commerce international.

L'échec de Wilson et le regain d'isolationnisme

La thèse la plus connue pour expliquer la période de troubles de l'entre-deux-guerres et l'instabilité financière et monétaire est celle de l'absence d'une puissance hégémonique assumant un rôle stabilisateur dans la fourniture de liquidités¹²³. Les Etats-Unis se sont en effet éloignés du projet de Wilson. Sur le plan politique, l'entre-deux-guerres est caractérisé par des projets politiques qui délaissent le projet universaliste et

¹²² L'ancêtre de la Citibank, toujours en activité en 2016.

¹²³ Il s'agit de la théorie de la Stabilité Hégémonique, développée par Charles Kindleberger.

aventurier de Wilson, sans pour autant être remplacé par de véritables perspectives internationales.

En 1920, Woodrow Wilson perd les élections face au républicain Harding, qui est investi en 1921. Le projet de Wilson est combattu par un courant profond aux Etats-Unis, se réclamant de la tradition des États-Unis (Jefferson et Monroe, dont la célèbre doctrine qui porte le nom de celui-ci).

L'isolationnisme, ou plutôt le terme, qui lui est préféré, « d'indépendance », caractérise la politique étrangère des États-Unis sous les mandats des trois présidents américains qui se sont succédés, Harding, Coolidge, et Hoover. Ceux-là s'opposent en principe aux interventions américaines à l'étranger, et choisissent de subordonner les projets internationaux aux projets nationaux (Aglietta et Coudert, 2014, p. 19-21). Ce principe ne disparaît pas directement à la suite des trois mandats républicains : le démocrate F.D. Roosevelt, dans son premier mandat, c'est-à-dire au début des années 1930, affirme lui aussi la priorité du rétablissement de l'économie domestique sur les enjeux de la stabilisation de l'économie internationale. C'est ce qui a prévalu à la conférence de Londres dans laquelle Cordell Hull s'est rendu en 1933 (Schirrmann, 2000).

Panitch et Gindin (2013, p. 45-59) préfèrent rejeter l'idée que l'isolationnisme aurait prévalu dans les stratégies des élites américaines dans l'entre-deux guerres, car « l'isolationnisme n'était pas une option » pour les États-Unis. Pour eux, le problème est alors un problème de capacités et de limites rencontrées par les élites américaines dans l'internationalisation à assumer avec cohérence leur propre intérêt. L'attitude des États-Unis dans l'entre-deux guerres ne correspond pas à celle d'un hégémon. L'incohérence du projet américain tient pour beaucoup à l'incompétence des dirigeants américains, non formés à l'exercice d'un rôle qu'ils ont pourtant désormais les capacités matérielles d'assumer. En témoigne par exemple la fermeté avec laquelle le trésor américain a exigé le remboursement de la dette contractée par l'Europe durant la guerre, condamnant celle-ci (voir Abrahams, 1969, ainsi que Panitch et Gindin, 2013, p. 48). Feis (1950, p. 16) parle d'une diplomatie « maladroite et décousue », qui souhaite le développement des échanges internationaux des Etats-Unis, mais refuse de penser au fardeau que représenterait rapidement le remboursement par l'Europe des prêts accordés pour sa reconstruction.

L'isolationnisme américain et la doctrine Monroe ne prendront vraiment fin qu'avec le troisième mandat de Roosevelt. L'élément déclencheur identifié par Anderson (2015) est un événement militaire majeur, l'attaque de Pearl Harbour par l'armée japonaise. Celle-ci a définitivement tranché le dilemme qui tiraillait les dirigeants américains, entre isolationnisme / indépendance, et universalisme messianique. A partir de leur entrée en guerre, les États-Unis vont adopter une approche universaliste de promotion de la démocratie et de la libre-entreprise, parfois par la force, qui va caractériser la politique étrangère américaine jusqu'à nos jours. En outre, l'existence de

l’adversaire soviétique a permis à la puissance américaine de se définir en opposition à l’Union Soviétique, et appeler à une union des peuples libres sous sa propre bannière.

Pour Magdoff et Sweezy (1987, p. 171), les Etats-Unis ont à la fois la possibilité et l’objectif de contenir les revendications socialistes là où celles-ci menacent d’éclore, dans le Tiers-Monde, mais aussi dans les pays développés, et les Etats-Unis pouvaient, à cette fin, offrir des facilités indispensables à la reconstruction des économies nationales¹²⁴.

Bien qu'il ait fallu attendre les années 1940 pour que cette approche soit pleinement assumée, les années Wilson auront été celles de la mise en place de la structure à partir de laquelle le dollar allait pouvoir dominer les relations commerciales internationales. Le recul de l’implication américaine dans les affaires internationales à la suite de la défaite de Wilson coïncide avec le ralentissement de l’internationalisation du dollar. La crise de 1929 a affaibli le secteur bancaire américain, et abouti à faire reculer le dollar dans les échanges internationaux. Avec Roosevelt, des réformes financières sont entreprises, qui auront un impact important sur le fonctionnement du dollar, notamment le *Banking Act* de 1935, qui mettra de l’ordre dans la supervision du système financier américain (Aglietta et Coudert, 2014, p. 17). C'est encore sous le mandat de celui-ci que se déroulent les négociations de Bretton Woods, qui consacrent le dollar comme monnaie de référence internationale.

L’histoire tend ainsi à appuyer l’analyse selon laquelle une monnaie ne peut parvenir à réussir pleinement son internationalisation sans, d’une part, un soutien politique fort de la part du gouvernement¹²⁵, et sans, d’autre part, un véritable système de valeurs, qui suscite la confiance éthique des agents, et qui est défendu auprès du reste du monde. L’incertitude des relations monétaires internationales de l’entre-deux guerres peut ainsi être attribuée aux réticences dont faisait preuve l’administration américaine dans le développement du projet hégémonique américain, projet qui sera pleinement développé après la seconde guerre mondiale. Notons que ce constat rejoint sur ce point l’analyse de Kindleberger qui associe les troubles monétaires de l’entre-deux guerres au fait que les Etats-Unis n’ont pas assumé les fonctions d’hégémon monétaire international.

À l’inverse, les années qui ont préparé la domination du dollar sont celles pendant lesquelles ces conditions étaient remplies. Elles ont permis l’internationalisation du dollar. Celui-ci est resté monnaie internationale jusqu’à présent. Les différentes monnaies nationales qui ont été présentées par la littérature académique comme des concurrentes au dollar ont échoué à opérer un véritable changement de monnaie internationale.

¹²⁴ “For all these reasons the colossal U.S. military machine, straddling the globe, was perceived by other capitalist nations to be a crucial defender of their own most vital interests, while from an immediate economic standpoint, they desperately needed U.S. loans and grants to rebuild their treasuries and to get reconstruction under way” (Magdoff et Sweezy, 1987, p. 171).

¹²⁵ Cette condition est développée notamment par Cohen (2014 ; 2015a ; 2015b)

Le Deutsche Mark, hégémon au sein du Système Monétaire Européen

Peu de travaux existent sur l'internationalisation du Deutsche Mark, bien que son rôle dans les années 1980 et 1990 ait été important dans l'économie mondiale, particulièrement pour l'Europe. À lire Tavlas (1991), le Deutsche Mark remplissait les critères pour assurer un rôle international dans un monde qui serait dominé par trois monnaies, grâce à la faible inflation de l'économie allemande, et la part de celle-ci dans le commerce européen et mondial. D'après l'auteur, le Deutsche Mark se situait au côté du dollar américain et du yen japonais, lui aussi étoile montante de l'époque.

Le Deutsche Mark était alors une monnaie jeune, sa création remontant à 1948. Au fur et à mesure que l'Europe s'intégrait au sein de la Communauté Économique Européenne, la monnaie allemande s'est rapidement imposée comme la monnaie dominante sur le continent. Quelles en sont les raisons ? La plupart des analyses disponibles attribue l'attraction du Deutsche Mark à la puissance commerciale de l'Allemagne de l'Ouest, qui, dans les années 1950 et 1960 déjà, dégageait des excédents commerciaux considérables¹²⁶. L'intensité industrielle des marchandises allemandes favorisait les préférences des exportateurs en matière monétaire. L'autre facteur important que la littérature rapporte comme un atout majeur du Deutsche Mark est la stabilité des prix en Allemagne, qui peut être observée à la fois dans les statistiques de l'économie allemande, et dans les préoccupations des dirigeants allemands (Tavlas, 1991). Enfin, les excédents allemands – alimentés par les deux facteurs vus précédemment – ont exercé une pression à l'appréciation de la monnaie allemande, ce qui aurait été particulièrement apprécié par les agents à la recherche d'une réserve de valeur.

La domination du Deutsche Mark a suivi un cheminement contemporain au processus d'intégration monétaire en Europe, concurrent de celui de l'Union Européenne des Paiements (UEP). Cette institution, qui a fonctionné entre 1950 et 1958, a servi à faciliter les paiements intra-européens, par le biais d'une structure d'inspiration keynésienne, multilatérale. L'intégration monétaire européenne, depuis l'après-guerre, a toujours été animée par ces deux forces contraires : celle de la volonté d'une coopération régionale afin d'économiser des liquidités en dollars et ainsi fluidifier les échanges en Europe ; et celle de la domination marchande de l'économie allemande sur le continent.

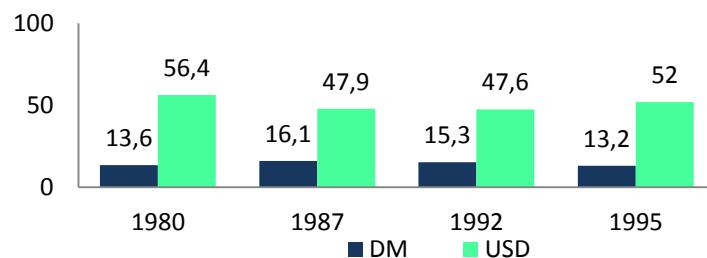
¹²⁶ Ces excédents posent d'ailleurs un problème considérable aux partenaires commerciaux de l'Allemagne de l'Ouest, en déficit vis-à-vis d'elle. Scammel (1962, chapitre 12) expose remarquablement les problèmes des excédents allemands vis-à-vis des partenaires européens. Il montre pourquoi les excédents allemands ne sont pas un élément de conjoncture, mais bien de structure. La démonstration est d'une actualité frappante, et révèle les tendances de long terme à la fois des capitalismes européens et de la construction européenne. Voir également Kindleberger (1976).

La structure de l'UEP a été fragilisée par les excédents commerciaux allemands (Parlement Européen, 2011, p. 15-16). Aucun mécanisme n'a été prévu pour permettre qu'ils se résorbent, par exemple, en exigeant une hausse des salaires en Allemagne de l'Ouest. Par ailleurs, avec le traité de Rome, la Communauté Européenne renforce son orientation vers le *laissez faire* en instaurant le marché commun. L'UEP a été directement en cause par la tendance générale des pays occidentaux à accepter la convertibilité des monnaies nationales. Sa fin a été précipitée à la fois par le Royaume-Uni et par l'Allemagne, qui ne voyaient pas ou plus l'intérêt du maintien de l'Union¹²⁷. Le traité de Rome inscrit sur l'agenda des signataires la liberté de circulation des capitaux. Dès lors, l'UEP n'a plus de raison d'exister puisqu'elle n'est pas compatible avec la convertibilité des devises des membres.

L'abandon de cette structure a laissé la place à l'accord monétaire européen, entré en vigueur le 1^{er} janvier 1959. Cet accord, prévu dès 1955, continue de s'articuler autour d'une structure multilatérale de règlement, mais cette dernière est facultative, puisque il est possible de se procurer autrement des moyens de paiements (sur le marché des changes), désormais convertibles (Huet, 1955). Les échangistes ont donc utilisé principalement des monnaies nationales. La domination du Mark sur le continent européen est apparue un peu plus clairement dans la construction qui a associé les membres du Serpent Monétaire Européen en 1972, puis dans le Système Monétaire Européen (SME) en 1979, se regroupant derrière la politique monétaire de la Bundesbank, la Banque centrale de la République Fédérale d'Allemagne. Le Mark est de fait devenu la monnaie d'ancrage en son sein. Comme le note Bekx (1998), bien que la monnaie américaine reste tout de même trois fois plus internationalisée que le Deutsche Mark, le coefficient d'internationalisation du Deutsche Mark, soit le ratio entre les exportations mondiales libellées en DM et la part des exportations allemandes dans le monde, est supérieur à un, s'élevant à 1,4. Ce seuil traduit bien son statut de monnaie utilisée en dehors de son économie émettrice. En 1995, seuls les Etats-Unis et le Royaume-Uni disposent de ce statut, avec respectivement des coefficients de 3,9 pour le dollar US et de 1,1 pour la livre sterling. Toutefois, le mark reste clairement bien moins internationalisé que le dollar (voir figure 17).

¹²⁷ Guido Carli, qui a été un temps président de l'UEP, écrit ainsi « the Bank of England had opposed the EPU since its inception because in the EPU it saw the status of the sterling differing little from that of any other member country. Rightly or wrongly the Bank of England considered that times were ripe for making sterling convertible for non-residents and for terminating participation in the EPU. The German authorities wanted the D.M. to become convertible as the conclusion of their economic «miracle» and the free market policies to which they attributed the miracle. At the end of 1958 the EPU was precipitously liquidated » (Carli, 1988, p. 532).

Figure 17 : Parts du Deutsche Mark et du Dollar US dans les exportations mondiales, en pourcentage, 1980 - 1995



Source : Bekx (1998), Hartmann (1998, p. 36)

C'est grâce aux performances de ses industries et à ses efforts en termes de différenciation de ses produits que dans les années 1980, la République Fédérale d'Allemagne a vu le Deutsche Mark gagner des parts de marché dans la facturation du commerce international, notamment vis-à-vis des pays en développement, alors que dans le même temps, les flux commerciaux impliquant l'Allemagne diminuaient. Pour Tavlas (1991), la différenciation en est la première explication. En Europe, la monnaie allemande domine les transactions intra régionales dans les années 1980 et 1990. On observe dans les données disponibles pour cette période la dépendance de l'Europe à l'égard de la monnaie allemande. Par exemple, les Français utilisent dans des proportions plus importantes le mark dans leurs échanges internationaux que les Allemands n'utilisent le franc pour les leurs¹²⁸ (Plihon, 1994, p. 165). L'internationalisation du Deutsche Mark a cependant été limitée pour l'essentiel à ses partenaires commerciaux les plus directs, sur le continent européen, et ne s'est pas imposée au-delà.

Pour Cohen (2015c), quatre limites ont caractérisé le rôle international du Deutsche Mark. La première a été l'inertie du dollar dans sa sphère d'influence, qui a, selon Cohen, entravé toute perspective de développement du Deutsche Mark en dehors du continent européen. La seconde limite est celle de l'étroitesse des marchés financiers allemands, incapables de rivaliser avec les marchés américains (Siglienti, 1981, p. 219). La faible diversité des produits financiers a été pénalisante pour le Deutsche Mark. Par ailleurs, en dépit d'une convertibilité rétablie en 1958, plusieurs contrôles de capitaux ont persisté en Allemagne jusque dans les années 1980, de sorte que les coûts de transactions dans la monnaie allemande étaient sensiblement plus élevés que ceux associés au dollar.

La troisième limite est politique : les autorités allemandes se sont montrées particulièrement réticentes à l'internationalisation du Deutsche Mark, par peur que leur politique économique en soit un jour contrainte : l'internationalisation de la monnaie allemande aurait exigé de la Bundesbank que celle-ci adapte son comportement en

¹²⁸ En 1989, la France utilise le Mark pour 10,3 % de ses exportations et 14,3 % de ses importations, tandis que l'Allemagne utilise le franc français pour facturer seulement 3,9 % de ses exportations et 3,6 % de ses importations (Plihon, 1994, p. 165)

intégrant les préférences des acteurs du reste du monde¹²⁹. Aux yeux des dirigeants allemands, l'internationalisation de la monnaie représentait un risque de perturbations macroéconomiques difficilement contrôlables, du fait des flux induits de capitaux, entrants et sortants (De Cecco, 2003, p. 33). Enfin, la quatrième raison identifiée par Cohen est la dimension sécuritaire. Depuis la fin de la seconde guerre mondiale, l'Allemagne n'a plus de puissance militaire vers qui les gouvernements étrangers pourraient se tourner pour y trouver une protection et assurer leur sécurité. Bien au contraire, l'Allemagne accueille de nombreuses troupes américaines (plus de 40 000 soldats américains répartis dans 179 bases). Il est par conséquent évident qu'en dépendant militairement de celui-ci, l'Allemagne n'ait pas eu les soubassements nécessaires pour prétendre menacer l'hégémon américain. Cette question ne se pose plus aujourd'hui : le Deutsche Mark a disparu en 2001 lorsqu'il a été « fondu » dans l'euro, la monnaie unique de l'Union Economique et Monétaire.

L'internationalisation contrariée du yen

La thèse de Cohen (2015c) est que le yen aurait bénéficié d'une dynamique économique forte, propre à l'économie du Japon, mais aurait souffert d'un manque de soutien politique afin de réaliser son internationalisation, là aussi du fait de facteurs propres à l'économie japonaise. Comme on va le voir, cette thèse mérite d'être nuancée, car d'une part, la dynamique économique du Japon et la forme prise par son insertion internationale ne permettaient pas de penser que le yen puisse concurrencer le dollar ; d'autre part, l'implication du gouvernement dans les tentatives d'internationalisation de la monnaie a été soutenue et assumée. En revanche, il est clair que les difficultés de l'internationalisation du yen viennent des relations de dépendance et de subordination qui lient l'économie japonaise à celle des États-Unis.

La promotion de la monnaie japonaise

Comme le note Takagi (2011), le gouvernement a placé l'internationalisation du yen sur son agenda depuis le début des années 1980. Un certain nombre de comités ou de groupes d'étude ont été établis pour étudier les réformes à mettre en œuvre, nécessaires à la réussite de l'internationalisation de la monnaie.

Le premier groupe de travail est celui du *Yen/Dollar Committee*, créé en 1983 par le ministère des finances du Japon et le trésor américain. Il s'agit d'un espace de négociations afin d'organiser l'ouverture internationale de l'économie japonaise, sur le

¹²⁹ On peut s'en assurer en lisant les rapports de la Bundesbank, dont la méfiance est explicite quant aux dangers que pouvait générer l'internationalisation de sa monnaie : « The rush into the Deutsche Mark thus poses considerable problems for Germany as a substitute reserve currency country.... A 'system' of several reserve currencies, such as would be the outcome of an unrestrained diversification process, would be a highly unstable structure, exposed to the risk of constant exchange rate unrest and uncontrolled development of international liquidity » (Deutsche Bundesbank, 1979, p. 33).

plan financier et commercial. Dans ce comité, les Etats-Unis cherchent à obtenir une ouverture de l'économie japonaise favorable aux firmes américaines, et une appréciation du yen via un ajustement du taux de change par le marché, ce qui devait permettre de réduire le déficit commercial des Etats-Unis à l'égard du Japon. Une des mesures issues de ce comité est l'ouverture des marchés de capitaux au reste du monde.

Le *Council on Foreign Exchange and Other Transactions*, rattaché au ministère des finances, est lui aussi impliqué dans le processus politique d'internationalisation du yen. Un arsenal de mesures de libéralisation financière a découlé de ses recommandations. Ce conseil a notamment recommandé l'autorisation pour les individus étrangers de disposer de comptes bancaires offshore, mais aussi l'autorisation et la libéralisation des marchés d'euroyens. Le marché financier de Tokyo, le *Tokyo Stock Exchange* a été ouvert à des compagnies étrangères. En juin 1985, le yen est doté de *bankers' acceptances* qui permettent de réescompter les effets de commerce, et donc de rendre transférables les risques associés aux crédits commerciaux réalisés en yen.

Le *Sub-Council on Yen Internationalisation*, lui aussi au sein du ministère des finances, a recommandé en 1998 des mesures supplémentaires de libéralisation financière, en estimant que la faiblesse relative des marchés financiers en termes de profondeur, de liquidité, et de diversité constituait un frein à l'internationalisation du yen. Certaines barrières qui avaient survécu aux mesures précédentes de libéralisation ont été abolies, comme la nécessité de passer par des intermédiaires institutionnels pour prendre part à certains types de transactions comme par exemple sur le marché des changes de Tokyo. Ce conseil a également recommandé une réforme des systèmes de paiements en yen, qui rentrera en vigueur en 2001, de manière à doter le Japon d'un système de règlement en temps réel (un système RTGS).

À chacun des rapports rédigés par ces comités, des recommandations ont été faites pour tenter d'encourager l'internationalisation du yen. La plupart d'entre elles ont appelé à une libéralisation financière accrue, de manière à accroître la liquidité du yen et des marchés financiers japonais. Pour Takagi (2011), la libéralisation financière a été pensée comme une solution à la stagnation observée au début des années 1990, mais elle a été réalisée au détriment de l'économie japonaise elle-même.

Croissance de l'économie japonaise et intégration internationale

La croissance de l'économie japonaise a été soutenue par une forte dynamique d'investissements et d'exportations, et encouragée par des transferts de technologie et une remontée progressive des filières d'exportations. Elle a également été dynamisée par le rôle de base arrière de l'armée américaine que jouait le Japon pendant la guerre de Corée (Kindleberger, 1996, p. 194).

La croissance du Japon a alors, dans les années 1960 et 1970, enthousiasmé de nombreux commentateurs et économistes, jusqu'aux Japonais eux-mêmes. Murphy

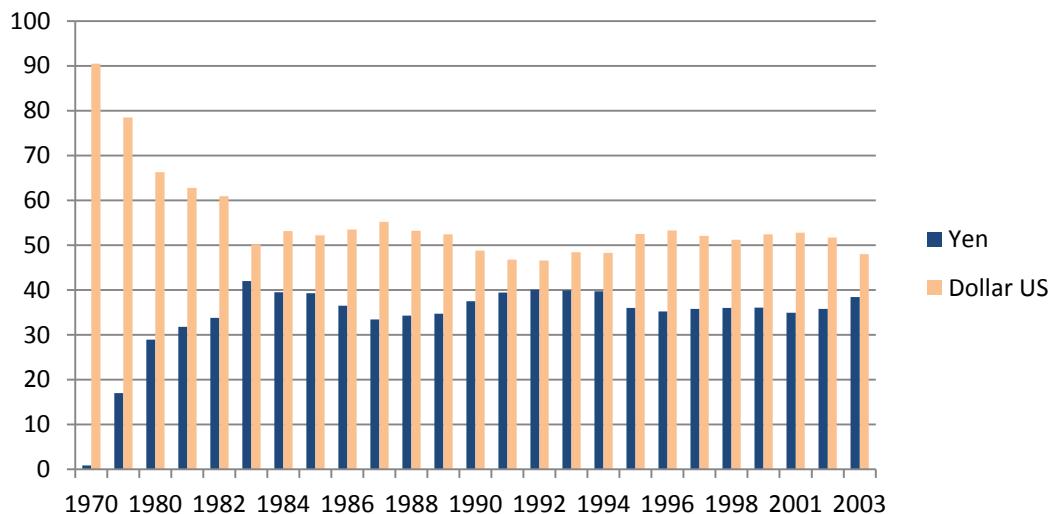
(2006) rapporte ainsi qu'à la fin des années 1970, les élites japonaises avaient même envisagé, compte tenu de l'émergence de leur pays, le dépassement des Etats-Unis. A cette période, les réformes financières ont alors pour but affiché de promouvoir l'internationalisation du yen. Par conséquent, pour Taguchi (1994), les conditions nécessaires pour que le yen assume un rôle de monnaie clé du système monétaire international étaient réunies à la fin des années 1980¹³⁰.

Déclin de l'internationalisation et renoncement

Les années qui ont suivi ont toutefois montré que l'échafaudage sur lequel était envisagée l'internationalisation du yen avait des fondements fragiles. 1985 marque le tournant de l'*endaka*, c'est-à-dire la réévaluation massive du yen : en un peu plus d'un an, la monnaie japonaise voit son cours doubler par rapport au dollar américain (Sautter, 1996, p. 305). L'appréciation de la monnaie japonaise a affaibli les industries d'exportation et nourri l'industrie financière et immobilière du pays. L'éclatement de la bulle immobilière au début des années 1990 a largement pris part à l'extinction de la croissance japonaise. Le Japon est alors rentré dans une crise dont il n'est toujours pas sorti et qui a contribué à briser l'internationalisation du yen, pourtant promis à un bel avenir par la littérature de l'époque (Cohen, 2015c, p. 40). Dès les années 1990, les fondements macroéconomiques de l'économie ne permettaient plus de soutenir l'internationalisation du yen. Depuis lors, le yen libelle moins de 40 % des exportations japonaises (figure 18), et est très peu utilisé en dehors de l'Asie, cette dernière étant toujours extrêmement dépendante du dollar américain.

¹³⁰ « In sum, the conditions necessary for the yen to assume a greater role than it currently plays are already broadly met, even if there is some room for improvement » (Taguchi, 1994, p. 345).

Figure 18 : Usage du Yen et du Dollar dans les échanges du Japon, part en pourcentage des échanges, 1970 - 2003



Source : Sato (1999), Kamps (2006)

La crise de l'économie japonaise et l'absence de reprise économique dans les années qui suivirent ont contribué à l'essoufflement de l'internationalisation du yen. Pour la facturation des exportations du Japon lui-même, le yen n'est jamais parvenu à dépasser le dollar.

À partir des années 2000, les autorités japonaises renoncent définitivement à réaliser l'internationalisation du yen, les démarches engagées durant les années 1990 ne montrant pas de résultats satisfaisants.

« By 2003, however, it was clear that any further attempt to internationalise the yen would be futile without a fundamental change in the economic might of Japan or major cooperation efforts among Asian countries to promote the role of the yen in the region » (Takagi, 2011, p. 84).

Comme le précise Takagi, les efforts des autorités japonaises dans l'internationalisation du yen ne sont pas parvenus à leur fin du fait des difficultés macroéconomiques du Japon d'une part, et le manque de coopération régionale, à l'échelle de l'Asie, dans la promotion du yen d'autre part (voir également Iwami, 2000). En 2016, aucune amélioration n'est à espérer quant à ces deux aspects, puisque l'économie japonaise n'est pas parvenue à sortir des difficultés qu'elle connaît en termes de croissance depuis plus de deux décennies, et par ailleurs, la région asiatique ne représente pas un terrain aujourd'hui favorable à l'internationalisation du yen. Ceci est probablement dû au fait que le Japon n'incarne pas un véritable projet de contestation monétaire qui, en soi, justifierait une adhésion au yen et un rejet du dollar américain. Au lieu de la monnaie japonaise, c'est la monnaie chinoise qui bénéficie d'une adhésion

croissante en Asie. A cet égard, les statistiques du commerce et des paiements fournies par SWIFT sont éclairantes. Elles mettent en évidence le recours croissant au RMB, y compris entre le Japon et la Chine¹³¹. En 2015, la part du yen dans les paiements internationaux oscille toujours entre 2 et 2,5 %. Ce niveau correspond à celui qu'occupait le yen dans les exportations mondiales (2,3 %) en 1979 (Page, 1981, p. 61).

La première explication de l'échec de l'internationalisation de la monnaie japonaise, malgré la volonté exprimée par le gouvernement japonais, se trouve dans le commerce international du Japon qui ne s'y prête guère. Il est difficile pour le yen de s'imposer là où la monnaie jusqu'alors largement utilisée est le dollar. Or, la structure des échanges du Japon est défavorable : le Japon importe massivement des matières premières, facturées pour l'essentiel en dollar (Ministère des finances du Japon, 1999). En effet, la base de données de la banque mondiale (la base WITS) nous apprend que les exportateurs d'hydrocarbures occupent en 2014 le haut du tableau des partenaires du Japon, exceptions faites de la Chine et des États-Unis, respectivement premier et second. Pour l'Australie (3^e), l'Arabie saoudite (4^e), les Émirats arabes unis (5^e), le Qatar (7^e), la Malaisie (8^e), l'Indonésie (9^e), et enfin la Russie (10^e), le premier poste d'exportations à destination du Japon est celui des hydrocarbures. Or, celles-ci sont libellées et payées en dollar, monnaie qui domine le marché des hydrocarbures¹³². Parallèlement, le principal marché de débouchés du Japon pour ses exportations est celui des États-Unis (c'est d'ailleurs toujours le cas en 2014, malgré une importance croissante de la Chine, en seconde position). Les exportations à destination des États-Unis, du fait du statut du dollar, sont facturées en dollar.

La seconde explication se trouve dans l'implication des États-Unis dans le processus d'internationalisation. L'internationalisation du yen est une des conséquences du *Japan bashing* qui a abouti à la libéralisation financière de l'économie japonaise dans les années 1980. Celle-ci a été appuyée par les Américains. Ces derniers sont à l'initiative du *Yen/Dollar Committee* créé pour répondre à l'important déséquilibre commercial entre le Japon et les États-Unis, le premier réalisant un large excédent auprès des seconds. Le déficit des États-Unis est alors attribué à un mésalignement de change, encouragé par la rigidité du régime de change japonais et des contrôles de capitaux encore en vigueur. Le Japon s'est lancé, dans ce contexte, dans une libéralisation financière accrue, pressé par les Etats-Unis de s'engager dans ces réformes, notamment au sein du *Yen/Dollar Committee* au début des années 1980. Comme on peut s'en douter, les États-Unis n'ont pas exercé une pression en faveur de la libéralisation financière pour favoriser l'internationalisation d'une monnaie susceptible de menacer le dollar américain.

¹³¹ Les données de SWIFT montrent ainsi que le recours au RMB a doublé en 2 ans dans les échanges entre la Chine et le Japon. <https://www.swift.com/insights/press-releases/rmb-adoption-between-china-and-japan-has-more-than-doubled-in-the-last-two-years>

¹³² Il en sera longuement question dans la section suivante de cette thèse.

À ce titre, Murphy se permet de qualifier l'économie japonaise de « protectorat » des États-Unis, en arguant que l'alliance entre les Etats-Unis et le Japon impliquait l'accueil par le Japon de troupes américaines, tandis que les Américains s'engageaient à défendre le Japon si ce dernier devait subir une attaque¹³³. Murphy rappelle également que les élites japonaises identifiaient alors leur propre survie économique dans le système bancaire américain, à travers l'accumulation de dollars. À partir des années 1970, à chaque fois que les marchés internationaux ont montré des signes d'effondrement qui menaçaient d'affaiblir le dollar, et par extension, l'hégémonie américaine, ces élites ont réagi en supportant le dollar. Comme l'explique Cohen, le Japon compte sur les Etats-Unis pour assurer sa sécurité nationale. L'absence de puissance militaire propre au Japon empêche qu'il puisse se constituer en tant qu'hégémon.

Cette idée est illustrée par un épisode qui a montré les limites de l'affirmation de la puissance japonaise face aux Etats-Unis et aux institutions internationales comme le FMI. Durant la crise des économies asiatiques de 1997, le Japon a été à l'initiative du Fonds Monétaire Asiatique (FMA), se présentant comme une alternative au FMI. Ce fonds prévoyait d'inclure les pays d'Asie en se dispensant d'inclure dans sa gouvernance le FMI et les Etats-Unis. Son ambition était de proposer des liquidités aux pays sujets à des crises financières, le projet est donc sensiblement différent des solutions envisagées par le FMI, celui-ci étant surtout préoccupé par l'aléa moral et imposant une conditionnalité forte associée aux prêts de sauvetage (Lipsey, 2003, p. 96). La proposition du FMA, qui date de l'été 1997, a surpris les Etats-Unis, mais a été rapidement court-circuitée. Les Etats-Unis et le FMI s'y sont vivement opposés. La Chine n'a pas soutenu le projet, inquiète de la possibilité d'une hégémonie japonaise dans la région. En novembre 1997, le projet de FMA est enterré et remplacé par un engagement commun, à Manille, qui maintient le FMI (et par conséquent la monnaie américaine) au centre des opérations d'aides aux pays en crise dans la région.

Pour résumer, le yen a bénéficié d'une dynamique de croissance de l'économie japonaise importante à la suite de la seconde guerre mondiale, avec une aide américaine massive, mais a tout autant souffert des problèmes qui ont affaibli le Japon à partir de 1990. Par ailleurs, le yen pâtit d'une position dans le commerce international qui ne favorise pas l'usage de sa monnaie. Enfin, l'étude des relations internationales entre le Japon et les Etats-Unis amène à constater une forte dépendance – économique, politique et militaire – du Japon à l'égard des Etats-Unis, qui inhibe tout véritable projet de contestation du dollar.

¹³³ « The ‘alliance’ is in fact a protectorate since it imposes no formal obligations on Japan other than to host military facilities, whereas the US is legally obligated to come to Japan’s defence in the event of an attack » (Murphy, 2006, p. 48).

L'euro, monnaie incomplète

La monnaie européenne, a été, et est toujours en 2016, la principale monnaie concurrente du dollar. Elle repose sur le plus grand marché du monde, associant 19 pays, tous membres de l'Union Européenne. Cela dit, l'euro plafonne aujourd'hui dans les statistiques de son internationalisation, loin derrière le dollar. Il a déçu les analystes qui y voyaient un projet de contestation du dollar. Depuis 2010, lorsque la question de l'euro est abordée dans les discussions publiques, c'est surtout pour évoquer les difficultés de management des crises que rencontrent certains membres de la zone. Comme le dit Cohen (2015c, p. 43), la monnaie unique a été « au mieux ambivalente », puisque son ambition internationale a certes été évoquée clairement par certains dirigeants de la construction européenne, mais aucun soutien n'a été assuré afin de rendre possible son expansion.

L'adhésion à une monnaie implique l'adhésion à un projet socioéconomique, et force est de constater que l'euro ne constitue pas en cela un projet alternatif à celui du dollar américain. Non seulement les institutions sur lesquelles la monnaie unique se fonde sont en réalité elles-mêmes largement inspirées des capitalismes anglo-saxons (et à ce titre elles ne peuvent représenter une alternative au dollar, voir Théret, 2013), mais le projet de la monnaie unique est lui-même défectueux, ou du moins incomplet, car les institutions apparaissent clairement incapables d'assurer la soutenabilité de la zone euro. Les crises récurrentes auxquelles est confrontée une partie de la zone euro – essentiellement les pays du sud de la zone –, amplifiées par la rigidité des principes de fonctionnement de la zone euro, sont des éléments qui induisent de profonds doutes auprès des acteurs financiers¹³⁴. Ceux-ci, depuis 2010, ont commencé à se désengager d'opérations en euro, comme nous l'avons montré dans la première partie de cette thèse (section I.2]) avec les statistiques des marchés des changes et celles des paiements internationaux fournies par SWIFT. En fait, la monnaie unique, parce qu'elle n'a pas été conçue comme un projet de contestation monétaire du dollar, et parce que sa gouvernance est elle-même déficiente, ne peut parvenir à d'autres résultats que celui d'une monnaie régionale dont l'existence est elle-même précaire. Tentons ici d'en analyser les raisons.

¹³⁴ Mehl (2015), dont l'article défend que l'euro a tout de même bien survécu à ces dernières années et que celui-ci peut même profiter de la crise financière internationale pour se renforcer, reconnaît cependant que « depuis la crise de la dette de 2009-2010, la fragmentation financière entre les pays de la zone euro, ainsi que le dynamisme des émissions en dollars – dans un environnement de taux directeurs américains historiquement bas – ont accompagné une baisse sensible de la part de l'euro ». Mehl fait référence ici à la part de l'euro dans les émissions de titres de dette internationaux.

Des causes structurelles : les défaillances de l'euro

La faible internationalisation de l'euro – relativement au poids économique de la zone – peut s'expliquer par les divergences présentes au sein des instances dirigeantes de la monnaie unique (Cohen, 2007). La structure de l'euro contient, dans sa constitution même, des indices révélant l'absence d'une dimension contestataire de la monnaie unique. Une volonté forte des concepteurs de l'euro a été de responsabiliser les Etats membres, en les éloignant de la possibilité d'une mutualisation de leur dette publique, et en les astreignant à des règles rigides de politiques économiques. Cette volonté est en fait un problème pour l'internationalisation de la monnaie européenne.

Le politique n'a pas ou peu de marge de manœuvre par rapport aux objectifs rigides présents dans les traités européens. Lordon (2014) parle de « pilote automatique » pour désigner l'absence d'une direction politique discrétionnaire de la zone euro, au profit de règles inflexibles impliquant des politiques d'ajustement. Certains économistes font à cet égard un rapprochement original entre l'euro et le régime d'étalement or qui prévalait à la fin du XIX^e et au début du XX^e siècle (Dellas et Tavlas, 2013, Holmes, 2014). Il est vrai que l'absence de budget fédéral et les règles d'ajustement inflexibles supposées résorber les déséquilibres rappellent les principes de fonctionnement d'un système d'étalement-or. L'euro a été construit selon une conception de la monnaie que l'on peut qualifier de métalliste (Goodhart, 1998). La monnaie y est perçue comme un voile, un moyen d'échange sur lequel le politique ne doit pas exercer d'influence, et qui doit par conséquent être maintenue hors de portée des gouvernements européens.

La confiance dont font preuve les autorités européennes dans la capacité des économies membres à s'ajuster de manière automatique sans qu'existe un pouvoir budgétaire fédéral se reflète, dans une certaine mesure, dans la stratégie d'internationalisation de l'euro. Tandis qu'aucun mécanisme fédérateur et mutualiste n'est prévu pour faire de la zone euro une structure soutenable, aucun organe ne vise non plus à en promouvoir l'usage en dehors de la zone euro. Les autorités monétaires laissent l'internationalisation de l'euro aux forces du marché, sans intervenir dans le processus, tout en restant attentives à ses évolutions internationales (BCE, 2008)¹³⁵. Mais la neutralité ne peut se révéler satisfaisante pour assurer l'internationalisation d'une monnaie, surtout lorsque les monnaies qu'il est question de concurrencer, voire de détrôner, sont dotées d'institutions qui adoptent, quant à elles, des politiques proactives en la matière.

¹³⁵ « From a policy perspective, the Eurosystem has adopted a neutral stance on the international use of its currency. It does not pursue the internationalisation of the euro as a policy goal and neither fosters nor discourages its use by non-residents of the euro area. The currency's use outside the euro area's borders is and should remain the outcome of economic and financial developments, based on free private (and sometimes public) decisions » (BCE, 2008, p. 96).

En Afrique subsaharienne, si les dirigeants des pays de la zone Franc-CFA ont fait le choix de s'ancrer à l'euro, le processus n'aura pas été simple. Les craintes développées par les dirigeants africains s'expliquaient par l'incertitude du changement de cadre et le traitement qui serait réservé à la zone. Les dirigeants français ont dû négocier âprement avec leurs partenaires européens pour conserver dans leur zone d'influence monétaire la zone Franc-CFA. Le problème résidait dans le fait que cette influence implique une forme d'assistance monétaire, que les dirigeants africains plébiscitent pour ses effets stabilisants sur leur économie. En effet, les traités européens interdisent cette assistance de la part de la BCE. Au travers d'un arrangement passé entre la France et le reste de l'UE, c'est au Trésor français, institution relevant d'un échelon national, et non à une institution communautaire, d'assurer cette garantie d'assistance, qui a maintenu ces liens entre la France et une partie de sa zone d'influence (De Raulin, 2000).

Cette attitude dénote de la part de la BCE une absence de réelle volonté politique d'internationaliser l'euro, alors que l'engagement de la puissance publique se révèle déterminant dans le processus d'internationalisation des monnaies.

Déboires conjoncturels de la monnaie unique et hétérogénéité des pratiques dans la zone

La crise des subprimes survenue aux Etats-Unis a déclenché, en Europe, une crise plus profonde, dont les fondements remontent au début des années 2000. Les initiateurs de la crise de la zone euro ne sont donc pas les Etats-Unis : leur crise, qui s'est répandue dans le reste du monde, n'aura été qu'un révélateur des problèmes de la zone. Les comptes publics corrigés de la Grèce, mais également les opérations de sauvetages financiers en Irlande et en Espagne ont été la conséquence logique du creusement des déséquilibres entre les pays membres, divergences que rien n'a pu arrêter. Les déficits de compétitivité entre les pays, au demeurant intégrés dans un marché commun, se sont transformés en déficits publics. La crise qui dure depuis 2009 en Europe n'a pas été résolue, et les plans adoptés ont montré les limites de l'UEM, i. dans sa capacité à identifier des déséquilibres. Les pays déficitaires sont les seuls mis en cause, alors qu'un déséquilibre commercial au sein de la zone euro implique toujours au moins un pays excédentaire; ii. dans sa capacité à proposer une politique économique permettant le redémarrage et la solvabilité financière des pays déficitaires. Les institutions européennes ont au contraire appuyé des mesures procycliques et déflationnistes ; iii. dans sa capacité à proposer des mécanismes redistributifs pour compenser les déséquilibres générés par l'intégration économique et monétaire : l'Union est dépourvue de budget et ne prévoit pas de s'en doter.

La zone euro souffre donc d'un déficit de crédibilité. Il en est ainsi alors que la crédibilité de l'économie doit apparaître clairement aux acteurs afin qu'ils aient le sentiment d'ancrer leurs pratiques de facturation à une monnaie dont l'économie émettrice a un fonctionnement cohérent. L'euro apparaît à cet égard comme une monnaie incomplète (Ponsot, 2016). Le sentiment persistant de la possibilité d'un défaut venant

des Etats membres ne participe pas à rassurer les acteurs du commerce international, particulièrement en présence des divergences macroéconomiques au sein de la zone. En dépit des changements de politiques monétaires connus depuis l'arrivée de Mario Draghi¹³⁶, qui a amené l'adoption de politiques monétaires non-conventionnelles favorables au maintien de la liquidité des marchés financiers, les politiques économiques dites « de rigueur » qui sont mises en œuvre aux sein des économies déficitaires fragilisent en réalité la construction européenne. Beaucoup d'acteurs financiers s'accordent à considérer que les trajectoires macroéconomiques empruntées par un certain nombre de pays sont insoutenables et déflationnistes (Otero-Iglesias et Steinberg, 2013, p. 196). Cette représentation dissuade le recours à l'euro.

Le dernier élément à évoquer ici est la montée en puissance du renminbi chinois, dont il sera question un peu plus loin dans cette section. Il s'agit d'un élément négatif du point de vue du rôle international de l'euro : l'usage de l'euro est aujourd'hui en baisse dans les pays qui ont d'importantes relations commerciales avec la Chine, le renminbi chinois étant de plus en plus utilisé, ce que confirme la BCE elle-même¹³⁷.

Quelle est l'explication au maintien tout de même important de la facturation en euros des échanges de l'Europe ? Livré à lui-même, l'euro n'est pas une monnaie capable de s'imposer dans tout type de transactions. Le chiffre global de la facturation en euros du commerce international doit en effet être nuancé par les pratiques de facturation des différents pays. L'étude par pays de la zone euro révèle des pratiques de facturation hétérogènes. Les écarts que l'on peut relever entre le niveau de la facturation en euros des échanges de l'Allemagne ou de l'Autriche, avec celui de la Grèce ou de l'Irlande s'expliquent en grande partie par les différences de structures des échanges internationaux de ces pays. Mais ils traduisent également la reproduction de la situation d'avant l'introduction de l'euro.

L'euro en tant que monnaie de facturation reflète la puissante capacité d'exportations de certaines économies européennes, et parmi elles, l'Allemagne, ainsi que les pays qui en sont des satellites et qui sont intégrés à l'économie allemande : Autriche, Slovénie, ou Slovaquie (FMI, 2013). Dans cet ensemble de pays, l'euro est nettement plus utilisé que dans le reste de la zone. Ce constat appuie les travaux mettant en avant l'importance de la puissance de marchandise de l'exportateur, son pouvoir de

¹³⁶ Malgré la direction hyper-accommodante prise par la BCE à l'égard des marchés depuis l'arrivée de Mario Draghi, la zone n'est toujours pas caractérisée par la mutualisation des dettes, chaque Etat membre étant tenu responsable de sa propre situation. Les politiques de d'assouplissement quantitatif n'en ont pas changé fondamentalement la logique : chaque Etat verra ses bons du trésor acceptés dans le bilan de la BCE jusqu'à un certain niveau fixé par la BCE ; le quota est attribué à chaque membre selon son poids dans la zone, et non selon ses besoins financiers.

¹³⁷ « The growing presence of the Chinese renminbi in the international monetary system has continued in 2014. This has clearly had an offsetting impact on the use of the euro for invoicing in those countries that have the strongest trading linkages with Asia » (BCE, 2015, p. 30).

marché, et la différenciation des biens commercés sur le choix de la monnaie de facturation (Goldberg et Tille, 2005 ; Goldberg et Tille, 2013). Mais il conforte l'hypothèse que la monnaie unique n'est pas une monnaie internationale.

L'usage de l'euro dépend des conditions de la concurrence, du pouvoir de marché de l'exportateur, et du degré de différenciation incorporé dans la marchandise (Kamps, 2006). L'euro est par conséquent lié à la marchandise du producteur. Les pays dont les exportations sont en grande partie situées sur des niches, à l'image de l'Allemagne avec celle des machines-outils, ou des véhicules motorisés hauts de gamme, et dans une moindre mesure l'Italie (dont la partie nord du pays dispose d'un important bassin industriel) parviennent à facturer une part considérable de leur production en euro (respectivement 65 % et 73 % de leurs exportations en 2012). Le *Mittelstand* dans l'économie allemande est caractérisé par la présence de nombreuses entreprises de taille moyenne bien implantées sur les marchés internationaux de biens industriels, notamment grâce à une stratégie d'innovation qui fait de ces entreprises des champions mondiaux. Ces entreprises ont également entrepris une intégration poussée avec les pays du centre et de l'est de l'Europe, en faisant réaliser une partie de la production par une main d'œuvre à bas coûts (FMI, 2013). L'industrie s'est donc bien maintenue en Allemagne, en se focalisant sur les exportations grâce à une politique industrielle relativement cohérente et coordonnée (Gaffard, 2013). Pour les pays placés sur des segments concurrencés sur le plan international, où la compétitivité prix devient essentielle, la part de l'euro dans la facturation du commerce vis-à-vis du reste du monde est bien moindre (à l'image de la France avec 53 % de ses exportations)¹³⁸. Or une monnaie internationale n'est pas utilisée uniquement lorsqu'un pouvoir de marché (permis par la différenciation notamment) se réalise. Elle est acceptée, et même demandée par les deux parties, qui placent leur confiance en elle, pour les divers types de biens.

Un projet alternatif à celui des Etats-Unis ?

Il convient enfin de se demander en quoi l'euro représente un projet alternatif à celui du dollar. Dans les années 2000, les pays qui ont tenté de facturer leurs échanges dans une autre monnaie que le dollar américain n'ont pas été soutenus par les institutions européennes. Les tentatives de facturation du pétrole en euro par l'Irak de Saddam Hussein puis avec la bourse du pétrole en Iran ont échoué (Cohen, 2003 ; Looney, 2004), tout comme celles du Venezuela et de la Russie. Le commerce de ce produit homogène se fait quasi exclusivement en dollar. L'euro n'a pas été appuyé en cela par les autorités

¹³⁸ Dans les années 2000, les exportateurs allemands ont eu tendance à répercuter une appréciation de l'euro sur leur prix de vente, tandis que les exportateurs français ont été contraints de s'adapter en comprimant leur marge (Artus et Fontagné, 2006). Dans la même logique, les exportateurs français facturent leurs échanges dans la monnaie des concurrents dans une plus grande proportion pour se plier aux règles de concurrence du marché de destination. Cela nous renvoie aux notions d'élasticités prix des exportations, auxquels les exportateurs français sont plus sensibles.

européennes, et par conséquent, les paiements des factures pétrolières n'ont pas été réalisés en euro.

Le projet de la construction européenne n'apparaît pas comme un projet alternatif à celui des Etats-Unis, dans la mesure où la construction a été appelée et encouragée par les Américains eux-mêmes. En 1950, Herbert Feis, économiste américain et ancien conseiller de Hoover puis de Roosevelt, écrit à propos des pays d'Europe occidentale :

« We have been urging them, in phrases that sounded like a threat to end our aid if they did not conform, to integrate their economies. This could mean any one of several things: that they should form a complete economic (and perhaps political) union; or merely that they should move towards free trade and free convertibility of currencies among themselves; or that various basic industries like steel, coal, chemicals be combined into regional units » (Feis, 1950, p. 76).

Pour Feis, la reconstruction et l'intégration intra-zone de l'Europe est une composante de la *diplomatie du dollar*, et une contrepartie demandée à l'Europe en échange de l'aide du Plan Marshall. La priorité était alors la lutte contre l'Union Soviétique, et contre les scores élevés que réalisaient à l'époque les partis communistes en Europe. Le plan était donc de renforcer l'intégration commerciale de l'Europe et d'accélérer la restauration capitaliste de ces économies.

L'Union Européenne est ainsi construite sur une relation bien plus de *complémentarité* au dollar, présentant l'avantage de diminuer le besoin de dollars pour les échanges intra-européens (idée que l'on trouve dès l'UEP), que de *contestation*, au sens où nous l'entendons, c'est-à-dire une contestation animée par le projet de substituer l'euro au dollar dans les échanges internationaux. De nombreux discours politiques pro-européens érigent l'euro et la construction européenne en rempart contre les puissances japonaises, chinoise et américaines. Notre analyse ne nie pas certains avantages que les économies européennes ont pu retirer de la construction européenne, mais placer l'euro comme un rempart face au dollar revient à réécrire son histoire en ignorant le fait que l'euro s'est construit avec le soutien actif des gouvernements américains.

L'échec de l'euro : brève synthèse

Malgré la taille du marché que représente l'UEM, la constitution de la monnaie unique sur le continent européen n'a pas déclenché une adhésion globale à la monnaie européenne pour les transactions internationales. Les explications de l'échec de l'internationalisation de l'euro sont plurielles, et peuvent se résumer aux arguments suivants :

- *Un manque de soutien de la part des institutions européennes* qui ne cherchent pas à promouvoir l'euro sur les marchés internationaux. L'internationalisation de l'euro, si elle a été évoquée par plusieurs dirigeants européens en tant qu'objectif de moyen terme, n'a pas été promue de manière soutenue, que ce soit par la

diplomatie de l’Union Européenne et ses membres respectifs, ou par les autorités monétaires elles-mêmes. Ces dernières ont retenu une position de neutralité.

- *Des carences institutionnelles propres à la zone monétaire.* Les caractères institutionnels de la zone euro fragilisent les nations membres de l’Union et par conséquent la monnaie qui les associe. Le problème apparaît difficilement soluble – sinon insoluble – aux yeux d’un nombre croissant d’observateurs, dans la mesure où la dette publique n’est pas mutualisée et que les Etats restent contraints de résoudre les difficultés sans aide de la part des institutions européennes. Au contraire, le cadre réglementaire de l’euro a démontré sa capacité à amplifier les difficultés de plusieurs de ses membres, à l’image de la Grèce.
- *Une structure bancaire et financière fragilisée.* Les banques commerciales, qui ont de fait la capacité de créer des euros, sont de la responsabilité des membres, à une échelle nationale, et non communautaire. L’union monétaire a été réalisée sans une véritable union bancaire et les réformes prévues en Europe – telles que l’union bancaire – ne prévoient pas de résoudre ce problème. Par ailleurs la faible part du *Trade Finance* libellé en euro (un peu plus de 6 % du total des lettres et documents de crédit), désormais nettement inférieur à celui facturé en RMB, témoigne de l’inadéquation des structures bancaires européennes aux pratiques des échanges internationaux. Enfin, les marchés financiers de la zone euro ne parviennent pas à rivaliser avec les marchés américains ainsi que la place financière de Londres.
- *Une absence de projet politique.* Si nombre de discours ont pu affirmer le contraire, l’histoire de l’euro et plus largement de la construction européenne ne s’est pas faite pour se protéger de l’hégémonie américaine. Limitée à un objectif d’intégration régionale, la dimension contestataire de l’euro par rapport au système monétaire international centré sur le dollar est faible, contrairement à l’influence importante exercée sur lui par les capitalismes anglo-saxons.

Le recul de l’euro sur le marché des changes internationaux ainsi que dans les paiements internationaux témoignent du déclin de l’euro sur la scène internationale. À l’inverse, la monnaie chinoise affiche une progression importante, posant la question de ses chances de contester le dollar avec succès.

Le géant chinois et la dynamique du Renminbi

L’histoire récente de la Chine est caractérisée par un développement économique sans précédent. Sont souvent avancées sa stratégie mercantiliste et la distance qu’elle a prise avec les préconisations du consensus de Washington pour expliquer son ascension et son statut de premier exportateur mondial. Le pays a développé une production diversifiée et de plus en plus sophistiquée, justifiant des salaires de plus en plus élevés, et initiant la transformation structurelle à l’œuvre dans le pays (Felipe *et alii*, 2013). Cela fait donc plusieurs années que la Chine a bouleversé les statistiques mondiales en termes de croissance, de production et de commerce.

En revanche, sa situation est différente sur le plan financier et monétaire. La monnaie chinoise, le renminbi (désormais RMB), est longtemps restée absente des données internationales, car sans aucun rôle mondial. En témoigne l'étude de Cohen et Benney (2014) dont les données s'arrêtent à 2010, et qui montre que les opérations monétaires internationales sont libellées essentiellement en dollar, et dans une moindre mesure, en euro, le système monétaire international prenant une forme tantôt unipolaire, tantôt bipolaire selon les fonctions monétaires étudiées. Pour chacune d'entre elles, le RMB est dépassé par des monnaies de second rang, son utilisation étant anecdotique¹³⁹. Cette divergence, entre le poids de l'économie chinoise dans le monde et le faible recours à sa monnaie, est toujours présente, mais elle se réduit. Autrement dit, le RMB s'internationalise. La dynamique de son internationalisation est indiscutable sur le plan statistique : insignifiante en 2009, la part du commerce en RMB de la Chine avec le reste du monde n'a cessé d'augmenter pour représenter en 2015, d'après nos calculs, plus de 24 % des échanges internationaux de la Chine. Cette dynamique est d'autant plus intéressante que la Chine est une puissance qui a toujours marqué une volonté d'indépendance vis-à-vis des Etats-Unis dans l'élaboration de sa stratégie de développement international à long terme, contrairement aux économies comme le Japon ou l'Allemagne de l'après 1945¹⁴⁰.

Deux interrogations doivent être soulevées dans le traitement de l'internationalisation de la monnaie chinoise. D'abord, quelles sont les ambitions des autorités chinoises pour le RMB ? Ensuite, au-delà de leurs volontés, quelles sont leurs capacités ? Cette dernière question invite à étudier les obstacles posés à la monnaie chinoise.

Les ambitions des autorités chinoises

Aucune monnaie ne peut s'internationaliser sans l'aval – et même l'appui – des autorités du pays émetteur (Kirshner, 2014, p. 215-16 ; Cohen, 2017). Cet argument est souvent avancé pour expliquer les ralentissements de l'internationalisation du Deutsche Mark, du yen, ou de l'euro, qui n'ont pas bénéficié du support des autorités monétaires et politiques compétentes pour encourager leur internationalisation. Sans volonté d'expansion monétaire internationale, l'internationalisation du RMB sera certainement limitée.

Bien que l'internationalisation d'une monnaie dépende avant tout de son utilisation – et donc de son acceptation – par des agents privés dans le reste du monde, le

¹³⁹ « The yuan is so far back in the race that it barely even registers a yet » (Cohen et Benney, 2014, p. 1038).

¹⁴⁰ Comme l'affirment Leverett et Bingbing (2017, p. 115), « even after the realignment of Sino-American relations in the 1970s, Beijing has been unwilling fundamentally to subordinate its strategic orientation to US diplomats and military requirements – in contrast, for example, to post-World War II Japan and Germany, to Egypt under Sadat and Mubarak, or even increasingly to post-Cold War India ».

processus semble conditionné par la levée progressive de restrictions liées à son usage (He, 2012). La monnaie s'internationalise par le biais d'acteurs privés, qui créent, prêtent, investissent, facturent et règlent leurs transactions. En cela c'est un processus « endogène », évoluant selon le contexte juridique qui régule les opérations sur les marchés. L'Etat a la possibilité d'encadrer les pratiques monétaires des acteurs au travers de contrôles plus ou moins stricts dans l'espace sur lequel il est souverain, protégeant son système de la présence d'acteurs du reste du monde, contribuant à définir l'espace de souveraineté monétaire. Outre son soutien sur le plan diplomatique et institutionnel, le gouvernement chinois s'est doté d'une réglementation protégeant au niveau domestique le RMB, et se montrant également de plus en plus favorable à son internationalisation.

Plusieurs éléments peuvent laisser penser que la Chine n'a pas de stratégie visant à se substituer au dollar. Tout d'abord certains discours d'officiels chinois qui dénoncent non seulement la domination du dollar, mais la construction institutionnelle qui la rend possible. En cela la Chine porte un projet de refonte du système monétaire international qui remet en question la possibilité laissée à une monnaie d'être hégémonique¹⁴¹. Ainsi, l'idée répandue selon laquelle la Chine développerait une stratégie expansionniste de manière à faire du RMB un hégémon monétaire dans une logique de « guerre des monnaies » pourrait être fantasmée. Pour Aglietta, les mesures stratégiques visant à internationaliser le RMB « n'ont pas pour objectif de faire du RMB la nouvelle devise incontournable à la place du dollar, mais plutôt de bâtir un consensus visant à abolir l'hégémonie quelle que soit sa forme » (Aglietta, 2011, p. 84). Le projet chinois avancé par Zhou (2009) est un projet qui vise à remettre en question le monopole, l'hégémonie du dollar, en appelant à un nouveau Bretton Woods¹⁴². Dans cette optique, l'internationalisation du RMB n'est qu'un seuil qui vise, au travers d'un rapport de force nouveau et d'une plus grande autonomie vis-à-vis du dollar américain, à faciliter la création d'un ordre monétaire multilatéral non plus basé sur l'hégémonie américaine, mais assurant à l'économie mondiale une liquidité déconnectée des aléas des cycles de l'économie américaine.

Les autorités chinoises œuvrent pourtant activement au développement du RMB. Depuis la réaffirmation en 2009 de sa volonté de modifier le système monétaire international, la Chine a envisagé plusieurs stratégies pour contourner le conservatisme des institutions internationales, telles que les partenariats bilatéraux, les contrats SWAP, et le développement de plateformes « d'avant-garde » pour le RMB *offshore*, que l'on a

¹⁴¹ « We stand for establishing a new international political and economic order that is fair and rational. We oppose all forms of hegemonism and power politics. China will never seek hegemony and never pursue expansionism » (discours de Jiang Zemin, en 2002, alors Président de la République Populaire de Chine, cité par Chin, 2014, p. 190).

¹⁴² Bien que le projet de Zhou appelle à une nouvelle monnaie *de réserve internationale*, et non à une refonte du système visant l'instauration d'une monnaie internationale fonctionnant selon les principes de la *Clearing Union*, telle que la souhaitait Keynes. L'opposition entre *liquidité* et *clearing* est ici fondamentale. Ses implications sont exposées dans un article d'Amato et Fantacci (2014).

abordés plus haut. Ces stratégies ont permis à la Chine d'acquérir une autonomie croissante sur le plan monétaire, lui assurant une plus grande souveraineté. La seconde manifestation est l'ouverture des choix possibles aux acteurs internationaux, notamment en termes de monnaies de réserve (Chin, 2014). En se trouvant à l'origine de ces nouvelles options concurrentes au dollar, la Chine manifeste sa capacité à modifier le cadre du système monétaire international, et en cela vient se confronter au pouvoir du dollar.

La stratégie de contournement des institutions de Bretton Woods par la Chine a été mise en œuvre parallèlement à une pression continue pour tenter d'y augmenter son influence. Effective depuis le 1^{er} octobre 2016, l'inclusion du RMB dans le panier du DTS, à hauteur de 10,92 % du panier, en est le résultat. Elle a nécessité l'accord des Etats-Unis, qui avaient la possibilité d'user de leur droit de véto (du fait de leur 16,5 % de part au FMI). L'inclusion du RMB, désormais considéré comme « librement utilisable » (FMI, 2015, p. 10), engage la Chine vers une libéralisation financière, qui apparaît comme une garantie de normalisation de l'économie chinoise offerte aux autres puissances. La convertibilité du RMB devrait donc s'accroître à l'avenir, conformément à ce que souhaite l'occident. Toutefois, cela correspond aussi de plus en plus au souhait de Pékin, qui réalise que les restrictions financières s'adressant aux acteurs privés chinois ont drainé l'épargne domestique vers une bulle financière et immobilière dont l'explosion cause depuis plusieurs mois des dégâts considérables. La convertibilité totale du RMB d'ici 2020 est un objectif affiché du 13^e plan quinquennal. Les changements structurels de l'économie chinoise appellent à développer plus encore les investissements à l'étranger par les entreprises et les ménages chinois (Zhang et Tan, 2015), auxquels est associée une libéralisation graduelle du compte de capital. La dimension symbolique entre également en compte : l'inclusion du RMB dans le DTS était voulue par Pékin car elle fait rentrer celui-ci dans le cercle restreint des monnaies de dénomination des actifs de réserve (Coudert et Lez, 2015). Un impact favorable sur l'internationalisation du RMB, bien que limité, est attendu de cette réforme du DTS, puisque les titres de dette chinoise vont à cette occasion être demandés à travers le monde, notamment par des banques centrales du reste du monde. Le bon du trésor chinois à trois mois sera par ailleurs intégré dans le calcul du taux d'intérêt du DTS. L'annonce de l'inclusion du RMB dans le panier du DTS s'apparente donc à une victoire de la Chine dans sa tentative d'influencer les institutions, centrées autour du dollar, héritées de Bretton Woods.

Déterminer précisément si la Chine se situe dans une logique hégémonique, ou bien si elle ne recherche qu'une autonomie plus grande vis-à-vis du dollar semble une tâche ardue. Pour Cohen (2017, p. 7), il s'agit d'un débat non résolu. Cependant, le processus dans lequel elle s'engage de manière assumée, en créant *a minima* un cadre moins dépendant du dollar, est lui-même par essence conflictuel.

Les capacités de la Chine à surmonter les obstacles à l'internationalisation en question

Si la question des ambitions expansionnistes de la Chine se pose, celle de ses capacités à les réaliser se pose également. La Chine est soit vue comme un pays certes émergent, mais bien loin de présenter les capacités de rattraper un jour les Etats-Unis et le dollar, soit comme une nation capable d'assumer un rôle au sein d'un système monétaire polycentrique, soit enfin, pour les plus optimistes, comme un pays qui devrait parvenir, à terme, à rattraper mais également détrôner le dollar. Dans la multitude des travaux sur l'internationalisation du RMB, les auteurs divergent essentiellement à propos de l'importance accordée aux différents facteurs de blocage du processus d'internationalisation.

Le premier obstacle est d'ordre macroéconomique. Un essoufflement de l'internationalisation du RMB pourrait provenir de l'incapacité de l'économie chinoise à servir de base à cette internationalisation. Si la Chine devait traverser d'importantes difficultés macroéconomiques, la crédibilité de la monnaie chinoise pourrait être remise en question en même temps que le rythme de croissance du pays. La demande *offshore* de RMB est en effet poussée par les anticipations de croissance de l'économie chinoise (Gagnon et Troutman, 2014). Or le ralentissement de l'économie chinoise semble bien se confirmer au fil des mois, reflété notamment par une inquiétante diminution des importations¹⁴³ et une difficulté à effectuer la réorientation si attendue du modèle de croissance par la demande interne et non plus par les exportations, à quoi s'ajoutent les baisses successives des taux directeurs de la PBoC visant à soutenir tant bien que mal la croissance du crédit à l'économie. Parmi les craintes les plus importantes, la bulle immobilière sur la région côtière présente une menace sur l'économie chinoise en même temps qu'elle traduit certains signes de son essoufflement (Gaulard, 2014). Le secteur productif ne permettant plus de rentabiliser le capital, celui-ci se valorise dans une bulle. En cas de crise de l'économie domestique, la dynamique d'internationalisation du RMB risque d'être affectée, elle sera difficilement aussi soutenue qu'elle ne l'a été ces dernières années.

Si son problème de bulle immobilière est loin d'être résolu, la situation de la Chine est tout de même différente de celle du Japon. Le Japon a subi dans les années 1980 le « *Japan bashing* », qui a abouti aux accords du Plaza en 1985, et le yen a connu une réévaluation considérable (Meyer, 2011). Depuis la fin de la Seconde Guerre Mondiale, le Japon est un allié des Etats-Unis dans la région, tandis que la Chine est considérée comme un rival géopolitique mieux disposé à résister à ce qui est appelé aujourd'hui le « *China bashing* ». L'appréciation du yen, les flux de *hot money* et

¹⁴³ Qui, par ailleurs, a eu pour résultat de ralentir la progression du commerce transfrontalier de la Chine en RMB sur la période hiver 2014 / printemps 2015, celui-ci passant de 559 milliards de RMB en novembre 2014 à 538 milliards en janvier 2015 et 436 milliards en octobre 2015, selon la People's Bank of China.

l'éclatement de la bulle immobilière au Japon ont plongé l'économie japonaise dans une crise déflationniste que la Chine n'a aucune envie d'expérimenter à son tour. Elle s'est ainsi jusqu'à présent opposée aux multiples appels des économistes occidentaux à l'ouverture du compte de capital et à la libre convertibilité du RMB, une nécessité pour préserver l'économie chinoise des flux déstabilisants de *hot money* (McKinnon et Schnabl, 2014). Si les contrôles de capitaux semblent donc nécessaires à la stabilité interne de l'économie chinoise, ils constituent certainement un obstacle institutionnel important à l'internationalisation du RMB. Un passage en revue de la littérature sur l'internationalisation de la monnaie laisse apparaître comme inévitable la libéralisation du compte de capital et la libre convertibilité du RMB : le système monétaire se doit de permettre aux agents de faire circuler les montants de monnaie selon leurs besoins. Les contrôles de capitaux apparaissent donc indésirables pour une expansion monétaire et constituent toujours le premier motif de réserve des économistes vis-à-vis du rôle international du RMB.

Par ailleurs, la Chine reste un « crééditeur international immature » (McKinnon et Schnabl, 2014). Alors que les monnaies s'internationalisent au travers des banques, les banques chinoises sont perçues comme des structures mal gérées, notamment au niveau de leur capacité d'évaluation du risque, affichant des taux importants de prêts non-performants (Ju et Lo, 2012). Elles se trouvent au centre de jeux d'influences politiques, inaptes à faire face à une libéralisation financière. La crise de 2008 n'a rien arrangé, elle aurait même anéanti les efforts d'assainissement des banques chinoises fournis durant plusieurs années : l'économie chinoise a vu sa croissance soutenue par le crédit durant la récession mondiale, mais le remboursement de ces crédits est aujourd'hui problématique (Jiang, 2014, p. 164).

Le régime de croissance de la Chine, qui repose sur une dynamique d'investissement soutenue et un progrès technologique permis par des exportations et des transferts de technologie, le tout encadré par l'Etat, appelle des contrôles de capitaux et l'accumulation de réserves. La volonté de maintenir une certaine autonomie de la croissance chinoise vis-à-vis des fluctuations intempestives des mouvements de capitaux internationaux a certes permis une dynamique d'investissement remarquable, mais elle n'a pu empêcher une forme d'intégration de la Chine au capitalisme américain, puisqu'elle l'a rendue dépendante à la fois du marché américain comme débouché, ainsi que des bons du trésor américain qu'elle n'a cessé d'accumuler. Le secteur des exportations de marchandises, essentiellement situé sur la côte Est, et les partisans d'une stabilité financière maximale en Chine ont en effet appuyé avec un certain succès l'accumulation de réserves¹⁴⁴ (Steinberg, 2014).

¹⁴⁴ Celles-ci ont atteint un niveau tel que la Chine semble prise au piège, résignée à soutenir le dollar contre sa volonté, pour éviter de voir s'effondrer la valeur – aujourd'hui estimée à plus de 3 trillions de dollars –

Les contrôles des capitaux apparaissent alors moins un choix de développement interne qu'une nécessité pour préserver l'économie chinoise d'une déstabilisation de son système bancaire et d'une pénétration en son sein de banques étrangères. La Chine, qui a libéralisé une part importante de son économie dans la sphère de la production et des échanges, est plus réticente à mettre en application les promesses pourtant récurrentes de libéralisation du secteur bancaire et financier. Cette réticence est analysée par Goodstadt (2014) comme une volonté de conserver un dernier levier de contrôle économique par la structure étatique, levier qui en outre répond aux besoins des gouvernements locaux toujours influents, ce à quoi sont mêlés quelques restes de l'idéologie du Parti Communiste Chinois, méfiant vis-à-vis des libéralisations du secteur et soucieux de conserver dans son giron le secteur bancaire si central à l'économie chinoise.

Quelle analyse dégager de ces contrôles vis-à-vis de l'internationalisation du RMB ? La discussion débouche sur deux analyses : La première tient pour vraie l'hypothèse que la poursuite de l'internationalisation de la monnaie est impossible sans la libéralisation complète des flux financiers et du compte de capital. Dans ce cadre, les spécialistes, qui reconnaissent volontiers que la monnaie chinoise est d'ores et déjà demandée par les acteurs internationaux et bénéficie d'une crédibilité liée à la puissance de l'économie chinoise, s'intéressent alors au rythme d'ouverture financière de la Chine et observent avec attention les mesures de libéralisation (Kawai et Liu, 2015).

La seconde, plus minoritaire, regroupe les auteurs qui considèrent que les contrôles de capitaux ne seront pas levés – voire qu'ils ne devraient pas l'être – mais qu'il est raisonnable de penser la poursuite de l'internationalisation du RMB via divers mécanismes. Par exemple pour Aizenman (2015), l'internationalisation du RMB pourrait tout à fait se poursuivre dans les échanges de la Chine sans viser l'internationalisation financière du RMB, qui elle, nécessiterait d'achever la libéralisation financière du pays¹⁴⁵. Après tout, il faut bien admettre que jusqu'à maintenant, la progression du RMB s'est produite sans une parfaite mobilité des capitaux à l'entrée et à la sortie de la Chine. Rhee et Sumulong (2013) affirment qu'il est possible d'accommorder les restrictions actuelles sur les flux financiers vers la Chine avec la poursuite de l'internationalisation du RMB dès lors qu'une infrastructure adéquate existe sur des places *offshore* pour permettre de contourner l'usage du dollar. L'infrastructure en question doit assurer le management des dépôts en RMB et offrir une passerelle vers un marché des titres dans la même monnaie. C'est également l'opinion de He et

de son stock de réserves accumulées en dollars. C'est ce qu'Eswar Prasad (2014) décrit comme le « *dollar trap* ».

¹⁴⁵ Aizenman (2015, p. 14) écrit notamment « One expects the settlement share of the CNY will keep increasing rapidly, as there is ample room for further internationalization of the use of the RMB in trade settlements. The rapid trade internationalization, however, does not imply the desirability or the necessity of the RMB financial internationalization, a process that would require much deeper financial liberalization ».

McCauley (2010) qui insistent sur le rôle important des plateformes *offshore* dans le processus d'internationalisation¹⁴⁶. Enfin, pour Kirshner (2014, p. 237), l'internationalisation du RMB sans que soient levés les contrôles apparaît plausible tout en correspondant à un modèle de développement assumant ses divergences avec le modèle libéral prôné par les Etats-Unis. Cette seconde analyse laisse donc entrevoir la possibilité de la poursuite de l'internationalisation du RMB sans une libéralisation financière calquée sur le modèle occidental.

La monnaie chinoise, basée sur des institutions qui se distinguent à plusieurs égards du modèle occidental, est susceptible de rencontrer un écho considérable parmi les économies en développement. Déficitaire vis-à-vis de ses partenaires asiatiques et excédentaires vis-à-vis de l'Europe et des Etats-Unis, la Chine se présente de plus en plus comme un hégémon régional. Elle peut également compter sur le commerce intra-firme asiatique, amené lui aussi à se développer (Eichengreen et Lombardi, 2017, p. 52). L'Asie constitue déjà une base solide pour l'internationalisation du RMB (figure 19), où, malgré un dollar toujours dominant, elle progresse rapidement. La crise de 2008 est en partie responsable de ce succès : elle a provoqué une pénurie de dollars, générant d'importants problèmes de financements du commerce, et démontrant la vulnérabilité de la région asiatique (BRI, 2014). Le RMB s'est renforcé en Asie, en se présentant comme une nouvelle source de liquidités.

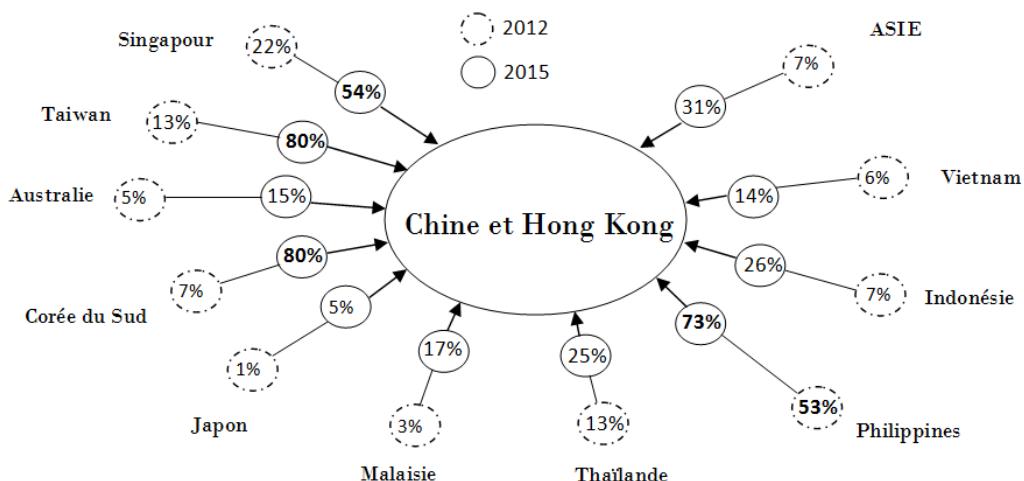
Néanmoins, à partir de la fin de l'année 2015, le RMB a stoppé sa progression internationale. Plusieurs rapports de l'institution SWIFT font état de la stagnation de la monnaie chinoise, et même d'un recul de sa part dans les paiements internationaux en 2016. Son pic se situe à août 2015 avec 2,79 % des paiements internationaux. Ce résultat plaçait alors la monnaie chinoise en quatrième position internationale, devant le yen japonais. Dès septembre 2015, le RMB a retrouvé sa cinquième place, puis le dollar canadien est repassé devant en avril 2016, la monnaie chinoise se trouvant rétrogradée en sixième position. En février 2017, il ne représente plus que 1,84 % des paiements internationaux, (SWIFT, 2017). Cohen (2017, p. 11) remarque que ce ralentissement provient de la dimension « demande » de monnaie, car l'autre dimension a été développée rapidement et sans entrave : en moins de 10 ans, les autorités chinoises ont établi énormément d'infrastructures prometteuses – la *supply side* – visant à favoriser l'internationalisation du RMB : d'après SWIFT (2016), en juillet 2016, plus de 1800 institutions financières dans le monde utilisent le RMB. Pour Subacchi et Oxenford

¹⁴⁶ Les deux auteurs concluent un article ainsi « ...offshore markets perform essential economic functions, including a separation of currency risk from country risk and diversification of operational risks associated with the financial infrastructure that provides vital clearing and settlement services for the currency. For emerging market economies that are interested in seeing a larger share of their international balance sheets denominated in their own currencies, offshore markets can help to increase the recognition and acceptance of the currency among exporters, importers, investors and borrowers outside the country. This process can begin (but not end) while substantial capital controls are still in place, allowing the authorities to retain a measure of control over the pace of capital account liberalization » (He et McCauley, 2010, p. 24).

(2017), la *New Silk Road*, associée au vaste projet *One Belt, One Road*, pourrait permettre de relancer la dynamique d'internationalisation dont la monnaie chinoise a fait l'objet entre 2009 et 2015, et pourrait dans cette optique mobiliser le formidable centre financier de Londres et ses capacités de financements (voir aussi Hall, 2017).

La *New Silk Road* a été lancée en septembre 2013 par le Président Xi Jinping. Ce projet de « nouvelle route de la soie » prévoit l'établissement de trois routes, deux terrestres (une « nordique » passant par le Kazakhstan, la Russie, et l'Europe du nord, et une autre « sudiste » passant par l'Ouest de la Chine, le Kirghizstan, l'Ouzbékistan, le Turkmenistan, l'Iran et la Turquie, jusqu'en Europe du Sud) ainsi qu'une voie maritime. Le projet prévoit que ces routes soient accompagnées d'investissements importants. Il ambitionne de favoriser à la fois la transition écologique, les approvisionnements énergétiques de la Chine, une intégration accrue de l'Asie centrale et du Golfe persique à la Chine, ainsi qu'une moindre dépendance au système financier américain à travers l'usage de monnaies locales, en particulier le RMB (voir la synthèse proposée par Leverett et Bingbing, 2017).

Figure 19 : Parts du RMB dans les paiements avec la Chine et Hong Kong, banques centrales exclues



Source : figure de l'auteur, adaptée de SWIFT RMB Tracker, mai 2015. Etude réalisée pour chacune des deux années 2012 et 2015 sur les paiements de la période allant de janvier à avril.

Le Renminbi peut-il parvenir à bouleverser l'ordre du dollar ? Au-delà des potentiels facteurs de blocage centrés sur la Chine, le dernier élément à aborder est la question du RMB relative à la position du dollar US. L'intérêt – pour ne pas dire l'enthousiasme – que suscite le RMB dans le milieu académique est accentué par les thèses « déclinistes » selon lesquelles se trouvent en déclin les Etats-Unis en général, et le dollar US en particulier. Ces thèses sont pourtant réfutées par un certain nombre d'observateurs rattachés à l'économie politique internationale et analysant le caractère toujours profondément américano-centré de l'économie internationale. Comme nous l'avons évoqué plus haut, le RMB a certes dépassé le seuil de 2 % des paiements

internationaux en valeur, mais le dollar est lui à plus de 44 %. En dépit du fait que certains facteurs macroéconomiques devraient *a priori* amener le dollar à décliner (par exemple, du fait d'une perte de confiance liée à un déficit récurrent du compte courant), des facteurs d'ordre politique et institutionnel jouent un rôle dans son maintien en tant que monnaie-clé (Cartapanis, 2009). Les « anti-déclinistes » constatent que le pouvoir structurel des Etats-Unis est toujours robuste et qu'à court terme, il est loin d'être menacé (Norrlof, 2014 ; Stokes, 2014). Par exemple, les Etats-Unis n'ont rien perdu de leur capacité à faire financer leur dette par le reste du monde (Stokes, 2014, p. 1080). Ils disposent de nombreux avantages qui favorisent leur domination dans les relations monétaires internationales, à commencer par leur budget militaire colossal (Norrlof, 2014, p. 1047). Evoquer cet élément permet de rappeler que le statut toujours hégémonique du dollar pourrait être le dernier facteur de blocage, et non des moindres, à une internationalisation plus poussée du RMB.

Conclusion

Les monnaies étudiées dans cette section ont joué ou jouent encore un rôle international important. A titre d'exemple, McCauley (2011b) rappelle les rôles de monnaies d'ancrage que représentent le yen et l'euro dans certaines régions du monde, y compris dans la période post-crise, pour constater qu'ils n'ont pas disparu. S'il convient donc de ne pas sous-estimer l'importance de ces monnaies pour les échanges internationaux, notre propos ici a été de souligner qu'elles ne sont pas parvenues à évincer le dollar US, qui reste la principale monnaie de règlement et de facturation du commerce international. Le principal problème des trois premières monnaies (Deutsche Mark, yen et euro) étudiées ici est qu'elles sont des composantes de l'économie internationale dont le centre continue d'être les Etats-Unis. Aucune des économies émettrices de ces monnaies ne représente une menace pour l'économie américaine qui reste leur meilleure alliée, particulièrement sur le plan géopolitique. On est alors obligé d'admettre le rôle toujours hégémonique de l'économie américaine. L'Allemagne, le Japon, ou la construction européenne, sont certes des rivaux économiques des Etats-Unis, mais pas des adversaires.

Le Renminbi peut être analysé différemment des trois autres monnaies étudiées. L'économie chinoise a des fondements sensiblement différents. Ses intérêts ont certes parfois convergé avec les Etats-Unis, mais elle reste caractérisée par une forme d'indépendance qui en fait un rival bien différent des autres. Les autorités chinoises s'emploient à créer un espace de souveraineté politique distinct des espaces se trouvant sous influence américaine comme le Japon. Le schéma proposé par l'institut berlinois Merics (figure 20) donne un aperçu des initiatives développées par la Chine dans ce sens. Il cherche à montrer que face aux institutions jugées pro-américaines (telles que le FMI, la Banque Mondiale, ou encore les systèmes de paiements en dollar), la Chine projette un certain nombre d'institutions chinoises, ou bien encourage une initiative concurrente dont la Chine constitue un membre central face aux initiatives occidentales. C'est le

cas par exemple sur le marché des moyens de paiement (UnionPay est un organisme chinois offrant des cartes de crédit concurrentes des américains Visa et Mastercard). On peut également citer le système de paiement CIPS qui cherche en quelque sorte à copier le fonctionnement du système américain CHIPS, ou bien des institutions financières internationales nouvelles telles que la *New Development Bank* des BRICS qui, semble-t-il, se présente comme une concurrente de la Banque Mondiale, pour financer des projets de développement dans des monnaies alternatives au dollar, notamment le RMB.

Figure 20 : Structures parallèles et alternatives promues par la Chine dans l'ordre mondial



Source : Heilmann *et alii* (2014)

La question de la capacité du RMB à s'internationaliser et à remettre en question l'ordre du dollar reste en suspens, car si tel devrait être le cas, l'internationalisation sera longue et le dollar dominera encore de nombreuses années les échanges internationaux. Quoi qu'il en soit, les exemples de monnaies concurrentes au dollar étudiés dans cette section ont permis d'en apprendre davantage sur le dollar lui-même, et d'observer l'inertie dont celui-ci bénéficie dans les échanges internationaux.

2. La présence du dollar sur un marché stratégique : le cas du marché du pétrole

Alors que le marché du pétrole suscite l'attention de nombreuses études qui s'intéressent aux raisons pour lesquelles le dollar américain continue de dominer les échanges internationaux, cette section tente d'expliquer le processus selon lequel la monnaie américaine s'est imposée sur ce marché particulier. Trois séquences historiques permettent la compréhension de cette situation : l'immédiat après-guerre et sa situation de cartel international privé ; les années 1960 et 1970 avec la constitution d'un cartel étatique, l'OPEP ; et enfin les années 1980 et l'avènement de la financiarisation du marché des hydrocarbures. Ces trois séquences se sont succédées et ont convergé vers un renforcement du statut du dollar sur le marché.

Introduction : Pourquoi étudier le marché du pétrole ?

Il serait dans un premier temps légitime de s'interroger sur la nécessité de se pencher sur un marché particulier, celui du pétrole, quand l'objectif initial de ce travail doctoral est de comprendre pourquoi les acteurs choisissent une monnaie plutôt qu'une autre pour facturer et régler leurs échanges internationaux. L'intérêt que cette thèse accorde au pétrole se justifie d'abord par la littérature qui a été consultée et qui cherche elle-même à comprendre la domination actuelle du dollar dans les échanges internationaux. La plupart des auteurs qui ont pour ambition d'étudier l'hégémonie du dollar et ses déterminants citent le marché du pétrole comme un facteur déterminant, ce marché étant caractérisé par l'utilisation quasi-exclusive du dollar américain¹⁴⁷. La domination du dollar sur le marché du pétrole est vue comme un socle servant de fondement à l'hégémonie de la monnaie américaine, une sorte de gardien du temple-dollar¹⁴⁸.

Son importance est partout soulignée. Ce constat peut être fait à la fois dans les travaux de sciences économiques et de sciences politiques. En sciences économiques, l'intérêt est surtout porté sur les flux associés aux factures pétrolières, qui se sont traduits par un recours accru au dollar grâce au recyclage des pétrodollars dans le circuit financier international, ceux-ci ayant permis d'accentuer l'endettement de l'économie américaine. Du point de vue des sciences politiques, les études portent également sur les pétrodollars, mais aussi sur les relations d'interdépendances qui influencent la politique étrangère

¹⁴⁷ “Today, all international crude oil transactions are made in US dollars. [...] Spot oil bargains in Singapore, futures deals in London and term arrangements in New York have one common denominator, the US dollar” (Noreng, 2006, p. 174).

¹⁴⁸ Voir par exemple Momani (2008), Bjerg (2014, p. 166), Vermeiren (2009, p. 119) et Lapavitsas (2006, p. 137).

américaine : le besoin de pétrole de l'économie américaine aurait, semble-t-il, largement favorisé, au lendemain de la première guerre mondiale, l'implication des Etats-Unis dans les affaires internationales.

La littérature en fait donc un marché stratégique. Si l'on se penche sur la dimension quantitative des relations monétaires en jeu, il est vrai que le marché est important. D'après l'OMC, les hydrocarbures représentaient 16,6 % du total des marchandises vendues dans le monde en 2014. A la fin de l'année 2015, la demande mondiale de pétrole s'établit à un peu plus de 95 millions de barils par jour (BP, 2016, p. 9). Les montants monétaires correspondants sont conséquents¹⁴⁹, et l'élèvent au rang de marchandise la plus importante au monde en valeur. La financiarisation du marché a amplifié son importance (Gkanoutas-Leventis et Nesvetailova, 2015). Cela a été vérifié en 2014-2015, période à travers laquelle nous avons pu observer l'effondrement du prix du baril ainsi que la transmission de cette chute sur les autres marchés d'actifs financiers. La nature indispensable de la ressource pour le fonctionnement des économies industrielles, son caractère fossile (non-renouvelable), et sa répartition déséquilibrée sur la planète en font une marchandise centrale dans l'étude du commerce international. Prenant note de cette importance, la lecture en termes d'externalités de réseaux dans les stratégies de facturation amène à considérer le marché du pétrole comme un élément nodal de la domination du dollar. L'argument consiste à affirmer que la taille du marché du pétrole joue favorablement sur les décisions des acteurs des autres marchés de moindre dimension.

En revanche, peu d'études existent sur les raisons qui auraient amené ce marché décisif à opter si largement pour le dollar. Il n'est guère satisfaisant de se contenter d'expliquer la domination du dollar dans le commerce mondial par la domination du dollar sur un marché particulier, et de mélanger ainsi, du point de vue de notre démarche, causes et effets. Si le marché du pétrole représente certainement un enjeu majeur au travers des quantités de dollars qu'il fait transiter, nous nous intéressons au processus par lequel le dollar a été amené à s'y imposer. La thèse défendue ici est que le pétrole illustre, et d'une façon relativement bien documentée, les logiques généralement à l'œuvre dans le choix de facturation du commerce international. Ce marché cristallise en effet des facteurs de choix de monnaie de différentes natures, combinant facteurs historiques, influence des gouvernements et prépondérance des marchés financiers. Enfin, ce marché offre un exemple du caractère conventionnel du choix du dollar dans le commerce international. Pour Orléan, la convention désigne « l'organisation sociale au travers de laquelle la communauté se dote d'une référence commune, produit une représentation collective extériorisée qui fonde les anticipations individuelles » (Orléan,

¹⁴⁹ Pour 2015, d'après nos calculs selon la base de données WITS, le marché des hydrocarbures s'élève malgré la chute des cours à 1500 milliards de dollars américains. C'est deux fois moins que pour l'année 2013.

1989, p. 265). Sur le marché du pétrole, le dollar est, en 2016, la référence commune sur laquelle s'accordent les acteurs du marché. Cette section vise à comprendre les mécanismes qui ont amené cette convention.

Dans cette optique, la section se divise en trois sous-sections : dans un premier temps, une présentation historique vise à rappeler les pratiques monétaires sur le marché du pétrole, et l'avènement du dollar, qui est toujours largement dominant sur le marché. Les statistiques disponibles pour la période récente, c'est-à-dire depuis la crise de 2008, seront analysées. La seconde sous-section expose la manière dont les gouvernements ont orienté – sinon imposé – les choix du marché pour la facturation du pétrole, ces choix constituant un élément majeur de stratégie internationale. Enfin, une troisième et dernière sous-section présente l'intégration de la dimension financière du pétrole dans la stratégie de choix de monnaie de facturation.

L'histoire du marché du pétrole et de sa monnaie

De par sa dimension, le marché du pétrole est perçu comme un point nodal des relations monétaires internationales. Quels sont les canaux qui y ont généré l'adhésion au dollar ?

La présence du dollar sur le marché du pétrole est d'abord associée au poids de l'histoire. L'exploitation de pétrole a démarré aux États-Unis. Le premier puit de pétrole dans le monde a vu le jour en Pennsylvanie, en 1859, et fut attribué à Edwin Drake et William Smith (Bhattacharyya, 2014, p. 325). Cette découverte va déclencher une ruée dans l'activité pétrolière et la multiplication des puits sur le territoire. Les compagnies américaines ont ainsi un « savoir-faire » qui provient de la position particulière des Etats-Unis dans l'exploitation de pétrole. La principale compagnie pétrolière américaine dans les années qui suivent est la Standard Oil Company, fondée par Rockefeller en 1870. La célèbre compagnie va se trouver en position dominante sur le marché, au point de déclencher des procédures contre les pratiques anticoncurrentielles et d'être démantelée par l'antitrust américain en 1911. D'autres compagnies américaines apparaissent tout de même pendant le règne de la Standard Oil, telles que Texaco ou Gulf, toutes deux créées en 1901.

Malgré l'existence de concurrents britanniques importants, on ne trouve pas de dynamisme équivalent dans le reste du monde. Le pétrole est donc un secteur dans lequel les Etats-Unis bénéficient de l'avantage du premier venu. Les compétences acquises par les firmes sont cruciales, tout comme le sont les capacités de ces acteurs à imposer leurs propres standards dans la production et la commercialisation du pétrole, à une échelle internationale. Tandis que les pétroles sont extraits et sont caractérisés par des qualités différentes, il est nécessaire d'homogénéiser les hydrocarbures sur des standards de production et de commercialisation. Les compagnies américaines sont parvenues à généraliser les leurs (voir Rifaï, 1974). Bhattacharyya (2014) rappelle que les standards

internationaux en termes de *pricing* se sont alignés sur ceux du Golfe du Mexique, où est produite la majeure partie du pétrole américain.

L'organisation du marché du pétrole au début du XX^e siècle prend une forme oligopolistique. Le marché du pétrole est caractérisé par une intégration verticale extrêmement poussée. Les firmes du secteur sont en effet dépendantes des activités situées en aval et en amont : dès qu'un problème se déclenche à un niveau de l'activité, il est susceptible de ralentir, sinon paralyser, le reste de la branche. Parallèlement, le nombre de concurrents est limité : une tendance oligopolistique du marché est favorisée par les conditions de fonctionnement de cette activité. Avant d'être un moyen de maximiser des recettes, l'organisation oligopolistique est aussi un moyen de stabiliser l'activité des compagnies, qui, autrement, sont largement précarisées par l'inélasticité de l'offre et de la demande, et par les risques de guerres des prix. Les compagnies pétrolières en ont pris conscience rapidement, comme en témoigne l'accord d'Achnacarry en 1928¹⁵⁰.

L'oligopole historique, jusque dans les années 1960, réalisait ses transactions dans un faible nombre de monnaies. En réalité, il ne pouvait en être autrement, tant peu de nationalités sont représentées dans ces compagnies. La France dispose d'une compagnie, la Compagnie Française des Pétrole (l'ancêtre de Total), mais son poids est faible en comparaison des deux mastodontes britanniques (Royal Dutch Shell et Anglo Iranian Oil Company, cette dernière devenant par la suite British Petroleum, l'actuelle compagnie BP), et surtout des 5 majors américaines : Gulf, Texaco, SoCal (qui deviendra Chevron), Socony (qui deviendra Mobil), et la Standard Oil of New Jersey (qui deviendra Esso puis Exxon). Si ces compagnies ont perdu des parts de marché au cours du XX^e siècle, le dollar a au contraire gagné en importance, puisqu'il domine sans partage la facturation et le règlement des transactions. Faut-il y voir un paradoxe ?

Cette sous-section étudie trois moments, trois périodes particulières, parce qu'elles ont attiré l'attention de leur contemporain au sujet de la monnaie utilisée sur le marché du pétrole : l'immédiat après-1945, la période qui a suivi la dynamique des nationalisations des compagnies pétrolières dans les années 1960 et 1970 (avec la constitution de l'OPEP), et enfin l'avènement de l'euro¹⁵¹. À travers ces trois cas

¹⁵⁰ L'accord d'Achnacarry est signé en 1928 par les trois plus importantes compagnies pétrolières de l'époque afin de mettre un terme à une guerre des prix destructrice. L'accord comporte quelques éléments de standardisation du marché, comme par exemple ceux relatifs au *pricing*, c'est-à-dire au processus de formation du prix.

¹⁵¹ Pour caractériser l'exploitation et la marchandisation du pétrole, Bina (1993, p. 8-10) identifiait trois périodes particulières au XX^e siècle, assez proches de notre découpage : une première période (jusqu'en 1950) est celle du cartel international. La seconde période (1950-1972) est transitoire. La troisième période, démarrant en 1973, est marquée par une unification globale du marché, avec une harmonisation et une transnationalisation des prix.

d'études, le constat de la domination du dollar est le même, malgré des circonstances et une organisation du marché sensiblement différentes.

La situation après la seconde guerre mondiale et la pénurie de dollar

Le marché des matières premières après la seconde guerre mondiale est déjà dominé par le dollar américain. C'est d'ailleurs une des causes de la pénurie de dollar qui préoccupe rapidement les pays d'Europe dès la fin des années 1940, en particulier le Royaume-Uni, qui comprend avec douleur qu'il n'est pas en mesure de supporter un retour à la convertibilité de la livre sterling après une période de six semaines de convertibilité dans l'été 1947 (Burk, 1991, p. 365)¹⁵². Le dollar américain est en quelque sorte victime de son propre succès dans une Europe convalescente. La livre sterling reste tout de même importante à cette époque dans le règlement des échanges de pétrole, une part importante du Moyen-Orient étant sous influence britannique, rattachée à Londres par des accords monétaires, le plus souvent sous forme de *currency board* (Mikesell, 1948).

En 1948, les compagnies américaines disposent de 53 % de l'offre mondiale de pétrole brut, contre 44 % pour les britanniques. En revanche, la même année, les compagnies britanniques disposent de 49 % du pétrole raffiné, contre 43 % pour les compagnies américaines (Mendershausen, 1950, p. 5).

Les factures pétrolières, du fait de leur montant, et majoritairement réglées en dollar, ont posé des problèmes aux pays européens puisque elles augmentaient considérablement leur besoin de dollars US alors que la monnaie américaine était particulièrement demandée. Le gouvernement britannique a alors pris des décisions visant à économiser des dollars. Cette question importante sur le plan macroéconomique intéresse notre recherche dans la mesure où la littérature sur le sujet révèle d'une part l'attraction dont la monnaie américaine faisait déjà l'objet, d'autre part les tentatives de s'en protéger par le gouvernement britannique à l'époque, au sein de la zone sterling. Cet épisode permet d'en apprendre un peu plus sur les pratiques de facturation et de règlement dans les années qui suivirent la Seconde Guerre Mondiale.

« approximately half of Western Europe's oil in 1947 was supplied by United States-owned oil companies and thus required payment in dollars. Even oil supplied for other currencies by non-United States companies entailed substantial dollar costs due to the dominant position of the United States in petroleum equipment, technology and shipping. In short, if Europe were to meet its energy needs with imported oil, it would need dollars to pay the bill » (Painter, 1982, p. 409).

¹⁵² « The rapid drain on Britain's dollar resources during the brief period of convertibility, inaugurated on July 15, 1947, was largely a reflection of the overwhelming demand for commodities obtainable only in the dollar area » (Mikesell, 1947, p. 507-508).

L'aide du plan Marshall gérée par l'Economic Cooperation Administration (ECA) est apparue indispensable pour fournir en dollars l'Europe, afin que celle-ci achète le pétrole que leur offraient les compagnies américaines. Elle n'a toutefois pas permis d'éviter une pénurie de dollars qui a touché l'ensemble de l'Europe.

Le gouvernement britannique a décidé d'imposer le 1^{er} janvier 1950 aux entreprises britanniques l'achat de « pétrole-sterling », c'est-à-dire auprès de compagnies pétrolières qui facturaient leur pétrole en pound sterling. Cette décision s'est appuyée sur la mobilisation des compagnies britanniques, et éventuellement des compagnies américaines produisant au sein de la zone sterling et qui accepteraient ces conditions en renonçant aux règlements en dollars. Cette stratégie supposait une autonomie de la zone sterling dans l'approvisionnement en pétrole, et l'acceptation par les acteurs de la livre sterling. Le Royaume-Uni souhaitait en effet éviter l'accumulation, en dehors de sa zone, de balances sterling, considérées comme déstabilisantes pour le cours de la monnaie britannique dès lors que les compagnies américaines cherchaient par la suite à les convertir en dollar.

Très mal accueillie par les compagnies américaines, cette décision constituait selon elles une discrimination : puisqu'il leur était interdit de se faire régler en sterling en dehors de la zone sterling, elles étaient condamnées à perdre des parts de marché. La facturation en dollar du pétrole est devenue un sérieux problème pour les majors américaines, qui ont indirectement souffert de la pénurie de dollars dans le reste du monde, en particulier en Europe, à travers les directives prises par le reste du monde pour économiser le dollar. Les compagnies américaines ont demandé à pouvoir vendre du pétrole produit hors de la zone sterling en sterling. La demande ne plaisait ni aux autorités britanniques, qui souhaitaient éviter les flux déstabilisants et des sorties de livres convertibles en dollar, ni aux autorités américaines, qui préféraient créer au plus vite les conditions de la restauration de la convertibilité de la livre (Schenk, 1994, p. 11-12).

L'issue de cette situation a été un accord qui permettait tout de même aux compagnies américaines dont l'activité se situait en dehors de la zone sterling de vendre une part de leur production en livre sterling (Painter, 1984). Par exemple, l'Arabie saoudite, exploitée par des majors américaines, se faisait régler 25 % de son pétrole en livre sterling. La livre sterling a donc continué à assumer un rôle important, du moins dans le règlement des échanges (la cotation se faisant en dollar). Dans l'immédiat après-guerre, une part importante du Moyen-Orient est encore sous influence britannique. Pour les échanges de pétrole, la tendance est donc, à l'époque, à un maintien de l'usage de la livre sterling. Cela se reflète d'autant plus dans les statistiques que le pétrole produit dans la zone sterling au Moyen-Orient est destiné à être commercialisé, bien plus que celui produit par les Etats-Unis, étant donnée la hausse de la consommation de pétrole par les Etats-Unis. Ces derniers deviennent de ce fait importateurs nets en 1948. Alors que durant la seconde guerre mondiale, 85 % du pétrole des Alliés provenait des Etats-Unis,

en 1950, 85 % du pétrole consommé en Europe provenait du Moyen Orient (Mendershausen, 1950).

Dans la période de l'immédiat après-guerre, le monde est ainsi caractérisé une dualité monétaire. La coexistence de deux monnaies pendant des périodes significativement longues (car la dualité s'observe dans les années précédant la guerre) est le point sur lequel ont voulu insister Eichengreen, Chitu, et Mehl (2014) dans un récent article. On peut expliquer l'usage de deux monnaies par les réseaux intégrés dont disposaient les Britanniques d'une part, et les Américains, d'autre part. Avec Shell et BP, deux gigantesques compagnies produisant à elles-seules après la guerre près de la moitié du pétrole mondial, le Royaume-Uni avait à sa portée de quoi défendre la livre sterling, en lui associant une diplomatie active. Comme on va le voir par la suite, la vague de nationalisations dans les pays en développement puis la financiarisation du marché du pétrole vont, à leur manière, affaiblir la livre et favoriser le dollar américain, à travers la modification des comportements des acteurs du marché.

La politique restrictive décidée par le Royaume-Uni pour les échanges de pétrole en sterling reposait sur une certaine capacité de la zone sterling à s'approvisionner en pétrole originaire sa propre zone. Cette politique a été compliquée par la dépendance de certains pays aux importations américaines, qui nécessitait l'acquisition de dollars. Par ailleurs, des événements ont porté atteinte à ce plan. L'Iran était un producteur majeur du bloc sterling, mais l'élection de Mossadegh en 1951 a abouti à la nationalisation de la compagnie jusqu'alors britannique (Anglo-Iranian Oil Company). Le renversement du dirigeant nationaliste en 1953, organisé par la CIA, et la récupération privée de l'exploitation des champs de pétrole iraniens, ont été appréciés par les Britanniques – qui y ont participé -, mais cela a tout de même coûté cher à ces derniers, puisqu'ils ont dû céder aux compagnies américaines 40 % des parts dans les champs de pétrole iraniens dont ils avaient auparavant l'exclusivité. Cela a contribué à fracturer un peu plus le bloc sterling. Rapidement, le gouvernement britannique a mis un terme à la politique de restrictions et œuvré au rétablissement de la convertibilité de la livre en 1958.

La dynamique des nationalisations dans les pays en développement

À partir des années 1960, une logique de nationalisation des compagnies pétrolières s'est amorcée dans un grand nombre de pays en développement. Les grandes compagnies occidentales ont dû céder aux mesures de nationalisations entreprises par ces pays en développement, et accepter l'indépendance revendiquée par les gouvernements de ces pays.

Ces nationalisations ont été des étapes préalables à l'établissement de régimes rentiers dans la plupart des pays producteurs. Les recettes du pétrole avaient été pensées par certains leaders politiques (par exemple Nasser, en Egypte) comme un tremplin possible pour un développement industriel à travers le réinvestissement des recettes. On sait toutefois que c'est l'inverse qui s'est produit dans l'immense majorité des cas

observés, du fait des problèmes de taux de change réels surévalués – un syndrome hollandais appliqué aux pays en développement –, venant inhiber les tentatives d’industrialisation des pays exportateurs (voir l’analyse de Bresser-Pereira, 2008). En revanche, les appareils étatiques savent l’intérêt de la captation d’une rente, celle-ci étant mise au service d’un mode de régulation particulier assurant la reproduction de l’accumulation dans leur propre pays. Si les compagnies américaines ont perdu une partie de leurs participations dans des champs d’extraction au Moyen-Orient ou en Amérique latine, le gouvernement des Etats-Unis a rapidement identifié dans ces pays en quête d’indépendance politique des partenaires avec qui le dialogue serait possible, facilité par la dépendance matérielle – et bien souvent, militaire – à laquelle ces économies étaient sujettes.

Les nationalisations correspondent d’ailleurs à une logique particulière à l’époque encouragée par les Etats-Unis, qui consistait à « autoriser » le développement nationaliste des économies périphériques, afin d’éviter qu’elles soient tentées par le socialisme, quitte à admettre l’émergence de compagnies nationalisées pourtant contraires aux valeurs libérales américaines. Nous faisons ici un parallèle avec la thèse développée par Helleiner (2003), selon laquelle les Etats-Unis ont favorisé dans l’après-1945 une reconstruction nationale d’un certain nombre d’économies alliées. Cela induisait une acceptation de leur souveraineté économique et la construction d’institutions monétaires pour l’économie domestique, le dollar restant cependant le pivot des transactions internationales. Pour chacune des économies en reconstruction, l’objectif de long terme que les Etats-Unis conservaient à l’esprit restait l’ouverture aux capitaux étrangers et la pleine intégration à l’économie internationale.

Les années 1960 et surtout 1970 ont donc été caractérisées par la nationalisation, dans les pays en développement, de compagnies étrangères (Sonatrach en Algérie, Saudi Aramco en Arabie saoudite, National Oil Corporation en Libye, PDVSA au Venezuela). Tandis que les huit principales compagnies pétrolières occidentales, majoritairement privées, produisent en 1969 environ 89 % du pétrole mondial, cette part a fortement diminué, pour ne représenter, en 2008, que 12 % pour les 5 principales compagnies restantes¹⁵³. Pratt (2012, p. 149) rapporte que la compagnie américaine Exxon a vu sa production passer de 6,8 millions de barils en 1973 à 1,7 millions en 1985, à la suite de nationalisations en Libye, en Iran, en Arabie saoudite et au Venezuela. Au début des années 2000, les compagnies nationales disposaient de plus de 80 % des réserves mondiales connues de brut (Priest, 2012, p. 246).

Le changement de propriété des compagnies qui exploitent le pétrole n’a cependant pas entamé la domination du dollar. En dépit de ces modifications et du poids

¹⁵³ Le passage de 8 à 5 compagnies est le résultat des fusions qu’a connues le secteur : parmi les 8, Gulf Oil et Texaco ont été absorbées par la Socal, devenue Chevron, tandis que Esso et Socony ont fusionné pour devenir Exxon-Mobil.

important des nouvelles compagnies nationales, le dollar est resté la monnaie dominante du marché. Les nouveaux acteurs n'ont pas opéré de changement majeur dans les pratiques monétaires sur le marché du pétrole : ils se sont ralliés aux structures financières existantes qui se sont présentées à eux. La fragmentation de l'oligopole historique n'a pas abouti à une fragmentation monétaire.

Une première remarque consiste à rappeler que les Majors n'ont pas disparu, elles ont continué et continuent de jouer un rôle important, notamment dans l'acheminement du pétrole, ce qu'anticipait Rifai (1974, p. 394) : « Que le pétrole soit produit sous le régime de la concession, de la participation ou de la nationalisation, les Grandes compagnies ont de grandes chances de rester le canal privilégié pour le diriger vers les marchés de consommation ». En recourant aux grandes compagnies internationales, et notamment aux compagnies américaines, pour l'acheminement et la commercialisation du pétrole, les pays producteurs ont d'autant plus de chances d'utiliser le dollar américain. Ils ont également besoin des technologies dont disposent les grandes compagnies internationales privées.

“The private international oil companies generally have access to state-of-the-art technologies, which are less easily available to some other firms. Gaining access to the best technology for exploration, development, and production is one of the key motivations oil producing nations have for entering production-sharing agreements with the private international oil companies” (Pirog, 2007, p. 4).

À cette dépendance s'ajoute la politique étrangère américaine, qui s'est attachée à construire des relations financières spéciales avec les nations qui disposaient alors de leur pétrole. Catherine Schenk montre bien que les Etats-Unis dominent les choix de portefeuille des pays producteurs de pétrole, avant même le choc pétrolier, comme en témoigne l'accumulation de dollars dans les réserves officielles des pays producteurs : selon les années, la part du dollar est plus ou moins égale à 70 % (figure 21 ci-dessous).

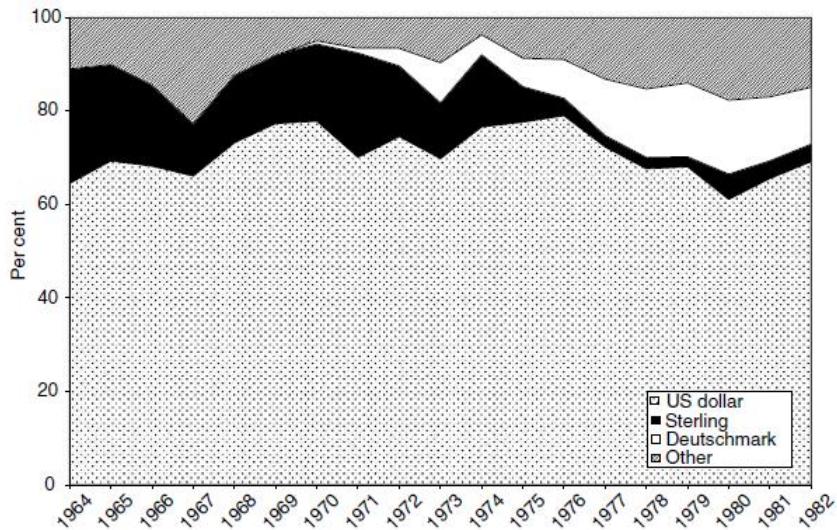
Le déclin de la livre s'est poursuivi dans les années 1960 et surtout dans les années 1970¹⁵⁴. En 1975, seulement 11,5 % des revenus pétroliers des pays producteurs étaient libellés et réglés en livres sterling, cette part passant à 5 % l'année suivante, confirmant une chute de l'usage de la livre sterling (Schenk, 2010, p. 210).

La dynamique de nationalisations a légitimement soulevé la question de la monnaie et du circuit financier qu'emprunteraient les pétrodollars. Il est désormais connu que le dollar n'a pas reculé, et a même progressé, puisque la constitution des compagnies nationales dans les pays en développement est concomitante à l'érosion du bloc sterling.

¹⁵⁴ Cette période est aussi caractérisée par le déclin de l'influence britannique dans la région du Golfe persique. En proie à des problèmes de financement, le Royaume-Uni décide de mettre un terme à sa présence militaire et de quitter le Golfe en novembre 1971, après avoir aidé à fédérer les Emirats-Arabes-Unis (Yergin, 1991, p. 566).

L'adhésion au système du dollar américain s'est présentée comme une évidence pour les pays nouvellement souverains de leur pétrole.

Figure 21 : Composition des réserves de change des pays producteurs de pétrole, 1964-1982



Source : Schenk (2010, p. 210)

Un rôle pour l'euro ?

Un troisième élément a permis de reposer la question de la monnaie de facturation du pétrole. Le lancement de la monnaie unique, nous en avons déjà discuté précédemment dans cette thèse, a suscité de nombreux espoirs au sein de la communauté des chercheurs en économie et en sciences politiques, qui ont vu en la monnaie unique un outil de rééquilibrage des puissances internationales, sinon une construction susceptible de renverser l'hégémonie du dollar.

Noreng (1999) a par exemple étudié les scénarios de passage à une facturation en euro. Son article relève les différents leviers dont dispose l'Union Economique et Monétaire, afin d'entraîner avec elle une partie du marché international du pétrole, notamment dans le Golfe persique et en Asie, car les relations commerciales de ces régions avec l'Europe sont développées. Surtout, le BRENT est influent pour le Golfe comme pour l'Asie. Si la cotation à Londres passait du dollar à l'euro, les bouleversements sur les marchés des continents asiatiques pourraient être majeurs. Avec un peu plus de recul aujourd'hui, on sait que ces scénarios sont tout à fait improbables¹⁵⁵. Noreng a tout de même reposé la question en 2008 des possibilités de passer à une facturation en euro. Les relations qu'entretiennent les pays producteurs avec les Etats-Unis sont, pour Noreng, déterminantes. L'auteur fait l'hypothèse que le rôle de l'euro pourrait être propulsé en cas d'une dégradation des relations entre les Etats-Unis et

¹⁵⁵ Quelques éléments d'explication se trouvent dans Faudot (2015).

l'Arabie saoudite, ce dernier pays disposant par conséquent d'un important levier politique.

Les économistes de l'OPEP, à l'image de Yarjani (2002), se sont également intéressés au lancement de l'euro. En observant la trajectoire de l'économie américaine, en particulier sa dette, certains membres de l'OPEP ont avancé l'idée d'un changement de monnaie de facturation, passant du dollar US à l'euro. Les pays producteurs de pétrole se sont demandés s'il était raisonnable qu'ils continuent à accumuler des dollars et des bons du trésor américain, questionnant la solvabilité des Etats-Unis. L'euro pouvait paraître intéressant car visant un marché de plus de 300 millions d'individus, largement importateur de brut. L'euro a été également pensé comme une alternative au dollar pour des pays en conflit diplomatique ouvert avec les Etats-Unis, à l'image de l'Irak de Saddam Hussein et de l'Iran avec sa bourse du pétrole (Looney, 2007).

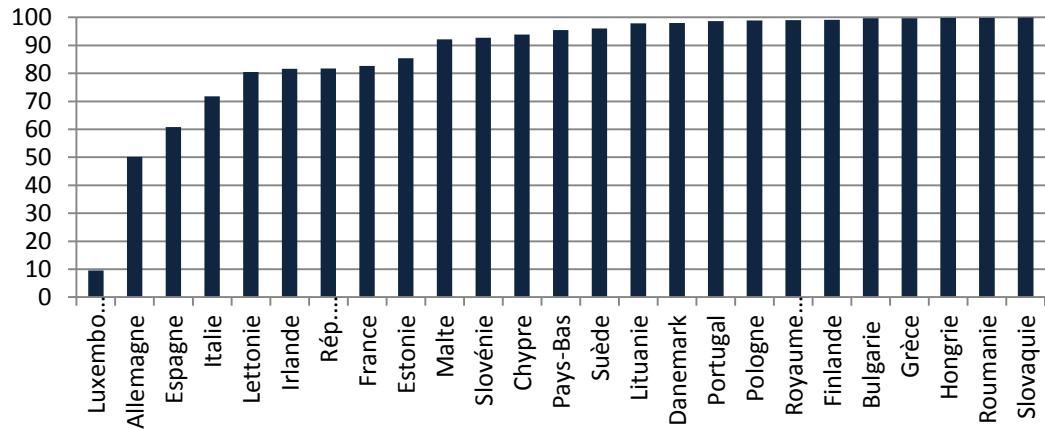
Envisager de passer à l'euro impliquait en premier lieu une phase d'observation afin de jauger la crédibilité de l'euro, préalable à tout changement de monnaie de dénomination. L'euro devait ensuite s'attendre à affronter les forces de l'inertie du dollar sur le marché¹⁵⁶.

Pour que l'euro devienne attractif auprès de l'OPEP, il devait reposer, selon Yarjani, sur l'intégration de deux producteurs européens, le Royaume-Uni et la Norvège, dans la zone euro¹⁵⁷. On sait que ces deux pays commercent effectivement avec la zone euro, mais ne l'ont pas rejoint, et ont conservé une certaine distance avec. La place de Londres, où est côté le baril de BRENT, n'a probablement pas vu d'intérêt au changement de monnaie : l'International Petroleum Exchange (IPE), devenu ICE Futures après son rachat par l'Intercontinental Exchange, a continué à effectuer ses opérations de cotations en dollar américain. En observant la facturation du pétrole en Europe (figures 22 et 23 ci-dessous), on s'aperçoit que le dollar, largement dominant, éclipse l'euro, alors même que l'Europe est un continent qui importe massivement du pétrole, et constitue ainsi un débouché important pour les exportateurs d'hydrocarbures. Près de trente années plus tôt, la France facturait plus de 93 % de son pétrole en dollar américain (Ministère de l'économie, des finances, et du budget, 1990), ce qui témoigne d'une certaine constance dans les pratiques de facturation du pétrole (en 2014, ce chiffre s'élève à un peu plus de 83 %). Ce constat est valable pour l'ensemble des pays européens.

¹⁵⁶ Un analyste de l'OPEP prévient ainsi : “one should also be aware that the dollar now benefits from its status as an incumbent currency and that the forces of entropy are expected to lend support to the US currency versus the euro. This was the case for the pound sterling long after the UK had lost its economic supremacy” (Yarjani, 2002, p. 7).

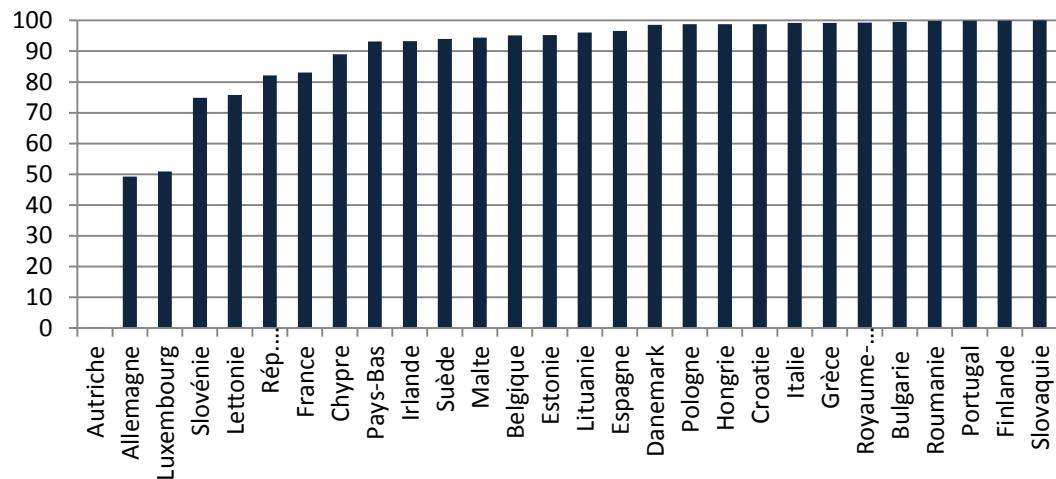
¹⁵⁷ “Of major importance to the ultimate success of the euro, in terms of oil pricing, will be if Western Europe's two major oil producers — the United Kingdom and Norway — join the single currency. Naturally, the future integration of these two countries into the euro-zone and Europe will be important considering they are the region's two major oil producers in the North Sea, which is home to the international crude oil benchmark, Brent. This might create a momentum to shift the oil pricing system to euros” (Yarjani, 2002, p. 6).

Figure 22 : Part du dollar dans la facturation des importations de pétrole, produits dérivés et produits connexes extra UE de ses Etats membres, en 2012.



Source : Eurostat. Les données pour la Belgique, la Croatie et l'Autriche ne sont pas disponibles.

Figure 23 : Part du dollar dans la facturation des importations de pétrole, produits dérivés et produits connexes extra UE de ses Etats membres, en 2014



Source : Eurostat

Les trois épisodes historiques passés en revue nous invitent à étudier plus en détail les différents facteurs qui ont joué favorablement dans l'adhésion des acteurs du marché au système dollar. La place qu'occupent les compagnies américaines dès le démarrage de l'extraction et du raffinage du pétrole est certes essentielle, mais deux facteurs viennent assoir la domination internationale du dollar : l'implication du gouvernement américain et la financiarisation du marché.

Le rôle du politique dans la facturation des contrats pétroliers

La monnaie de facturation du pétrole n'est pas uniquement déterminée par des logiques marchandes. La structure du marché et l'importance stratégique de la marchandise amènent les autorités politiques à prendre part aux décisions formant le cadre dans lequel le marché peut se tenir.

Le rôle de la diplomatie

La facturation en dollar du pétrole a été appuyée par la diplomatie américaine. L’implication des gouvernements, quels qu’ils soient, est ancienne dans le secteur du pétrole, se justifiant par les enjeux représentés par la question énergétique dans le fonctionnement des économies, que ce soit pour les transports mais aussi un grand nombre d’activités industrielles. Pour ce qui concerne l’implication des autorités américaines, dès la fin de la première guerre mondiale, les gouvernements américains vont s’intéresser à ce secteur en dehors de leurs frontières, l’approvisionnement en pétrole devenant alors une préoccupation stratégique de premier plan pour le gouvernement.

« At the end of the World War I the American Government grew alarmed lest American oil supplies would soon fail to meet our needs and we should become vitally dependent on outside world » (Feis, 1950, p. 49-50).

Cette préoccupation s’est accompagnée d’initiatives fortes des gouvernements, afin d’assurer l’approvisionnement énergétique. Le xx^e siècle a donc vu se dérouler de nombreux conflits ouverts ou larvés qui coïncident avec des enjeux pétroliers. La seconde guerre mondiale a modifié en profondeur la configuration du marché. La première zone de production était aux Etats-Unis avant la guerre. Désormais, elle se situe au Moyen-Orient. A partir de 1948, les Etats-Unis deviennent un pays importateur de pétrole. Le caractère stratégique du pétrole s’accentue alors davantage. Dans quelle mesure la facturation du pétrole s’en trouve affectée ? Elle se trouve impactée par l’implication des Etats-Unis dans les affaires pétrolières internationales.

Arrêtons-nous sur l’actuel premier exportateur de pétrole au monde. Britanniques et Américains ont courtisé le roi d’Arabie saoudite, Ibn Saoud, à travers de nombreux prêts (*lend-lease*). Les Britanniques ne parvenant pas à gagner les faveurs du roi, tout en déplorant que la monarchie saoudienne dépensait sans retenue l’intégralité des sommes versées, ceux-ci ont abandonné le projet de faire rentrer l’Arabie saoudite dans leur zone d’influence. L’Arabie saoudite, en revanche, est restée largement sous perfusion des financements américains, la diplomatie américaine restant soucieuse de maintenir des relations cordiales avec Ibn Saoud. Alors que la fondation du royaume a été largement aidée par les Américains, durant la guerre et les années qui ont suivi, les prêts américains ont financé des projets saoudiens divers, le pétrole servant le plus souvent de collatéral.

Le rôle de la diplomatie dans le choix de la monnaie de facturation est plus évident encore si l’on s’intéresse à un événement extrêmement important, survenu en 1974. La déclaration prolongeant la « relation spéciale » – expression utilisée pour désigner la relation qui unit Washington à Riyad –, publiée par Kissinger (1974) fait essentiellement référence à des projets d’investissement et de développement entre les deux pays.

« Le volet financier de l'accord est évoqué en une phrase. Quant au mot « pétrole », il n'apparaît pas une seule fois dans le texte. Pourtant, il s'agit bel et bien d'inciter l'Arabie saoudite à réinvestir dans les banques et les grandes compagnies américaines les pétrodollars générés par l'Aramco, dont Exxon reste l'un des actionnaires principaux aux côtés de la maison des Saoud » (Auzanneau, 2015, p. 409).

L'accord obtenu par Jack Benett – du Trésor américain – et Henry Kissinger vise à s'assurer que les pétrodollars circulent dans le système financier américain, réinvestis pour l'essentiel dans des certificats de dépôts dans des banques privées et dans des bons du trésor américain. Pour Auzanneau (2015, p. 410), l'accord a fait de l'or noir « la plus robuste monture du dollar », après la fin de la convertibilité du dollar en or en 1971.

Les régimes de change

Un enjeu important des relations diplomatiques américaines a été de remporter l'adhésion des pays exportateurs de pétrole au dollar par un ancrage officiel de change. Aujourd'hui, la majorité des pays exportateurs de brut sont ancrés au dollar. Il n'en a pas toujours été ainsi. Bien que l'Arabie saoudite représentait un allié fidèle des États-Unis, à la sortie de la seconde guerre mondiale, une partie importante du Moyen-Orient était encore sous influence britannique, c'est-à-dire dans la zone sterling (ou dans sa proche périphérie). C'était le cas du Bahreïn, du Qatar, du Koweït, de l'Irak, et de l'Iran. L'appartenance à un bloc monétaire est largement dictée par des considérations politiques. Les conséquences dans les pratiques de facturation et de règlement sont cependant majeures.

Mentionné par les macroéconomistes (voir la partie précédente, section II. 1]) en tant qu'élément déterminant dans le choix de monnaie de facturation par les producteurs du pays, le régime de change des pays producteurs et exportateurs de pétrole mérite une certaine attention, dans la mesure où, pour nombre d'entre eux, le dollar est la monnaie d'ancrage de leur propre monnaie nationale.

Les compagnies pétrolières (compagnies nationales ou compagnies internationales privées) sont souvent favorables à un ancrage de la monnaie nationale au dollar dans la mesure où malgré des recettes réalisées dans une devise clé, une partie de leurs coûts est libellée en monnaie nationale (les salaires des travailleurs, une partie des investissements). Avec l'ancrage, la stabilisation des recettes face au risque de *currency mismatches*, qui nécessite de contracter des assurances, n'est plus une préoccupation majeure pour les producteurs nationaux, tandis que la charge de la stabilisation (et son coût) est transférée aux autorités monétaires. Le fait que les autorités monétaires ancrent la monnaie nationale crée des passerelles supplémentaires avec la monnaie ancre. Ces passerelles renforcent les incitations des entreprises à avoir leur propre trésorerie dans la monnaie d'ancrage. C'est la raison pour laquelle l'appartenance à un bloc monétaire, comme cela a été le cas de la zone sterling et de la zone franc, incite les producteurs à

utiliser la monnaie de la zone – quand ils n'y sont pas tout simplement contraints par des règles formelles.

Les « blocs » monétaires concurrents au dollar ont logiquement représenté un obstacle au dollar américain, façonnant une intégration commerciale et financière pour l'essentiel hors du système du dollar¹⁵⁸. C'est une des raisons qui ont poussé les États-Unis à exiger le démantèlement du système de la préférence impériale et à viser le retour le plus rapide possible de la convertibilité de la livre sterling. Une fois celle-ci effective, les Etats-Unis ont attiré vers un ancrage au dollar un grand nombre d'exportateurs d'hydrocarbures. Par ailleurs, pour les pays exportateurs de pétrole, l'ancrage au dollar signifie que la défense de la parité passe par l'accumulation de dollars dans les réserves de change en prévision d'éventuelles interventions sur les marchés des changes. L'ancrage au dollar offre une justification supplémentaire aux pétrodollars.

La décision d'ancrer la monnaie nationale à une devise comme le dollar, la livre sterling, ou l'euro, est une décision qui revient aux politiques. Ceux-ci tiennent compte de la structure de leur économie et de ses relations financières et commerciales, mais la décision d'ancrage n'est pas neutre et contribue elle-même à façonner les relations économiques du pays. Par une politique d'ancrage, le gouvernement ne fait pas simplement qu'acter une situation déjà largement présente de facto à travers l'existence répandue de trésorerie dans la monnaie clé parmi les entreprises exportatrices, celle-ci étant de fait ancrées au dollar de manière privée et décentralisée. Passer d'un ancrage privé – des firmes qui maintiennent une trésorerie en dollar tout en assurant la stabilité de leurs opérations par des contrats assurantiels – à un ancrage public assuré par les autorités monétaires correspond à un processus d'institutionnalisation auquel prennent part le gouvernement ainsi que des autorités politiques extérieures, ce qui justifie que l'ancrage soit considéré dans sa dimension politique.

On observe ainsi que les régimes qui autrefois étaient sous influence britannique, dans la zone sterling, ont modifié leur ancrage au début des années 1970. Le Qatar illustre ce changement (figure 24), intervenu en 1971, année où les Britanniques mettent un terme à leur présence militaire dans le Golfe. Avec l'instabilité du début des années 1970, la plupart des pays exportateurs de pétrole de l'époque sont décidés à « entreprendre des interventions considérables pour maintenir une relation stable vis-à-vis du dollar » : Iran, Irak, Venezuela, Arabie saoudite ou encore l'Egypte (Economic Report of the President, 1974, p. 197).

¹⁵⁸ Comme l'écrit Raymond Mikesell, un ancien cadre de la Réserve Fédérale, “As a member of a particular bloc each country must subordinate its particular economic advantage and adopt its monetary and trade policies with reference to the currency bloc of which it is a member” (Mikesell, 1945, p. 575).

Figure 24 : Evolution du régime de change du Qatar durant la seconde moitié du XX^e siècle

Period	Currency in circulation	Nominal anchor	National currency per Pound Sterling/SDRs/USD
Prior to June 1966	Indian Rupee & Gulf Rupee	Sterling Pound	
June- Sept. 1966	Saudi Riyal		
Sept. 1966	Qatar-Dubai	Sterling	13.33
Nov. 1967	Riyal	Pound	
Nov. 1967	Qatar-Dubai	Sterling	11.76
Aug. 1971	Riyal	Pound	
Aug. 1971	Qatar-Dubai	USD	Par value against gold at
May 1973	Riyal		0.186621g of fine gold
May 1973	Qatari	USD	„
March 1975	Riyal		
March 1975	Qatari	SDRs	4.7619±2.25%
Jan. 1976	Riyal		
Jan. 1976	Qatari	SDRs	4.7619±7.25%
July 1980	Riyal		
July 1980	Qatar	USD	3.64
Present	Riyal		

Source: Department of Research and Monetary Policy, Qatar Central Bank.

SDRs: Special Drawing Rights; USD: US dollar.

Source : Alkhater et Basher (2015)

Il arrive parfois que la structure des échanges et/ou les besoins de l'économie rentrent même en contradiction avec l'ancrage. Par exemple l'économie saoudienne a souffert, depuis les années 1990, de son ancrage au dollar : en période de prix du pétrole bas, le taux de change du dollar est généralement plus élevé¹⁵⁹. L'Arabie saoudite doit dans ce cas maintenir la parité en augmentant ses taux directeurs, alors que l'économie est déjà affaiblie sur le plan macroéconomique par la baisse du prix du pétrole. C'est une forme de « double peine » (Setser, 2007). A l'inverse, lorsque le prix du baril est élevé, les autorités monétaires saoudiennes doivent baisser leurs taux directeurs pour rester alignés avec un dollar US tendanciellement faible, ce qui rend le crédit moins cher et alimente une surchauffe de l'économie déjà favorisée par des recettes pétrolières abondantes. Cette contradiction est levée quand est prise en compte la relation de dépendance matérielle et militaire dans laquelle se trouvent bien souvent les pays rentiers : les gouvernements sont incités à choisir la poursuite d'un ancrage pour favoriser une intégration économique et politique avec l'économie-ancre, même si cette intégration est tout à fait asymétrique.

En étant une contrainte majeure sur la politique monétaire, et en favorisant une certaine intégration productive et commerciale, la décision d'ancrage doit être comprise

¹⁵⁹ Nous faisons l'hypothèse d'une corrélation négative entre le taux de change du dollar (au certain) et le cours du baril de pétrole, hypothèse appuyée par les faits depuis au moins 25 ans.

comme un enjeu politique, sur le plan domestique et international. L'ancrage au dollar choisi par de nombreux pays exportateurs de brut est de toute évidence une mesure qui a pour premier objectif de stabiliser les comptes nationaux qui dépendent de la rente pétrolière. Cependant, une des conséquences majeures de ce choix est de pérenniser le statut du dollar.

L'OPEP, et la continuité du dollar

En se plaçant non pas du point de vue des compagnies productrices de pétrole mais seulement de la monnaie utilisée dans les échanges de pétrole, l'OPEP a non seulement assuré la continuité de l'usage du dollar auparavant déjà dominant, l'organisation a même été une tribune pour asseoir sa domination. De quelle manière ? Si les Etats-Unis entretiennent des relations diplomatiques actives avec la plupart des pays membres de l'OPEP, le principal producteur dispose de relations privilégiées avec les Etats-Unis : l'Arabie saoudite a ainsi été le relai de la diplomatie américaine au sein de l'OPEP. La monarchie a mené une campagne active au sein de l'organisation afin de faire du dollar US la monnaie de facturation et de règlement. Le dollar était déjà la monnaie dominante des transactions de la plupart des pays membres, la livre sterling étant de moins en moins appréciée des pays de la zone sterling. Par ailleurs, le poids de l'Arabie saoudite (premier producteur au monde avec plus de 20 % de la production mondiale) est décisif. En 1974, l'Arabie saoudite annonce qu'elle met un terme à sa politique d'accepter à hauteur de 25 % de son pétrole le règlement en livre sterling – politique héritée des années 1950 – ce qui signifie que les paiements se feront dès lors intégralement en dollar (Schenk, 2010, p. 353). En 1975, l'OPEP annonce à son tour que son pétrole sera facturé en dollar (Momaní, 2008). Pour Alnasrawi, l'Arabie saoudite a été un canal décisif au sein de l'organisation pour faire admettre par l'ensemble de ses membres ce principe, qui restera constant jusqu'à nos jours, malgré des interrogations soulevées par les fluctuations du dollar.

“The Saudis threatened other oil-producing countries that they would expand their output and take market shares from them if they failed to acquiesce in Saudi pricing policies” (Alnasrawi, 1984, p. 4).

Les relations de créditeurs/débiteurs qui se sont développés entre l'OPEP et les Etats-Unis ont renforcé leurs interdépendances. Les pays de l'OPEP se sont liés au dollar. Une fois leur richesse établie dans la monnaie américaine, leurs intérêts ont convergé, dans le même sens que ceux des Etats-Unis, dans la direction de sa pérennisation. Depuis, l'OPEP forme en quelque sorte un pan stratégique du bloc dollar.

Ceci a été favorisé par les autorités américaines elles-mêmes. Desaï (2013) rappelle que les autorités américaines ont adapté leur législation et leur structure financière pour organiser le drainage des petrodollars au moment où se déclenchaient le

choc pétrolier¹⁶⁰. Alors que de nombreux pays développés prennent des mesures de restrictions financières et de contrôles pour faire face aux flux financiers déstabilisants suite au choc pétrolier (France et Allemagne par exemple), les Etats-Unis réforment leur système financier pour s'adapter aux besoins de l'économie internationale : le 26 décembre 1973, le plafond qui s'applique pour les prêts et les investissements étrangers est augmenté (Economic Report of the President, 1974, p. 199). Les assouplissements s'accentuent dès le début de 1974, avec notamment la suspension du contrôle sur les crédits en dollar à l'étranger, et la fin de l'*Interest Equalization Tax*, celle-ci faisant partie des mesures visant à restreindre les crédits en dollar octroyés aux non-résidents, mises en place par Lyndon Johnson en 1963. L'OPEP a ainsi suivi logiquement la voie du dollar, encouragée par un système financier américain qui lui tendait les bras.

Les éléments analysés appuient ici l'hypothèse que le choix du dollar dans la facturation du pétrole est dans une importante mesure guidé par des déterminants politiques. Cela passe par divers canaux, comme le rattachement du pays producteur à un ancrage officiel de taux de change, ou des pressions exercées par la diplomatie américaine sur les gouvernements des pays producteurs.

Des conséquences toujours actuelles

La question du recyclage des factures pétrolières est toujours d'actualité. La principale conséquence de la domination du dollar sur le marché du pétrole a été de générer des flux importants de dollars vers les économies exportatrices de brut. Lorsque le prix du baril est élevé, les économies exportatrices sont incapables d'absorber l'ensemble des recettes (malgré des dépenses publiques souvent importantes et tendanciellement croissantes). Il en résulte des surplus en dollars qui sont réinjectés dans l'économie mondiale – en fait, les économies de l'OCDE – pour s'investir principalement dans des actifs liquides. Ce recyclage a attiré l'attention principalement dans les années 1970, à la suite des deux chocs pétroliers qui ont donné naissance au terme de pétrodollars. Les flux de pétrodollars se sont tournés essentiellement vers des bons du trésor en dollars, de telle sorte « qu'à la fin de 1981 le stock de titres publics américains détenus par l'OPEP atteignait près de 35 milliards de dollars » (Aroyo et Fouet, 1985, p. 71). Qu'en est-il aujourd'hui ? L'Arabie saoudite conserve une capacité d'influence majeure au sein de l'organisation. L'OPEP représentait tout de même 40,3 % du marché mondial en 2013 (voir Xerfi, 2015, p. 29), et aucun de ces pays n'a modifié ses choix de monnaies de facturation.

¹⁶⁰ «The Nixon Administration lifted recently imposed capital controls – the Interest Equalization Tax, restrictions on US foreign direct investment (FDI) abroad, and limitations on foreign lending by US financial institutions to facilitate the new financial arrangements with OPEC» (Desai, 2013, p. 123).

S'ils ne font plus l'objet d'autant d'attention que ce fut le cas dans les années 1970 et 1980, les pétrodollars continuent d'être un important enjeu dans les circuits financiers internationaux. Dans un rapport publié en septembre 2015, Smith et Nugée (2015) rassemblent les principaux détenteurs de réserves de change (en 2014) dans un tableau. Celui-ci permet de constater que les pays producteurs de pétrole détiennent toujours des montants considérables de réserves de change. Si les deux premiers pays du tableau n'en sont pas (la Chine et le Japon), les producteurs de brut sont tout de même bien placés : l'Arabie saoudite (3^e, 718,9 milliards de dollars), la Russie (8^e, 327,7 milliards), l'Algérie (12^e, 177,4 milliards), la Libye (18^e, 86,3 milliards), les Emirats Arabes Unis (20^e, 77,2 milliards), l'Iraq (25^e avec 61,9 milliards)¹⁶¹. Dans ces réserves, le dollar est largement dominant.

Un rôle du gouvernement à nuancer

Si le rôle des interventions politiques a bien été majeur pour affirmer le dollar comme monnaie de facturation du marché du pétrole, il doit être cependant rappelé les tentatives manquées de changer de monnaie pour facturer les exportations de pétrole, objectif exprimé par un certain nombre de gouvernements, particulièrement dans les années 2000.

Que l'on s'intéresse à l'Iraq, l'Iran, ou la Russie, ces pays offrent des exemples de contestations manquées sur le marché du pétrole, malgré un soutien actif de leur gouvernement respectif. L'Iran a été à l'initiative d'une contestation du dollar, notamment au sein de l'OPEP, mais sans y parvenir réellement (Looney, 2007). En 2007, le président iranien Mahmoud Ahmadinejad a ainsi invité les autres économies à abandonner le dollar pour la facturation et le règlement du pétrole, qualifiant celui-ci de « morceau de papier sans valeur »¹⁶². Toutefois, ni lui ni le dirigeant vénézuélien Hugo Chavez, qui partageait son hostilité pour le dollar, ne seront parvenus au résultat escompté.

Non membre de l'OPEP, la Russie est cependant un exportateur de brut, le deuxième mondial, et l'on sait le président Poutine particulièrement pressé de s'éloigner du dollar, de nombreuses déclarations allant dans ce sens (Johnson, 2013). Comment les pratiques de règlement des échanges ont évolué dans la période accompagnant les tensions, puis les sanctions du G7 à l'encontre de la Russie ? Les données étudiées ici, publiées au début de l'année 2016 par la banque centrale russe, permettent de proposer quelques éléments de réponse. Globalement, la Russie affiche une baisse de l'usage du

¹⁶¹ Pour chacun de ces pays, la chute du pétrole survenue lors de l'été 2014, avec un cours durablement bas – toujours inférieur à 50 dollars pour un baril de BRENT au début de l'été 2016 – a réduit le montant des réserves, utilisées pour défendre les parités des régimes de change ou bien pour la consolidation budgétaire.

¹⁶² La déclaration est disponible dans de nombreux articles de presse accessibles par internet. Par exemple : http://www.nbcnews.com/id/21870271/ns/business-world_business/t/iran-president-calls-us-dollar-worthless/#.V0IbJ-TQCzE

dollar US dans ses échanges, bien que cela ne transparaîsse que dans ses exportations (tableau 5), pour lesquelles le dollar passe de 79,6 % des règlements à 68,6 %. Le dollar libelle tout de même encore plus des deux tiers des exportations russes, malgré les discours offensifs tenus par le Kremlin.

Tableau 5 : Monnaies de règlement des exportations et importations de la Russie, part en %, 2013-2016

	Exportations			Importations		
	2013	2015	2016*	2013	2015	2016*
Russian Ruble	10,2%	12,5%	14,5%	28,0%	27,9%	28,0%
US Dollar	79,6%	72,8%	68,6%	40,6%	41,4%	38,0%
Euro	9,1%	13,1%	14,9%	29,9%	28,3%	31,4%
Other	1,1%	1,6%	2,0%	1,5%	2,3%	2,6%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Banque centrale de la Fédération de Russie¹⁶³ *Pour 2016, les données portent sur le premier semestre seulement.

Par ailleurs, la dédollarisation est étrangement absente des statistiques des échanges entre la Russie et la Chine. L'accord du 7 septembre 2012 signé par les deux pays, qui prévoit la possibilité de régler la facture des hydrocarbures russes dans d'autres monnaies que le dollar américain, n'aura cependant pas abouti à un changement dans la monnaie effectivement utilisée. Les données de la Banque de Russie montrent que contrairement aux annonces régulièrement diffusées sur des sites d'informations russes, selon lesquelles Chine et Russie s'entendent pour régler les factures énergétiques dans leur propre monnaie en contournant le dollar, l'usage de la monnaie américaine n'a pas diminué, et reste extrêmement élevé pour les exportations russes (près de 85 % au milieu de l'année 2016). Nous sommes tentés d'expliquer ce chiffre en grande partie par le manque de crédibilité et de stabilité du rouble, dont les fluctuations sont extrêmement gênantes pour la dénomination du pétrole. Or d'après les données de la base WITS (Banque Mondiale), dans les exportations russes à destination de la Chine, les matières premières sont extrêmement majoritaires, représentant plus de 80 % (70 % pour les seules hydrocarbures).

Pour chacun des producteurs de pétrole que nous avons évoqués, les échecs rencontrés dans l'entreprise de dédollarisation peuvent s'expliquer par la peur qu'inspire le contournement du dollar aux différents acteurs situés en aval, effectivement impliqués dans les échanges, et soucieux de ne pas se mettre à dos les autorités américaines. Ceux-ci souhaitent par-dessus tout éviter de figurer dans « l'axe du mal » et dans la liste des

¹⁶³ Les données qui sont rapportées les tableaux 5 et 6 sont disponibles sur le site de la Banque centrale de la Fédération de Russie à l'adresse suivante : <http://www.cbr.ru/Eng/statistics/?PrtId=svs>

institutions infréquentables établie par l'OFAC¹⁶⁴. La crainte des risques de change qui pèsent sur les alternatives proposées au dollar peuvent également dissuader les potentiels contestataires, celles-ci pouvant être considérables. Les monnaies instables par rapport à celle qui sert d'étalon font redouter des pertes liées aux variations de change. Ces arguments nous ramènent à des conclusions désormais familières : une monnaie ne peut contester une monnaie hégémonique sans disposer de fondations alternatives solides, à la fois politiques et institutionnelles. Autrement, la contestation, même appuyée par un gouvernement légitime, se heurte en pratique à une résilience des préférences des acteurs, qui persistent à se tourner vers le dollar. Ces échecs trouvent aussi une explication dans le fonctionnement pratique du marché du pétrole, qui s'apparente désormais dans une très large mesure à un marché d'actifs financiers.

Tableau 6 : Monnaies de règlement des échanges de la Russie avec la Chine, 2013-2016

	Exportations			Importations		
	2013	2015	2016*	2013	2015	2016*
Russian Ruble	1,2%	1,9%	5,8%	3,9%	2,8%	2,3%
US Dollar	96,2%	94,2%	84,9%	90,1%	84,6%	78,7%
Euro	0,9%	2,2%	3,9%	3,8%	3,1%	6,0%
Other	1,7%	1,7%	5,4%	2,2%	9,5%	13,0%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Banque centrale de la Fédération de Russie. *Pour 2016, les données portent sur le premier semestre seulement.

L'aspect financier du marché du pétrole

Un aspect extrêmement important des marchés de matières premières en général et du marché du pétrole en particulier, est l'influence que jouent les marchés financiers sur sa dynamique. Depuis les années 1980, la financiarisation a profondément modifié le fonctionnement d'un marché, qui, jusqu'alors, a fonctionné généralement sur un mode intégré, les mêmes firmes contrôlant l'ensemble des activités, de l'extraction jusqu'à la commercialisation. Dans l'introduction de cette section, nous avons parlé de « prépondérance des marchés financiers » dans le fonctionnement actuel du marché du pétrole. Le terme de prépondérance est approprié : Smith (2009) estime que seulement 2 % des transactions pétrolières aboutissent à une livraison réelle de pétrole. Le reste correspond à un vaste marché d'option et de contrats à termes, qui se présentent aux acteurs comme des produits assurantiels.

¹⁶⁴ *Office of Foreign Assets Control*. Il s'agit d'une organisation gouvernementale américaine chargée d'établir des règles, notamment des interdictions, ainsi que les contrôles appropriés, pour les usagers du système financier américain.

Entre assurance et spéculation

Le besoin d'assurance peut être compris comme une nécessité dans le cadre des activités pétrolières. Comme nous l'avons brièvement évoqué plus haut, le secteur du pétrole est caractérisé par une forte inélasticité de l'offre et de la demande. L'inélasticité de la demande est due à l'importance que revêt le pétrole dans les processus industriels et dans les modes de transports qui se sont surtout développés au XX^e siècle. Cette dépendance se manifeste par une consommation persistante, en dépit des variations de prix parfois brutales. Au demeurant, on retrouve ce phénomène avec les matières premières en général : les quantités demandées sur le marché vont varier beaucoup plus faiblement que les prix, ce qui correspond à la loi de King (Roux, 2013). L'inélasticité de l'offre s'impose aux producteurs du fait de la difficulté d'ajustement rapide de l'offre¹⁶⁵. Les activités d'extraction et de raffinage sont d'abord coûteuses et longues à mettre en œuvre. Les champs de pétrole ne sont pas tous connus, et surtout, le pétrole est une ressource fossile, non renouvelable. L'offre est donc intrinsèquement inélastique.

Les inélasticités de l'offre et de la demande aboutissent à une instabilité endogène du marché du pétrole. Le moindre choc, sur l'offre ou sur la demande, génère d'importantes variations de prix, à la hausse ou à la baisse (Smith, 2009). Il se reflète dans les statistiques du commerce mondial (tableau 7 ci-dessous).

Tableau 7 : Variations annuelles des prix, moyenne mondiale (en pourcentages)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Pétrole brut	41.3	20.4	10.7	36.4	-36.3	28.0	31.4	1.0	-0.9
Produits Manufacturés	2.5	3.4	7.5	4.9	-5.6	1.9	10.3	-2.2	1.7

Source : CNUCED (2011 ; 2014)

Notre hypothèse est que l'instabilité du fonctionnement actuel du marché du pétrole nous invite à étudier plus en détail la capacité du système financier international à proposer des réponses à cette instabilité, et à favoriser l'inertie du dollar.

Rappelons en quelques lignes l'organisation du marché. La forme actuelle du marché s'est imposée au cours d'un processus que Razavi (1989), dans un rapport ancien mais très clair, décrit en quatre étapes. Le marché spot était, jusque dans les années 1960, réduit à un rôle résiduel. L'essentiel du pétrole restait dans le circuit intégré des grandes compagnies qui avaient leurs propres capacités de raffinage. Le pétrole était vendu au moyen de contrats à terme, le prix fixé à l'avance. L'avantage qu'en retiraient chacune

¹⁶⁵ Le seul acteur considéré comme élastique est l'Arabie saoudite, qualifiée de *swing producer*, de par sa capacité à ajuster à la hausse (éventuellement à la baisse) sa production, en réponse à des pénuries ponctuelles de pétrole, provoquées par exemple par des conflits (Irak, Libye), ou pour se substituer à un producteur exclu du marché pour cause de sanctions internationales (cas de l'Iran en 2012), afin d'éviter des chocs brutaux sur les prix.

des parties était la stabilité, les producteurs pouvant anticiper leurs recettes à venir. Le marché *spot* servait à écouler le pétrole resté hors de cette espace relativement clos et stable. La seconde étape survient après le premier choc pétrolier. Le marché *spot* a un rôle non plus résiduel, mais marginal. Il commence à servir d'indicateur révélateur des conditions du marché. La troisième étape est identifiée par Razavi (1989, p. 4) comme démarrant en 1983, alors que les contrats *spots* vont désormais dominer le marché. L'excès des capacités des raffineries poussent celles-ci à se concurrencer et à se rendre sur le marché *spot*, pour obtenir puis revendre des barils à des prix qui leur permettent à peine de couvrir leurs coûts (le baril marginal).

Le processus de financiarisation se développe avec la quatrième étape, qui est celle de la relation de complémentarité entre marché *spot* et marché *futures*. Tandis que le marché *spot* est « un réseau mondial de contacts » réalisant des ventes et des achats de pétroles et de produits pétroliers, le marché des *futures* le complète en permettant efficacement le transfert du risque et la découverte du prix.

A noter que le contexte a été favorable pour que les *futures* soient effectivement un succès. La libéralisation du marché du pétrole et du gaz décrétée par l'administration Reagan en février 1981 a favorisé une instabilité des prix qui a elle-même eu comme réponse des marchés une adhésion à la seconde génération de *futures* sur le marché du pétrole. Cela a forgé un lien fort entre les prix américains et la volatilité des prix internationaux (Razavi, 1989, p. 62). L'instabilité qui s'est poursuivie dans les années 1980 a joué dans le même sens en faveur du succès des nouvelles plateformes de trading.

Bien avant l'apparition des *futures*, des contrats à termes existaient depuis le XIX^e siècle, sinon plus tôt : aux Etats-Unis, particulièrement dans le milieu agricole, l'activité n'a été soutenable que parce qu'elle reposait sur les contrats à termes (*forward*), qui permettaient, comme on l'a dit, la stabilisation des revenus des paysans. Les contrats à termes sont des contrats qui stabilisent le marché, et l'agent qui fournit l'assurance supporte le risque, soit les gains et les pertes associées au risque.

La principale différence entre les *forward* et les *futures* se trouve dans le fait que ces derniers sont standardisés en tenant compte de la quantité, la qualité, et la localisation de l'échange. Le contrat *futures* permet la liquidité, particulièrement par le fait que le marché de ces titres transférables a recours à des chambres de compensation (*clearinghouses*). Les nouvelles structures du marché du pétrole se sont également dotées d'institutions régulatrices, venant compléter l'architecture d'ensemble. La *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) a été créée en 1974 pour superviser les marchés de

futures¹⁶⁶. En effet, le premier contrat *futures* pétrolier est lancé la même année à New York.

Au travers de ce processus, le pétrole est devenu un actif extrêmement liquide, intégré à la globalisation financière qui lui est contemporaine¹⁶⁷. Le caractère standard des *futures* rend cependant nécessaires des plateformes centralisatrices pour réaliser les échanges et des benchmarks, c'est-à-dire des *futures* de référence. Le NYMEX, dont la fondation remonte à 1872, devient le premier marché de *futures* au monde. Le *benchmark* qui domine les *futures* du NYMEX est le WTI. A Londres, sur l'*International Petroleum Exchange*, fondé en 1981, l'unité de compte dans laquelle sont exprimés les contrats n'est pas la livre sterling, mais bien le dollar. Le premier contrat de type *futures* lancé la même année sur la plateforme londonienne était libellé en dollar. Sur l'IPE, le *benchmark* est le BRENT.

Les options se sont également ajoutées à la liste des instruments financiers utilisés dans le commerce du pétrole, avec là aussi une avance dont bénéficie l'économie américaine. En 1973, le Chicago Board Options Exchange est fondé pour organiser les échanges d'options, celles-ci ayant également connu de manière croissante une standardisation – ce qui constitue en fait la principale nouveauté – afin d'augmenter leur volume et leur liquidité.

Les marchés internationaux du pétrole dans leur forme financière moderne ont dès le départ été associés au dollar américain, avec des institutions de supervision de ces transactions, et des plateformes en dollar situées aux Etats-Unis, mais aussi dans des places financières offshores comme à Londres ou à Dubaï. Les principaux producteurs ont adhéré progressivement à ce système, et en ont adopté les usages. L'OPEP, dont les pays membres sont surtout préoccupés par la stabilisation de leurs recettes, s'est calquée sur les standards des places financières qui n'utilisent que le dollar. Comme Yarjani (2002, p. 6) l'explique, la formation du prix du baril de l'OPEP découle de l'usage de formules complexes, elles-mêmes dérivées de prix de référence comme le BRENT et le WTI, de telle sorte que l'organisation ne peut envisager de passer à une autre monnaie de manière unilatérale et sans qu'une place financière majeure (qui opère jusque-là en dollar US) l'ait décidé préalablement.

¹⁶⁶ « CFTC has been charted by Congress to license futures exchanges, to approve the terms and conditions of any futures contract before it is introduced on an exchange, and to monitor the implementation of commodity regulations on all US exchanges » (Razavi, 1989, p. 65).

¹⁶⁷ Pour de nombreux auteurs, les marchés de matières premières sont devenus un compartiment des marchés financiers, avec toutes les implications en termes de pratiques spéculatives. Randall Wray écrit par exemple « Further, commodities merely represent the latest asset class identified by money manager capitalism as ripe for financialization » (Wray, 2008, p. 9).

A travers ce bref exposé, on comprend que les marchés financiers influencent la formation du prix du pétrole, mais pas seulement le niveau du prix. Les marchés financiers influencent aussi l'unité dans laquelle le prix est exprimé. La financiarisation des marchés de matières premières amène les acteurs à considérer le pétrole comme un actif financier. Cependant, les agents présents sur le marché se trouvent dans le besoin de produits assurantiels, que seuls certains marchés sont susceptibles de proposer, dans un nombre limité de monnaies.

De toute évidence, dans un contexte aussi précaire, l'unanimité des acteurs quant à la monnaie utilisée sur le marché devient une nécessité. Si la livre sterling a certes été remplacée par le dollar américain du fait de la fin des relations privilégiées qu'entretenait le Royaume-Uni avec de nombreux pays du Moyen-Orient, et parce que le dollar s'est imposé au sein de l'OPEP, c'est aussi une conséquence de la tendance à la financiarisation du marché du pétrole, qui a polarisé les acteurs autour du dollar, unité de compte dans laquelle s'expriment les contrats. Le dollar est ainsi compris comme l'unité de compte la plus transparente.

« The multiplicity of transactions and the exclusive use of the US dollar in setting prices and margins ensure a transparent and efficient crude oil market, with means for arbitrage between short-term and long-term risk » (Noreng, 2008, p. 16).

L'argument selon lequel la structure financière influence le choix de monnaie est en fait une hypothèse déjà présente dans les travaux de Grassman (1973), qui affirme que la spécialisation en produit primaire oriente les pays en développement vers une facturation dans la monnaie véhiculaire, principalement le dollar. L'argument est également présent dans l'ouvrage de Ronald McKinnon (1979, p. 83-88) : la classification en deux types de biens, l'un sans différenciation et l'autre avec une différenciation (les biens « hétérogènes »), conduit à la même conclusion ; les biens homogènes tels que les matières premières sont facturés généralement dans la monnaie véhiculaire internationale, le dollar US, en partie parce que des marchés financiers existent pour se protéger contre le risque de fluctuations des prix. La prise en compte de l'existence de couverture financière dans le choix de la monnaie de facturation est aujourd'hui démontrée par des travaux empiriques. Les firmes les plus importantes, qui ont les moyens de se couvrir sur les marchés financiers, sont celles qui ont le plus de chances de facturer en dollar américain (voir par exemple l'étude de Martin et Méjean, 2012, basée sur un questionnaire envoyé à des entreprises).

Cette hypothèse renverse dans une certaine mesure l'argument selon lequel les transactions de pétrole représentent des montants si importants qu'elles sont au cœur des externalités de réseaux et de l'attraction du dollar. La relation de causalité s'inverse. Le choix de monnaie sur le marché du pétrole peut être pensé comme satellitaire d'un ensemble financier beaucoup plus vaste.

Marché du pétrole, finance, et mimétisme des acteurs

Outre l'usage croissant de produits financiers de couverture, la financialisation des matières premières renforce la tendance au mimétisme des acteurs. Par l'accroissement de la liquidité des actifs pétroliers qui accompagne ce processus, les acteurs présents sur le marché ressentent plus encore le besoin d'établir une convention. Leur comportement s'en trouve modifié. Le choix de la monnaie sur le marché relève de la convention entre acteurs. C'est un principe valable pour l'ensemble des marchés de produits, mais qui est plus important sur ceux qui sont sujets à une forte instabilité.

La convention permet ici de réfuter les mouvements que les raisonnements théoriques sont susceptibles d'anticiper. Elle s'établit comme une norme stabilisatrice. Là où une rationalité substantielle inviterait les acteurs à des choix de monnaie alternatifs, la convention persiste. Elle a une fonction régulatrice qui signifie « une certaine capacité de l'organisation sociale à nier l'existence d'anomalies par rapports aux prédictions de la théorie » (Orléan, 1989, p. 266). La convention produit « une certaine insensibilité des agents aux faits qui, *prima facie*, pourraient être interprétés comme le signal d'une possible réfutation ». On reconnaît ici la logique qui poussent un certain nombre d'analystes à prédire la fin du dollar, parce qu'ils focalisent leur attention sur les déficits jumeaux américains, ou bien des gouvernements qui menacent de s'en émanciper, et qui assistent par la suite à leur propre impuissance. Le concept de convention permet d'expliquer pourquoi les analyses portées par des arguments rationnels échouent, sans nécessairement qu'une force coercitive se soit manifestée pour provoquer ces échecs.

Cette convention se réalise selon une logique mimétique, décrite dans les travaux d'André Orléan. « La dynamique mimétique écrit donc un processus d'auto-organisation structurelle. C'est là la procédure essentielle par laquelle se créent de nouvelles « règles du jeu » au sein de l'espace marchand » (Orléan, 1982, p. 102-103). Orléan précise que les comportements sur le marché suivent une logique *sélective*, c'est-à-dire impliquant un choix parmi un ensemble *donné* de possibles, plutôt qu'une logique *créative* initiant une stratégie nouvelle.

Cette idée illustre, de notre point de vue, les comportements des acteurs sur le marché du pétrole concernant leur choix de facturation et de règlement : les acteurs ont été amenés à se rejoindre sur la norme monétaire qui est à leur portée. L'instabilité structurelle des cours du pétrole amène les acteurs impliqués dans les transactions à s'auto-organiser selon une logique mimétique visant à affronter la précarité dans laquelle ils sont plongés. Mais l'auto-organisation se dirige « naturellement » vers une norme établie. Pour le cas du pétrole, acheteurs et vendeurs se retrouvent à compter et à régler dans la monnaie auparavant dominante sur le marché, en faisant usage de ses infrastructures et de ses connexions. Si le marché du pétrole a connu de profonds changements dans les années 1970 et 1980, notamment une polarisation mimétique accentuée avec la financialisation, les acteurs se sont tournés vers le dollar, qui, non

seulement proposait des instruments financiers adéquats, mais constituait déjà l'unité dans laquelle étaient pensées les transactions pétrolières. C'est également en quelque sorte ce que confirme Alnasrawi (1984, p. 3), pour décrire le recyclage des pétrodollars.

« The network of monetary and bank deposits with the industrial countries was very well entrenched long before the oil price revolution of 1973. The emergence and growth of financial assets in the post- 1973 era represented a change of a quantitative nature which did not give rise to a qualitative change ».

L'auteur de ces lignes nous apprend que les décideurs qui disposaient de pétrodollars ont eu recours à un circuit préalablement bien enraciné, qui n'a pas abouti à des changements majeurs dans les rapports internationaux de pouvoir. Bien au contraire, puisque l'injection de montants importants de dollars dans ce circuit a renforcé l'importance du circuit financier lui-même¹⁶⁸. Quoi qu'il en soit, en dépit de l'évolution des formes d'organisation de la production et de la commercialisation, la monnaie utilisée n'a pas changé, ce qui tend à appuyer l'argument selon laquelle le mimétisme qui caractérise les acteurs pousse ceux-ci à sélectionner une monnaie.

Partant, la question de l'établissement de la norme préexistante conserve son importance première. Les arguments développés plus haut apportent des éléments de réponse quant au rôle qu'ont joué les acteurs politiques dans la monnaie de facturation du pétrole, pour expliquer le processus au travers duquel s'est établie la norme monétaire.

Conclusion

De nombreux travaux considèrent que la prédominance du dollar dans les échanges internationaux trouve son origine dans la place qu'occupe le dollar dans les échanges de matières premières, particulièrement le pétrole. Cette section a cherché à comprendre l'origine de l'actuelle domination du dollar en tant que monnaie de dénomination des transactions pétrolières. Au terme de ce travail, quatre facteurs importants ont été identifiés :

- i. *Un facteur historique.* Les compagnies américaines figurent en tant que leaders dans l'exploitation du pétrole, aux États-Unis qui est un important producteur et fut autrefois un exportateur, mais aussi à l'étranger, à travers l'expansion des « Seven Sisters ». Le dollar bénéficie de cette situation favorable pour la facturation des échanges de pétrole.
- ii. *Un facteur politique.* La politique étrangère des Etats-Unis a clairement appuyé les majors américaines au cours du xx^e siècle. Le pétrole a été une

¹⁶⁸ Comme l'affirme Cassis (2006, p. 329), cette résurgence des flux bancaires internationaux « ne bouleverse pas l'organisation et la hiérarchie des principales places. On assiste plutôt à une consolidation des développements précédents, en particulier des transformations provoquées par l'émergence des euromarchés dix à quinze ans plus tôt ».

motivation géopolitique importante de la diplomatie américaine. A la suite de la seconde guerre mondiale, la diplomatie américaine a œuvré activement à l'expansion de ses firmes et à l'usage du dollar dans les transactions pétrolières. Certains pays producteurs ont par la suite également constitué des relais diplomatique essentiels au sein du cartel de l'OPEP, aboutissant à faire du choix du dollar la norme dans l'organisation, et par extension auprès des autres producteurs.

- iii. *Un facteur financier.* La financiarisation des matières premières, et particulièrement du pétrole, a renforcé la position du dollar sur le marché, à travers deux logiques. La première repose sur un recours croissant à des produits de couverture supposés atténuer l'instabilité présente sur le marché, produits que seuls des marchés financiers sophistiqués sont susceptibles d'offrir, et cela, bien évidemment, dans un faible nombre de monnaies. Le dollar domine ce type d'activités de couverture.
- iv. *Un facteur mimétique.* Poussée à son paroxysme avec la financiarisation, la dernière logique mise en avant est plus directement reliée au choix de la monnaie sur le marché. L'unité de compte vers laquelle s'orientent les acteurs est perçue comme une convention, qui là aussi, stabilise et régule les comportements tout en permettant aux acteurs d'établir des stratégies quant au niveau futur des prix. Ce choix de monnaie s'établit selon une logique mimétique qui vient renforcer les déterminants historiques et politiques décrits plus haut.

On comprend à travers cette étude que le choix de monnaie sur le marché du pétrole dépend largement de déterminants extérieurs au raisonnement utilitariste et maximisateur, de type coûts/bénéfice, que les acteurs individuels, selon les théories néoclassiques, sont supposés mettre en œuvre. La facturation du pétrole en dollar apparaîtrait, à un producteur entrant sur le marché, comme une pratique extérieure à lui-même et s'imposant à lui. La capacité du dollar à surmonter les tentatives, par quelques gouvernements de pays producteurs, de s'en affranchir, témoigne de la forte adhésion qu'il continue de générer.

Le dollar est aidé en cela par deux tendances a priori contraires qui caractérisent le marché du pétrole et qui, dans la réalité, se combinent : *la cartellisation des producteurs*, d'une part, et *l'hyper-volatilité des prix*, d'autre part. Ces deux logiques appuient une facturation en dollar. La cartellisation, parce que les firmes dominantes du secteur, pour l'essentiel américaines, ont installé les structures qui feraient du dollar le choix des regroupements de producteurs de pétrole. Le regroupement de producteurs au sein d'un cartel, en représentant une forme de régulation centralisée, facilite par ailleurs l'exercice de la diplomatie américaine pour promouvoir le choix du dollar. L'hyper-volatilité, parce qu'elle amène les acteurs à rechercher la stabilité, à la fois dans l'instrument d'évaluation, de cotation, et de règlement, mais aussi dans les produits financiers d'assurance qui stabilisent les recettes des producteurs. Le marché du pétrole

est par conséquent enclin à se regrouper autour d'une monnaie de référence, qui est aujourd'hui le dollar. Pour cette raison, malgré la structure changeante du marché du pétrole, le dollar y est resté dominant.

3. La dynamique de finançiarisation et le dollar américain

Partant du constat que le système financier international contemporain a été – et continue d'être – dans une large mesure façonné par des acteurs publics et privés américains, cette section a pour ambition de démontrer que le système financier contemporain constitue un facteur de domination du dollar dans les échanges internationaux. La section s'articule autour de l'étude de deux points, le premier correspondant à une dimension « demande » et le second à une dimension « offre ». Le premier point explore la relation qu'entretiennent les firmes transnationales avec la globalisation financière, relation étroite qui renforce l'adhésion au dollar. Le second point expose les techniques financières développées au cours du XX^e siècle, par ailleurs nécessaires à la multiplication des instruments de paiement en dollar. Pour ce faire, le fonctionnement et les flux d'eurodollars ainsi que le shadow banking sont étudiés.

Introduction

Le verbe « financer » peut être défini comme l'action de « fournir les capitaux nécessaires à la création et/ou au fonctionnement, au développement d'une entreprise, d'un secteur économique, d'une personne morale »¹⁶⁹. Le financement, comme cette définition l'indique, est une étape vitale dans le circuit d'une économie. La monnaie faisant son apparition, dans notre analyse, avec la production qui, elle-même, a besoin d'être financée, avant de se mouvoir dans le circuit marchand, la problématique du secteur financier est en soi extrêmement importante pour comprendre la trajectoire des économies monétaires. Dans cette section, nous nous intéressons plus précisément à l'évolution du système financier au cours du XX^e siècle. Nous partons de l'hypothèse que les changements de ce système, à travers les innovations et les bouleversements des pratiques financières observés par de nombreux économistes, ont favorisé la résilience du dollar américain dans les échanges internationaux. Le but de cette section est d'en expliquer les mécanismes.

L'évolution du système financier depuis les années 1980 est souvent appelée « finançiarisation », concept auquel Van der Zwan (2014) associe plusieurs approches. Cette auteure remarque que la finançiarisation est un terme régulièrement utilisé par des chercheurs de disciplines diverses pour désigner des phénomènes parfois différents. Les trois approches qu'elle retient sont i. l'approche du régime d'accumulation ; ii. l'approche

¹⁶⁹ C'est la définition proposée par le Centre National de Ressources Textuelles et Lexicales. <http://www.cnrtl.fr/definition/financement>

de la valeur actionnariale et de son règne sur les stratégies d'entreprises, qui cherchent à la maximiser (*shareholder value*) ; iii. la financiarisation de la vie quotidienne, qui influence les acteurs et leur comportement.

La financiarisation affecte les firmes exportatrices à travers plusieurs canaux, en particulier l'accès au capital et le management de l'épargne. Par ailleurs, les logiques financières appliquées aux entreprises multiplient les transactions. La financiarisation a donc un impact sur le nombre et le volume des transactions réalisées. C'est d'abord évident pour les échanges de marchandises concernées par l'éclatement des chaînes de valeur, et cela est renforcé par la logique de la financiarisation qui caractérise les économies contemporaines, faisant des transactions de marchandises, pour reprendre la métaphore de Keynes, une goutte d'eau dans un océan de flux spéculatifs¹⁷⁰. Les opérations que réalisent les firmes transnationales, quand ces dernières ne sont pas elles-mêmes des compagnies financières, sont étroitement imbriquées au système financier, ne serait-ce que pour la gestion de l'épargne. L'étude de la financiarisation se présente donc comme une exploration de l'évolution de l'économie mondiale, qui touche de nombreux aspects de l'économie et plus largement de la société : pour Epstein, la financiarisation correspond à un rôle croissant des motivations financières, des marchés financiers, des acteurs financiers, et des institutions financières dans le fonctionnement des économies, au niveau national et international¹⁷¹.

L'étude de la financiarisation en tant que concept par Van der Zwan montre l'importance du phénomène et l'intérêt qu'il suscite dans des champs disciplinaires variés. Toutefois, comme Sawyer (2016) le suggère, nous pensons qu'il serait pertinent d'ajouter aux trois approches de la financiarisation identifiées par l'auteure une dimension supplémentaire, celle du processus de dérégulation et de libéralisation financière.

Le système financier a en effet connu de profondes modifications au cours du xx^e siècle. Le mouvement de libéralisation financière, initié aux Etats-Unis et au Royaume-Uni à la fin des années 1970, a été largement suivi à travers la planète, dans les capitalismes industrialisés d'abord. Il s'est accéléré dans les années 1980, et s'est étendu aux pays dits « émergents » et « en développement » dans les années 1990¹⁷². Une des conséquences directes de la globalisation financière est la discipline stricte qu'elle

¹⁷⁰ “Speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But the position is serious when enterprise becomes the bubble on a whirlpool of speculation” (Keynes, 1953, p. 159).

¹⁷¹ “financialization means the increasing role of financial motives, financial markets, financial actors and financial institutions in the operation of the domestic and international economies” (Epstein, 2005, p. 3).

¹⁷² Cela signifie une intrusion et une interconnexion des systèmes financiers à travers les frontières. “Looking ahead, as the banking sector continues to expand as well as to consolidate across borders, direct participation of foreign banks in a country's payment and settlement systems could become more important, particularly in those groups of countries – such as Latin America and East Asia – where financial liberalization has been carried out very rapidly and without any structurally integrated approach (as well as control) by the general government sector” (Rossi, 2007, p. 89).

imprime aux politiques macroéconomiques poursuivies par les pays. Les flux de capitaux sont mobiles et peuvent transiter d'un pays à un autre grâce aux dispositifs financiers mis en place avec les encouragements, sinon l'implication directe, des gouvernements eux-mêmes.

Dans ce paysage, les marchés des changes sont libres, et la plupart des monnaies convertibles. Depuis que son lien à l'or, qui donnait au dollar un statut particulier et le plaçait de manière officielle au-dessus des autres monnaies, a été rompu, l'économie mondiale aurait dû assister à une concurrence des monnaies pour libeller et régler les échanges internationaux. Du moins, c'est ainsi que beaucoup d'analystes l'ont pensé. En réalité, cette concurrence existe, mais elle est fantasmée, en raison d'une représentation fictive de la libéralisation du marché des changes. Dans la pratique, les coéchangistes qui effectuent des opérations financières n'affrontent pas autant de choix de monnaies que l'on veut bien le penser. Les opérateurs de change n'offrent qu'un nombre limité de *hubs*, c'est-à-dire des « paires » de devises directement interchangeables. Le dollar est la plus incontournable de ces paires. Comme l'affirme un ancien directeur de recherche à la Banque populaire de Chine (Zhongxia, 2013), les coéchangistes font face à une réalité qui les pousse à continuer à solliciter le dollar américain, parce qu'il est trop complexe et coûteux de contourner le système de paiements américain.

On observe donc que la complexification des relations financières, leur décomposition et leur décentralisation poussée à un niveau inédit n'ont pas entamé la domination du dollar américain, elles ont même fait de lui un élément majeur du recentrage nécessaire à la cohérence de cet échafaudage, si précaire en apparence. Comme on l'a vu dans la section précédente, les références des marchés internationaux de contrats pétroliers à terme, le WTI et le BRENT, cotées respectivement sur les places financières new-yorkaise et londonienne, sont libellées depuis leur lancement en dollar américain. Loin d'être des cas particuliers, ces institutions sont représentatives des structures de la finance actuelle. À compter de Bretton Woods, l'économie américaine a incontestablement façonné le système financier international actuel, comme l'exprime clairement Jeffry Frieden.

« The features of the contemporary international financial system are largely a function of American international economic and political expansion and dominance. Post-war financial internationalization has been due in large part to the exertions of U.S. private and public actors to create an integrated Western economic system. The peculiarities of the offshore markets are a result of domestic American constraints on the patterns of U.S. political and economic leadership of the world capitalist system. Even most of the financial techniques common on the Euromarkets, including the widespread use of medium-term syndicated bank lending, were exported from the American banking system » (Frieden, 1993, p. 165-166).

Si l'on constate que les marchés américains ont attiré à eux, et donc à la monnaie américaine, les acteurs des autres nations pour des raisons de prédominance historique, il reste nécessaire de comprendre comment le système financier américain a pu conserver –

et même renforcer – son importance dans l'économie internationale depuis la seconde guerre mondiale jusqu'à nos jours.

Nous mettrons d'abord l'accent sur la dynamique de financiarisation qui concerne les firmes transnationales. Celles-ci sont profondément marquées par le développement de la dimension financière, à plusieurs niveaux : organisation, gouvernance, trésorerie, ainsi que les objectifs et les stratégies adoptées (Boyer, 2009). La première partie s'intéressera donc aux changements du régime d'accumulation et de la forme d'organisation des entreprises, en sachant que ceux-ci constituent la dimension la plus souvent commentée de la financiarisation. Le second aspect que nous souhaitons développer est celui de l'évolution des structures du système financier international, celles-ci étant vues comme l'expression des contradictions qui caractérisent le système monétaire international : c'est grâce à l'évolution de ce système financier qu'une monnaie nationale peut continuer à être utilisée, dans un pareil régime, à une échelle internationale. Cet objectif invite en particulier à se pencher sur le phénomène de l'eurodollar, et sur celui qui est appelé aujourd'hui le *shadow banking*. Rendu possible par la dynamique de libéralisation financière qui démarre dès la fin des années 1950, ce phénomène n'a cessé de prendre de l'importance et est intimement lié à l'usage du dollar dans les échanges internationaux.

Les deux sujets traités dans cette section semblent peu connectés dans la littérature académique, sinon à travers l'adjectif « financier » qui leur est tous deux familier. Pourtant, pour chacun des deux, on observe une complémentarité, entre un aspect « demande », qui vient de l'évolution des comportements et des stratégies des firmes dans la globalisation, et un aspect « offre » relatif aux évolutions des structures financières qui ont accompagné et répondu aux évolutions de la globalisation.

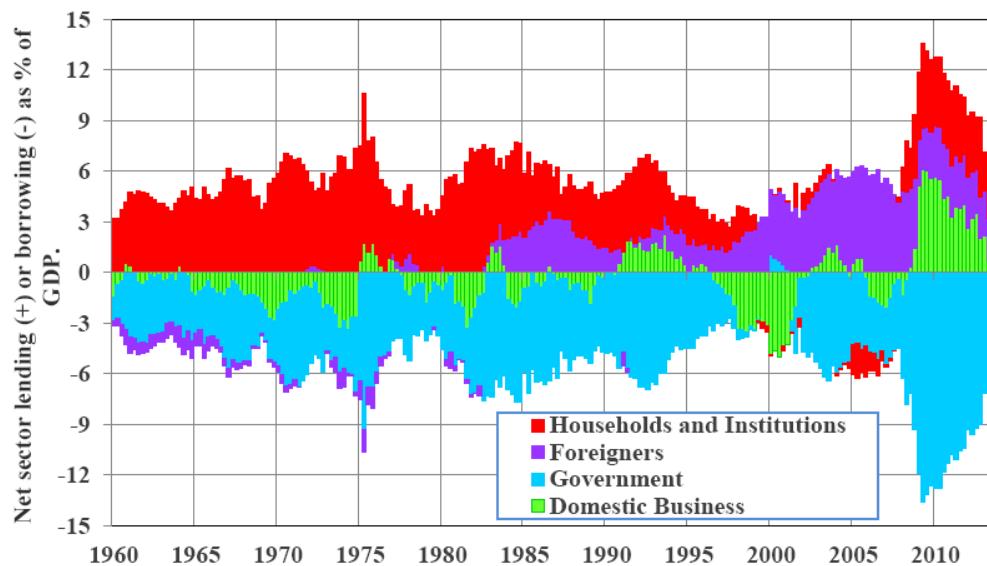
Multinationales, financiarisation et dollar américain

Nous commençons par l'aspect « demande ». L'objectif est ici d'étudier dans quelles mesures la financiarisation des firmes accroît l'usage du dollar.

La comptabilité de la firme transnationale

L'examen des identités macroéconomiques révèle une accumulation d'épargne par les entreprises privées (figure 25). Il s'agit d'un phénomène observé dans la plupart des économies avancées. Aujourd'hui, et depuis plusieurs années, le secteur public est globalement endetté, de même que les ménages, ce qui a inévitablement pour contrepartie comptable une hausse de l'épargne des entreprises privées.

Figure 25 : Etats-Unis, flux de trésorerie par secteurs de l'économie, 1960-2013, en % du PIB



Data Sources: NIPA Tables 1.1.5, 3.1 & 5.1.

Source : site internet du Financial Times, article de David Keohane¹⁷³

Cette épargne se tourne pour une partie d'entre elle vers l'accumulation de titres financiers liquides et de dépôts en dollar. Un groupe minier international, la compagnie Rio Tinto, exprimait ce besoin :

“Given the dominant role of the US currency in the Group’s affairs, the US dollar is the currency in which financial results are presented both internally and externally. It is also the most appropriate currency for borrowing and holding surplus cash, although a portion of surplus cash may also be held in other currencies, most notable Australian dollars, Canadian dollars and the Euro. This cash is held in order to meet short term operational and capital commitments and, for the Australian dollar, dividend payments. The Group finances its operations primarily in US dollars, either directly or using cross currency interest rate swaps. A substantial part of the Group’s US dollar debt is located in subsidiaries having a US functional currency” (Choi et Meek, 2011, p. 165).

On comprend ainsi que le dollar est la monnaie qui libelle l'épargne accumulée des firmes transnationales, épargne qui elle-même servira aux opérations financières « de court terme ». L'entreprise que nous venons de citer précise cependant qu'elle utilise tout de même comme monnaies « fonctionnelles », pour ses opérations quotidiennes, les *local currencies*, c'est-à-dire les monnaies nationales des pays où le groupe est implanté et doit payer des salaires et des fournisseurs. Le groupe minier informe qu'il ne « traduit » donc pas systématiquement sa comptabilité en dollar US. C'est cependant fréquent pour la plupart de ses opérations de dimension internationale.

¹⁷³ Disponible à l'adresse suivante : <https://ftalphaville.ft.com/2013/11/12/1693132/a-deficit-of-deficit-credibility/>

Quelles logiques derrière l'accumulation d'une épargne par les firmes transnationales ?

L'exemple de Rio Tinto nous invite à penser que le développement des firmes transnationales a accentué l'usage du dollar dans les échanges internationaux, pour plusieurs raisons qu'il nous reste à développer. En effet, il est nécessaire de préciser en quoi concerne les opérations de courts termes entendues ici comme « *short term operational and capital commitments* ». Quelques éléments d'explication du phénomène, peuvent être amenés et résumés de la façon suivante :

Avec la globalisation, la concordance entre espace national et espace monétaire (de production), n'est pas, ou n'est plus, effective. En tout cas, elle ne l'est plus du point de vue de la production : celle-ci est mondialisée, chaque firme transnationale (FTN) regroupant des industries et des services géographiquement découpés à une échelle internationale. Les FTN constituent des réseaux de production qui mettent en concurrence les Etats, les travailleurs, les territoires, en créant un espace marchand mondial. Comme nous l'avons écrit précédemment, la monnaie incarne dans un espace marchand la richesse socialement validée, valide sur un espace et sur une période donnée.

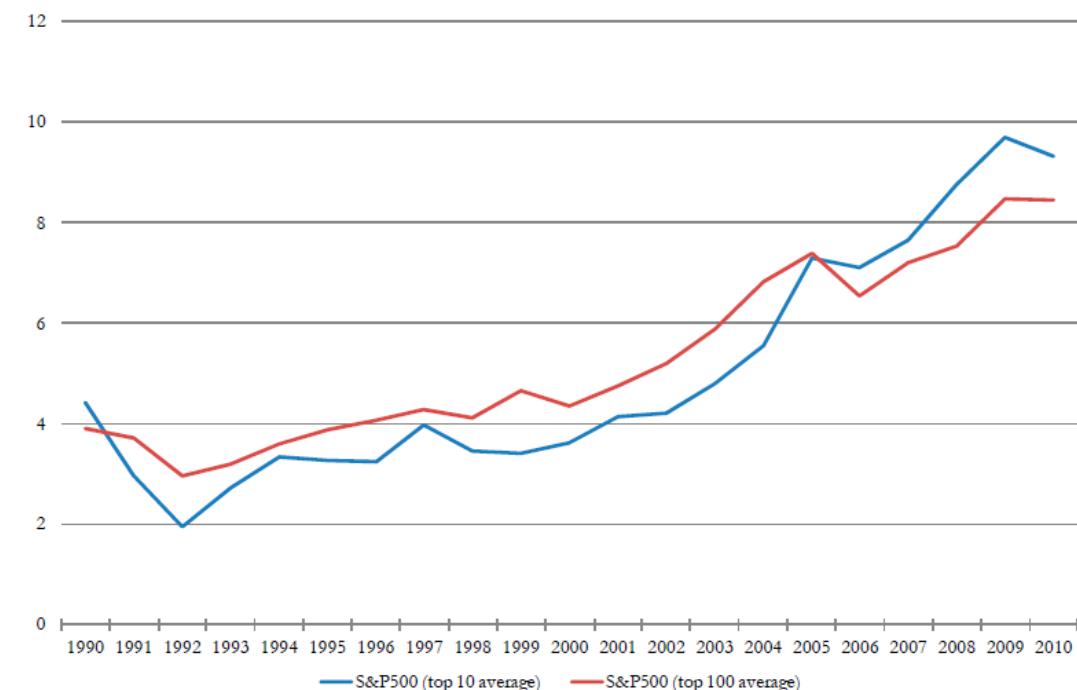
Or, c'est aujourd'hui à une échelle globale que les firmes transnationales extraient la richesse par leur activité. Les chaînes de valeurs ont été découpées à un niveau jamais vu auparavant, qui semble toutefois avoir atteint un niveau difficile à dépasser. Aurait-on atteint un plafond ? Certains analystes expriment leur inquiétude quant à un probable changement de tendance, à l'image de Jean (2015).

Sachant cette intégration avancée, les statistiques du commerce international que nous avons utilisées, qui enregistrent aux frontières des nations les flux associés aux transactions marchandes, expriment la prédominance du dollar en partie du fait de l'usage du dollar dans la majorité de ces nouveaux réseaux de productions et d'échanges. « Le besoin d'avoir une monnaie de compte (numéraire) et d'accumulation fait que le système transnationalisé emploie les principales monnaies internationales et surtout le dollar » (Minian, 1985, p. 283). La globalisation de ces réseaux agit en amont dans le choix de la monnaie, et génère des transactions liées, par exemple, aux phénomènes de réexportation, et de commerce au sein de la firme, entre des filiales. Ces transactions obéissent aux choix de la société mère, c'est-à-dire à des logiques qui peuvent se distinguer de logiques marchandes.

La financiarisation est intimement associée à la globalisation marchande, elle en est une dimension majeure. Les firmes transnationales sont depuis les années 1980 gouvernées par des logiques financières qui les poussent à segmenter leur processus de production afin d'accroître la valeur extraite. Les transactions monétaires – et donc pour une bonne partie d'entre elles, le recours au dollar US – qui découlent de cette segmentation sont guidés par des acteurs financiers, visant à maximiser la « valeur actionnariale » (ou *shareholder value*).

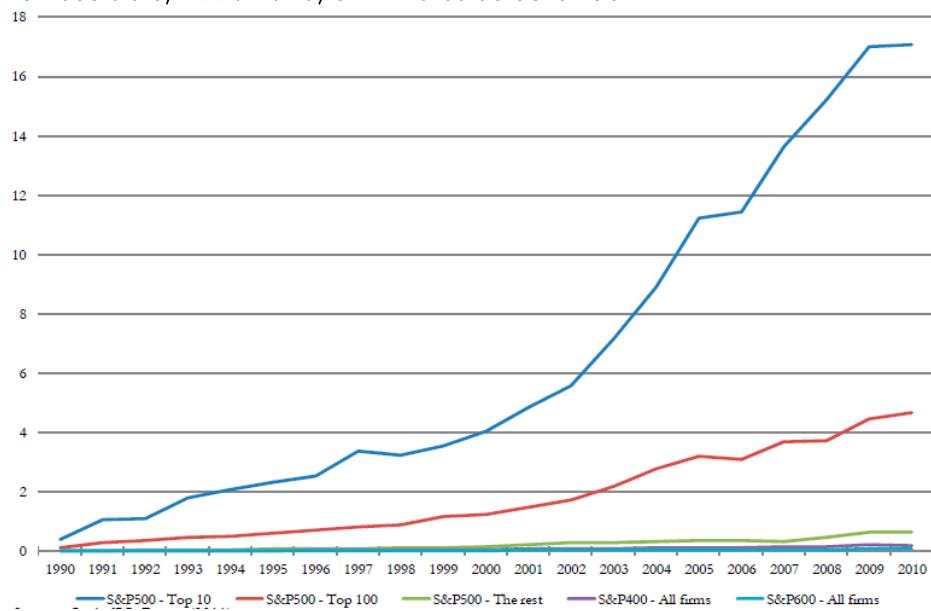
La financiarisation, comprise notamment avec la définition de Gerald Epstein que nous avons donnée en introduction, est un processus qui implique une modification du comportement des firmes. Stockhammer (2012, p. 40) affirme lui aussi que la financiarisation a transformé la façon dont les acteurs économiques (firmes, institutions financières, travailleurs, ménages) se perçoivent eux-mêmes, mais aussi les buts qu'ils poursuivent, et les contraintes auxquelles ils font face. Une étude menée par l'institut québécois IRIS s'est intéressée au phénomène d'accroissement de l'épargne des grandes entreprises canadiennes, que l'étude considère comme de la « surépargne » (Pépin, 2015 ; voir également Pineault, 2015). L'étude montre notamment que la surépargne ne s'est pas formée, comme on pourrait s'y attendre, dans la période d'incertitude extrême qui a suivi de près la crise financière, mais durant la période de relative stabilité, principalement durant les années 2000. Les figures 26 et 27 ci-dessous, tirées des travaux de Pozsar (2011), appuient ce constat.

Figure 26 : Part des encaisses liquides dans le total des actifs pour les entreprises non-financières du S&P 500, en %, 1990-2010



Source : Pozsar (2011, p. 28)

Figure 27: Moyenne des encaisses liquides des entreprises non financières américaines selon leur capitalisation boursière, 1990-2010, en milliards de dollar US



Source : Pozsar (2011, p. 28)

Ce constat a amené plusieurs interrogations sur les raisons qui ont pu déboucher sur cette épargne des firmes multinationales. L'étude de Pépin (2015) avance six causes possibles à la suraccumulation d'épargne dans les grandes entreprises. Précisons que l'étude sur laquelle se base sa contribution ne permet pas d'affirmer avec certitude la validité de ces hypothèses, celles-ci se présentent toutefois comme des fondements rationnels à l'accumulation de cette épargne.

- i. *Contrainte de liquidité imposée par les marchés financiers* : la détention de liquidité s'apparente ici à un produit d'appel sur les marchés boursiers. Il s'agit ici d'une convention qui rencontre un succès sur les marchés financiers. Les entreprises, qui sont en concurrence sur les marchés de capitaux sont ainsi incitées à accumuler une « surépargne » bien supérieure au maintien de sa bonne santé financière.
- ii. *Le motif de précaution* : la surépargne permet dans ce cas de faire face à ses obligations en intégrant la possibilité d'un problème d'accès au crédit en cas de crise, et de tenir compte d'une possible volatilité des flux de revenus futurs. Face à l'incertitude de l'avenir, il s'agit d'une réaction « en apparence rationnelle mais en fait pathologique » (Pépin, 2015, p. 27), encouragée par un régime d'accumulation à dominante financière particulièrement instable.
- iii. *Le motif de spéculation* : l'épargne peut servir d'effet de levier afin de faire bonne figure et de pouvoir s'endetter par la suite ; elle peut également servir à absorber les pertes qui résulteraient de ces stratégies afin là aussi de pouvoir se refinancer à l'avenir.
- iv. *L'accumulation d'un trésor de guerre* : il s'agit de « patienter pour mieux attaquer » (Pépin, 2015, p. 28), c'est-à-dire de conserver une épargne pour

- financer par la suite l'achat de brevets, des fusions-acquisitions futures, ou d'éventuels frais judiciaires.
- v. *Les contreparties d'engagements financiers* : l'engagement des entreprises sur les marchés de produits financiers, notamment des marchés dérivés, poussent les entreprises à détenir des réserves d'épargne en contrepartie de ces risques, que les actionnaires ne veulent pas subir. Les réserves servent ainsi à sécuriser les obligations à l'égard des actionnaires ou pour se conformer aux règles comptables adoptées en interne.
- vi. *L'épargne involontaire* : ce dernier point soulevé par l'étude correspondrait à une différence entre les profits réalisés par les entreprises et leurs dépenses car ces entreprises ne parviendraient pas à trouver des débouchés à ces profits sous la forme d'investissements rentables, c'est-à-dire des investissements dépassant le seuil de rentabilité établi par les actionnaires.

Incertitudes et accumulation de liquidités dans les bilans des FTN

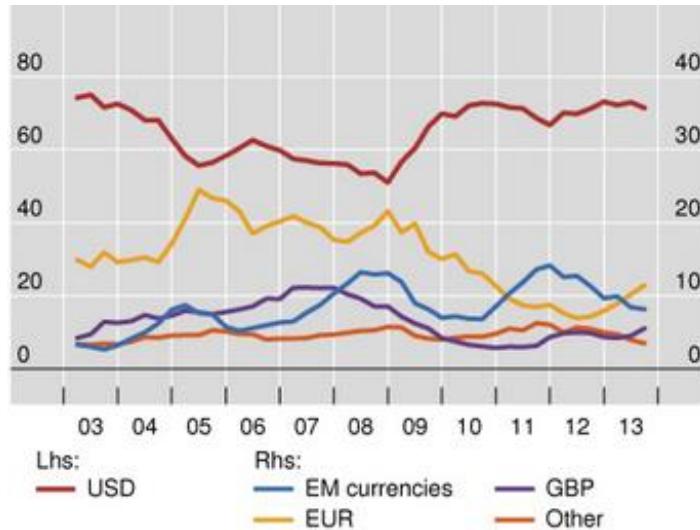
En raison de la volatilité des taux de change, de nombreuses banques centrales, et notamment dans les pays en développement, conservent des réserves de change pour intervenir et défendre la parité du taux de change lorsque celle-ci est malmenée par les marchés financiers. La même logique, celle de l'incertitude liée à la volatilité financière, pousse les entreprises à accumuler des liquidités, sous la forme de dépôts, ou d'actifs liquides, comme les bons du trésor, afin de faire face aux incertitudes du marché.

Cette logique favorise aussi, dans les moments où le climat est particulièrement incertain et où la volatilité est la plus importante, une substitution des actifs : on assiste alors à une modification du bilan des firmes, et une fuite vers les actifs les plus liquides. Il s'agit de l'explication dominante de l'accumulation d'épargne. Quoi qu'il en soit, la position financière des grandes entreprises a évolué de telle sorte qu'elles sont passées d'une situation d'endettement élevé jusque dans les années 1980, à une situation de créiteur net, qui permet aux entreprises une plus grande flexibilité opérationnelle (voir figure 26 plus haut).

Précisons que les firmes multinationales n'ont pas été les seuls acteurs à suivre cette logique d'accumulation de réserves en dollar. Prasad (2014) dans son ouvrage *The Dollar Trap*, expose les stratégies poursuivies par les économies émergentes. Ces économies, en proie à une incertitude radicale, et conservant en mémoire les crises financières des années 1990 qui se sont conclues le plus souvent de manière tragique par des plans d'ajustement structurel douloureux, ont été enclines à accumuler des masses importantes de réserves en dollar américain (ce qui se reflète dans la figure 26, plus haut, en violet). C'est en cela que pour Prasad, les déséquilibres et l'instabilité au sein de l'économie internationale a paradoxalement trouvé une sorte de stabilité dans l'accumulation de dollar US (le titre de son chapitre 15 étant « *Ultimate paradox: fragility breeds stability* », faisant référence au vocable de Hyman Minsky).

Cette capacité du dollar à incarner la stabilité auprès des économies émergentes se reflète dans les titres émis par les entreprises de ces économies : le dollar américain y est largement majoritaire, et a creusé son avance à la faveur de la crise de 2008, pour représenter en 2013 plus de 70 % des titres émis (voir figure 28 ci-dessous).

Figure 28 : Titres émis par les résidents dans les économies émergentes, par monnaie, part du total des émissions, en %



Source : Gruic et Wollridge (2013). Sur l'échelle de gauche, il est visible que le dollar US libelle après 2009 plus des deux tiers des titres émis par les économies émergentes. Le dollar a tiré profit de la crise à compter de 2009, à l'inverse de l'euro (en jaune, échelle de droite).

De la même manière que les banques centrales étrangères accumulent des bons du trésor et des obligations notés AAA dans leurs coffres, les acteurs institutionnels sur les marchés financiers cherchent à accumuler des titres à court terme notés AAA. Ils recherchent l'équivalent d'une assurance sur les dépôts. Pourquoi ne pas déposer directement dans le système bancaire classique ? Les inégalités de revenus et l'accumulation de richesses par une faible part de la société y sont pour beaucoup : l'accumulation d'épargne a généré une demande de dépôts garantis, mais le gouvernement américain garantissait l'épargne, jusqu'en 2007, jusqu'à un montant de seulement 100 000 dollars US à travers la *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC).

Comme nous allons le voir, l'épargne abondante s'est orientée vers des *cash-pools* institutionnels (que l'on peut comprendre comme des fonds centralisant cette trésorerie) dont le rôle était de « manager » ces fonds de manière à produire une épargne sécurisée à travers les mécanismes du *shadow banking*, en particulier grâce aux accords de rachat de titres (*repurchase agreement*).

“Between 2003 and 2008, institutional cash pools’ cumulative demand for short-term government guaranteed instruments (as alternatives to insured deposits) exceeded the

supply of such instruments by at least \$1.5 trillion. The “shadow” banking system rose to fill this vacuum, through the creation of safe, short-term and liquid instruments. (...) From this perspective, the rise of “shadow” banking has an under-appreciated demand-side dimension to it” (Pozsar, 2011, p. 24).

La lecture que nous avons développée de l’accumulation d’épargne en dollar par les firmes transnationales obéit à une logique qui relève à la fois de la gouvernance nouvelle dont elles sont désormais l’objet et de la convention financière, telle que développée par Minsky (2016, p. 485), dont les analyses sont désormais – suite à la crise de 2008 – acceptées dans des cercles académiques larges, y compris dans des institutions internationales (Lavoie, 2016, p. 60-63). Il s’agissait ici de la dimension « demande » qui a émergé dans les dernières décennies. Il est désormais temps d’explorer la dynamique parallèle, celles de l’offre des instruments monétaires et financiers, qui a répondu aux besoins nouveaux liés à la financiarisation des entreprises.

Dynamique de libéralisation financière et opérations en dollar américain

La libéralisation du système financier international a été largement bénéfique à l’internationalisation du dollar américain en permettant l’ouverture de plateformes offshores, adaptées au besoin de liquidité des acteurs situés en dehors des États-Unis.

Une remarque préalable au développement de cette réflexion doit cependant être faite ici. La question du rôle de la globalisation financière et de la financiarisation croissante des économies dans le choix de la monnaie des échanges pose la question de l’interaction entre unité de compte et moyen de paiement. A la différence du moyen de paiement qui prend – dans la grande majorité des cas – la forme d’un dépôt bancaire, l’unité de compte ne se prête pas à la quantification. On suppose donc ici une certaine concordance entre la dénomination d’une dette et la dénomination du moyen de paiement qui sert à l’éteindre, c’est-à-dire une correspondance entre la fonction de facturation et de règlement. En observant les flux des moyens de paiement (c’est-à-dire de dépôts bancaires), on peut ainsi se représenter dans quelles mesures un système de compte, comme celui du dollar américain, étend ou au contraire réduit son usage par le reste du monde. Supposer cette concordance autorise toutefois que les moyens de paiements libellés en dollar puissent être de natures et de qualités différentes. Pour cela, il faut distinguer moyen(s) de paiement et unité de compte, comme le suggère Keynes :

« Money proper in the full sense of the term can only exist in relation to a money of account. Perhaps we may elucidate the distinction between *money* and *money of account* by saying that the money of account is the *description* or *title* and the money is the *thing* which answers to the description » (Keynes, 1930, p. 3, souligné dans l’original).

Il y a, pour Keynes, une relation entre la monnaie-moyen de paiement et la monnaie « de compte » : c’est précisément cette relation que nous étudions ici, puisque nous nous intéressons à l’évolution du système financier international, et des différents

instruments financiers et bancaires. Nous supposons que les moyens de paiement peuvent être de différentes qualités bien que libellés dans la même unité de compte.

Puisque l'on considère la monnaie comme une créance sur un système bancaire national, la monnaie doit naître dans ce système bancaire. La monnaie devient « internationale » lorsqu'elle est utilisée pour régler une dette qui concerne des non-résidents. Elle est utilisée pour éteindre des dettes en dehors de son territoire d'émission, tout en restant une créance sur le système monétaire national. La sortie des dollars ne crée pas de dollars, puisque les dollars restent déposés en tant que réserves auprès d'une banque correspondante à New York.

La préhistoire des eurodollars

Un déficit courant est souvent présenté comme indispensable à un statut international. Cela n'a rien d'évident (He et McCauley, 2012). Dans l'histoire, les économies qui ont émis la monnaie internationale l'ont souvent imposée au travers de leurs exportations, et du système bancaire accompagnant les exportateurs¹⁷⁴. Les Etats-Unis en sont le meilleur exemple, puisque leur monnaie s'est internationalisée lorsque l'économie dégageait un fort excédent commercial. En réalité, la puissance mercantiliste d'une économie a toujours, dans l'histoire, été un atout dans le processus d'internationalisation.

Il y a plusieurs moyens d'obtenir de sa balance des paiements des sorties de dollars pour les rendre disponibles aux non-résidents. Un excédent commercial peut être plus que compensé par des investissements à l'étranger dans la monnaie nationale. Lorsque l'économie réalise des investissements ou des prêts au reste du monde, la monnaie peut s'internationaliser et régler par la suite les échanges internationaux. Cela revient à ce que le reste du monde soit financé pour acheter les exportations de l'économie émettrice. Cette situation correspondait à celle des États-Unis dans les années 1920, ainsi que dans l'immédiat après-guerre. D'un pur point de vue économique, cette répartition des efforts ne convient guère à l'hégémon, puisque dans une telle configuration, il produit plus qu'il ne consomme. C'est pourquoi la plupart des économistes considèrent comme une évidence qu'un hégémon monétaire affiche un déficit commercial – souvent accompagné d'un déficit budgétaire du gouvernement –, configuration dans laquelle il consomme plus qu'il ne produit, et qui correspond mieux aux intérêts de la population de l'économie hégémonique.

L'internationalisation du dollar a débuté alors que les Etats-Unis étaient une puissance commerciale excédentaire. Comme le rappellent Eichengreen et Flandreau

¹⁷⁴ L'Allemagne avec le Deutsche Mark et le Japon avec le Yen ont échoué à internationaliser leur monnaie, les raisons de ces échecs sont multiples. Les excédents commerciaux récurrents de ces deux pays ne peuvent toutefois être considérés comme des explications satisfaisantes.

(2012), le dollar était déjà largement utilisé dans les échanges internationaux avant même que les Etats-Unis connaissent les déficits auxquels l'économie internationale est désormais habituée. Par quels canaux le dollar américain se rendait-il accessible au reste du monde ? Le dollar a été principalement délivré, après la première guerre mondiale, par des prêts publics et privés en dollar, à destination de l'Europe et de l'Asie, tandis que les banques américaines démarraient des opérations en Amérique latine, avec l'ouverture de succursales en Argentine puis dans le reste du continent.

A la suite de la Seconde Guerre Mondiale, les banques privées étaient trop frileuses pour se lancer seules dans la réinjection de crédits pour la reconstruction de l'Europe et du Japon, c'est donc principalement par le biais des prêts publics, bien connus alors (notamment avec l'*Economic Cooperation Administration* chargée de gérer les fonds du plan Marshall), que le reste du monde fut approvisionné en dollar. Malgré cela, les prêts ne parvenaient à empêcher une pénurie de dollars. Les marchandises en provenance des États-Unis étaient alors très demandées, ce qui explique l'excédent commercial américain. Dans les années 1950, le dollar occupe confortablement le statut de monnaie internationale, étant la seule monnaie convertible en or. Elle servait de pivot international. Le phénomène des eurodollars survient dans les années 1950 alors que l'internationalisation du dollar est réalisée.

La formation des eurodollars

Nous reprenons ici la lecture de Lelart (1978), qui identifie cinq étapes dans la constitution du marché des eurodollars.

- i. L'URSS a eu des craintes que ses dépôts en dollar, utilisés pour les transactions internationales, soient gelés par les autorités américaines, durant la guerre de Corée en 1953. La *Gosbank* soviétique a utilisé ses deux banques à Londres et à Paris, respectivement la *Norodnyi Bank* et la *Banque Commerciale pour l'Europe du Nord* à Paris pour y placer ses dépôts en dollar. Ces deux banques ont ainsi conservé les avoirs dans des banques américaines, mais elles ont prêté ces sommes à d'autres institutions européennes, « substituant ainsi à un avoir sur les États-Unis une créance sur une institution européenne » (Lelart, 1978, p. 3). Le terme « euro-dollar » vient d'ailleurs du code télex de la *Banque Commerciale pour l'Europe du Nord* qui est « Eurobank ».
- ii. Avec la crise de Suez, le blocage des avoirs, redouté par l'URSS, est utilisé à l'encontre de la Grande-Bretagne, de la France et d'Israël, ce qui augmente les craintes quant à un usage politique de la monnaie américaine et appuie l'usage des mécanismes de l'eurodollar. Par ailleurs la pénurie de dollar et la situation financière dégradée de la Grande-Bretagne amène cette dernière à imposer des contrôles des changes, qui pénalisent le rôle de la livre sterling,

- au profit du dollar. Les banques européennes ont donc préféré opérer en dollar, qui reste convertible.
- iii. Les États-Unis, en réaction à une balance des paiements déficitaires (un déficit récurrent à partir de 1950), décident à compter de 1963 un certain nombre de mesures contraignantes pour tenter d'enrayer les déficits vis-à-vis du reste du monde. L'emprunt de dollars par des filiales à l'étranger va être rendu plus cher et plus complexe. Les banques européennes vont profiter de ces contraintes pour prêter des dollars depuis l'Europe, ce en quoi elles seront rapidement suivies par les banques américaines qui ouvrent alors des filiales en Europe.
 - iv. La quatrième phase est également une réaction aux choix politiques opérés aux États-Unis. La rémunération des taux d'intérêt a été plafonnée à travers la règle Q, et s'est appliquée aux banques, qui sont devenues moins attractives que d'autres institutions financières telles que les caisses d'épargne. Les dépôts des clients ont été attirés vers ces caisses. Les caisses d'épargne ont également des comptes bancaires mais ceux-ci ne sont pas des dépôts à terme ou d'épargne comme c'est le cas des clients individuels, il s'agit de dépôts à vue qui demandent des réserves obligatoires plus importantes pour se conformer aux règles de la réserve Fédérale alors en vigueur. Pour contourner ce problème et conserver leurs clients, les banques américaines vont utiliser leurs filiales étrangères, qui ne sont pas soumises à un plafond de rémunération du taux d'intérêt, et d'autre part, les dépôts des filiales ne sont pas sujets à un ratio de réserves obligatoires en « monnaie banque centrale »¹⁷⁵. Comme le dit Charles Kindleberger, « on pouvait faire du profit en déplaçant les dépôts en dollars de New York à Londres dans des banques qui les conservaient en dollars redéposés à New York » (1990, p. 18, voir aussi Burk, 1991, p. 366).
 - v. La cinquième phase que relate Michel Lelart est la succession de périodes de flux et de reflux au gré des règlementations américaines, en particulier les réserves obligatoires demandées aux filiales étrangères des banques américaines. Ces variations rendent plus ou moins attractives les eurodollars eux-mêmes, mais elles ont quoi qu'il en soit incité au maintien d'un portefeuille d'eurodollars.

L'actualité des eurodollars

S'ils ne font plus l'objet d'aussi nombreux travaux académiques que durant les années 1970, les eurodollars sont toujours centraux dans le système monétaire

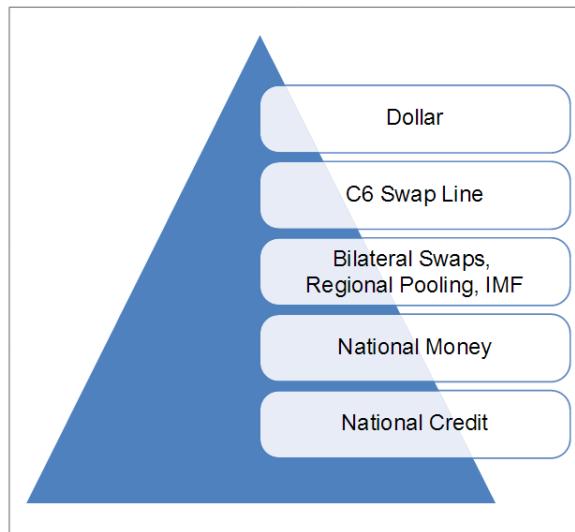
¹⁷⁵ « Non seulement les filiales qui ne sont pas soumises à la loi américaine peuvent offrir un taux supérieur au plafond, mais les dépôts correspondants dans les banques américaines ne sont pas soumis aux réserves obligatoires » (Lelart, 1978, p. 6).

international des années 2000 et 2010. Pour Perry Mehrling, des opérations de crédit dans le reste du monde sont réalisées au moyen de la circulation des eurodollars parce que le dollar américain est la monnaie utilisée dans les transactions internationales. Par essence, les eurodollars font figure de pâle réplique des dollars américains : dans le système de paiement international, ils sont conçus comme des moyens de paiement de moindre qualité par rapport aux « véritables » dollars, ceux qui figurent toujours dans le système bancaire américain.

Les eurodollars s'apparentent à une quasi-monnaie, représentant des créances sur des dollars qui sont restés déposés dans des banques américaines. Si les eurodollars sont souvent assimilés à une création de dollars, c'est parce que les exigences de réserves en monnaie banque centrale associées à des dollars redéposés à New York par des caisses ou des banques étrangères ont été plus faibles que les réserves des dépôts par des banques commerciales américaines « classiques ». Cet écart a incité les institutions financières à se lancer dans des opérations en dollar *offshore* – c'est-à-dire des eurodollars. Devant les assouplissements réglementaires et les exigences de réserves plus faibles que pour les autres types de dépôts, la masse des prêts d'eurodollars a pu continuer à gonfler. Toutefois ces masses, en bénéficiant d'une régulation plus souples, ne sont pas considérées par les autorités monétaires comme des dollars au même titre que les dollars américains : la législation les concernant est différente et ne permet pas d'assurer les mêmes conditions de supervision et d'assurance. La liquidité des eurodollars est moindre.

La crise fait apparaître une hiérarchie des monnaies, hiérarchie déterminée par l'accès à la sécurité des autorités monétaires dont ces moyens de paiement disposent, comme l'expose la figure 29 ci-dessous. Au sommet de cette hiérarchie, se trouve le dollar américain sous forme de dépôt bancaire ou de monnaie banque centrale, puis après lui viennent les canaux secondaires : les lignes de swaps de banques centrales, qui ne sont plus directement couvertes par le filet de sécurité de la Réserve Fédérale. Dans un système monétaire international dominé par le dollar américain, les moyens de paiements nationaux autres que le dollar, libellés dans d'autres unités de compte (monnaies nationales, et promesses de paiement en monnaie nationales) se situent en bas de la pyramide.

Figure 29 : La hiérarchie de la monnaie dans les paiements internationaux dans la vision de Perry Mehrling



Source : Bernes et alii, 2014, p. 5. Pour le C6, voir *infra*

McAndrews (2009) analyse la manière dont la crise déclenchée en 2008 a creusé un *spread* entre le taux du *Fed funds* et celui du *Libor*¹⁷⁶. La divergence constatée appuie la thèse de Mehrling mettant l'accent sur la hiérarchie existant entre le marché « conventionnel » du dollar américain, et le marché offshore des eurodollars. Dans les périodes « normales », c'est-à-dire de relative « tranquillité » (pour reprendre le vocabulaire de Minsky), les paiements peuvent être réalisés avec des dettes de moindre qualité, et la hiérarchie de la qualité des moyens de paiement n'apparaît pas aux usagers du dollar. La hiérarchie est finalement révélée par la crise.

“The breakdown in correlation between the Libor and fed funds rates suggests that the usual intermediation between the markets that keeps the two rates tethered to one another broke down completely at times during the financial crisis” (McAndrews, 2009, p. 1).

Lorsque la crise se déclenche, une substitution s'opère dans les bilans des acteurs financiers ; l'hétérogénéité des moyens de paiement s'exprime et la distinction entre dollars et eurodollars prend pleinement son sens. La divergence qui s'est d'abord brusquement manifestée a été atténuée par la mise en place des lignes de crédit *Foreign Exchange Swaps Lines* entre les principales banques centrales occidentales, ce que Mehrling appelle le C6 (la Réserve Fédérale, la Bank of England, la Banque du Japon, la Banque du Canada, la Banque Centrale Européenne, et la Banque Nationale Suisse). Cette intervention a eu pour résultat de réduire le *spread* entre les dollars et les eurodollars et de maintenir un accès au dollar pour les banques internationales.

¹⁷⁶ Le Libor est le taux interbancaire pratiqué à Londres, auquel les principales banques internationales prêtent des montants donnés de devises.

On comprend ainsi le rôle majeur de la confiance dans le fonctionnement des eurodollars. Sur le plan pratique, ceux-ci peuvent être mobilisés pour régler des transactions en dollar grâce au système de paiement CHIPS, qui permet la multiplication des transactions. Les eurodollars sont en réalité dépendants d'une chambre de compensation : la *Clearing House* de New York. Le fonctionnement de CHIPS (étudié dans la section I. 3) permet de régler en moyenne \$500 de transactions avec \$1 de dépôts dans les livres de CHIPS. Il en résulte la possibilité pour les banques de s'engager sur des montants importants de dollars du fait de cette appartenance à la chambre de compensation. Les banques du reste du monde peuvent effectuer des transactions en eurodollars en ne mobilisant qu'une fraction des sommes de dollars américains restés en dépôts à New York. Grâce à la compensation journalière effectuée dans l'institution (avec le principe du *netting* multilatéral), les transactions n'ont pas besoin de mobiliser autant de dollars que les montants impliqués. Ce système rend possibles des transactions monétaires sans que transitent réellement les dollars, ou bien en ne faisant transférer que des proportions infimes en fin de journée d'activité. La sophistication du système monétaire aboutit paradoxalement à l'économie de la monnaie. Il y a ainsi découplage entre les flux marchands et les flux monétaires : c'est là une illustration de la segmentation des opérations des transactions marchandes (voir Millo *et alii*, 2006 pour une analyse appliquée aux marchés financiers).

Le système monétaire international parvient à fournir l'économie internationale en liquidité, par le biais de ces dettes-créances qui sont utilisées par des agents non-bancaires comme un moyen de paiement, mais qui restent cependant moins liquides que les dollars laissés en dépôts dans le système bancaire américain. Sans ces opérations bancaires, il est raisonnable à nos yeux de penser que le dollar en tant qu'unité de compte ne pourrait assurer une fonction de monnaie internationale, du fait de l'indisponibilité des moyens de paiement.

Les eurodollars résultent en premier lieu d'une volonté d'échapper à certaines règles de politiques monétaires exercées par la Réserve Fédérale (Palan et Nesvetailova, 2014). Les eurodollars, en représentant une créance sur de véritables dépôts en dollar, représentent une quasi-monnaie, qui dans le même temps, répondent aux besoins de l'économie mondiale. Ils témoignent de l'usage d'instruments financiers de qualités différentes. Nous allons montrer dans les paragraphes suivants que le *shadow banking* remplit chacune de ces caractéristiques, et constitue en quelque sorte un prolongement des eurodollars dans le système financier international.

Le shadow banking

De nombreuses définitions existent du *shadow banking*. Tentons d'exposer ce dont il s'agit. Comme le système bancaire « traditionnel », les institutions impliquées dans le shadow banking opèrent une transformation de la maturité, en empruntant des titres (à court-terme) et en prêtant à long-terme. Précisons cependant que l'opposition

entre ce qui fait véritablement qu'une banque est une banque et non un simple intermédiaire financier n'a pas disparu. Les *shadow banks* ne sont pas des banques au sens de banques commerciales, puisqu'elles ne peuvent véritablement octroyer des crédits, se contentant d'activités d'intermédiation. Leur activité, et tous les montants qui transitent à travers elles supposent la création de monnaie par des banques commerciales traditionnelles, qui par opposition, ont ce droit. Nous allons tenter de répondre ici à trois questions : En quoi consiste le *shadow banking* ? Le *shadow banking* correspond-il à une création monétaire ? En quoi le développement du *shadow banking* aurait-il favorisé le dollar américain ?

Le *shadow banking* existe parce qu'il répond à un besoin. Pour Pozsar, le système bancaire est caractérisé par des insuffisances : d'une part, les épargnantes le plus fortunées, qui ont vu leur fortune augmenter considérablement avec la hausse des inégalités depuis les années 1980, sont réticentes à placer leur épargne dans un système bancaire qui non seulement n'offre pas une rémunération des dépôts intéressante, mais surtout ne garantit pas la sécurité de leur épargne. D'autre part, le gouvernement n'offre qu'une protection limitée de l'épargne à travers ses bons du trésor qui ne sont disponibles qu'en quantité limitée, et l'assurance des dépôts qui ne couvre qu'un montant plafonné d'épargne. Le *shadow banking* vient combler ce vide, en formant une assurance privée de dépôts¹⁷⁷. Le *shadow banking* repose sur une « usine à collatéral »¹⁷⁸ dans la mesure où les collatéraux les plus sûrs, ceux fournis par le Trésor américain, sont trop rares pour fournir le *repo market* (Gabor, 2016, p. 3). Il faut donc produire d'autres collatéraux, éligibles, qui serviront cette quête de sécurisation de l'épargne.

“One way to view the liabilities of the shadow banking system is to see them as an attempt by the private sector to replicate the liquid store of value function of state-issued money” (Michell, 2016, p. 14).

Pour que cette duplication paraisse acceptable, et que les passifs des *shadow banks* soient considérés comme des réserves de valeur liquides, le système repose sur une croyance collective.

“As long as markets in these instruments and the assets backing them as collateral remained liquid, they also provided the illusion to the holder of providing an effective liquid store of value which may be converted into “money proper” on demand at par” (Michell, 2016, p. 17).

¹⁷⁷ “This vacuum is best thought of as a result of a limited supply of government-guaranteed money market instruments on the one hand (that is, inelastic supply), and an aversion to unguaranteed exposures to the traditional banking system via uninsured deposits on the other hand (that is, inelastic demand)”.

¹⁷⁸ Un collatéral est compris ici comme un titre négociable émis par un gouvernement ou par le secteur privé.

Comment parvenir à produire cette illusion de sécurisation d'épargne ? Pour Gabor, le *shadow banking* repose sur deux éléments, i . la titrisation et ii. le *repo market*. La titrisation est l'élément qui a suscité le plus de travaux, dans la mesure où elle a été bien identifiée comme un canal central de la bulle financière qui a concerné les ménages *subprime* aux États-Unis dans les années 2000. Le *shadow banking* correspond dans cette vision à des opérations bancaires effectuées par des agents non bancaires grâce à des opérations de titrisation, qui opère une transformation de créances, grâce à un processus qui permet de rehausser la qualité des créances, et d'en faire des titres éligibles servant notamment à l'octroi de nouveaux financements.

Là où dans les systèmes bancaires classiques, les épargnants et les emprunteurs ont recours à la même entité pour les opérations d'intermédias, ce n'est plus le cas dans le système du *shadow banking*. Le *shadow banking* est caractérisé par un processus découpés en plusieurs étapes, dans lesquelles la titrisation est mobilisée à plusieurs reprises. Bien que certaines de ces étapes peuvent être parfois évitées, ou d'autres ajoutées, selon la qualité de la créance, et donc le degré de « recyclage » nécessaire pour produire un titre acceptable sur le marché, on peut citer sept étapes revenant dans les différents systèmes de *shadow banking* (Pozsar *et alii*, 2012).

- i. Origination d'emprunts hypothécaires : création de prêts financée par du papier commercial et des billets à moyen terme.
- ii. Stockage d'emprunts hypothécaires
- iii. Emission d'ABS, qui correspond au *pooling*
- iv. Stockage d'ABS
- v. Emission de CDO d'ABS : correspond aussi au *pooling*, les ABS sont structurés en CDO
- vi. Intermédiation d'ABS
- vii. Financement de gros

A plusieurs niveaux, on retrouve ainsi des activités de structurations pour créer de nouveaux produits, des activités de stockage et d'intermédiation. « Le système des *shadow banks* décompose le processus simple des prêts financés par les dépôts et conservés jusqu'à maturité, mis en œuvre par les banques, en un processus plus complexe, reposant sur les financements de gros et fondés sur la titrisation. Par ce processus d'intermédiation, les *shadow banks* transforment des prêts à long terme risqués (les prêts hypothécaires *subprimes*, par exemple) en des instruments apparemment sans risque de crédit et de court terme, semblables à de la monnaie (...) » (Pozsar *et alii*, 2012, p. 167). Comme nous le verrons bientôt, les engagements des *shadow banks* sont semblables à de la monnaie, mais ils n'en sont pas : ils ne sont que des promesses de monnaie, dont la circulation repose sur la croyance que les promesses seront tenues. Ces croyances se reflètent sur le marché, tandis que les promesses de rembourser au pair reposent sur le *repo market*.

Le *repo market* a un rôle extrêmement important dans le système financier actuel et dans la formation des crises financières. Le *repo market* est un marché sur lequel des agents appelés « dealers » vont distribuer des collatéraux en échange d'une certaine somme, tout en faisant la promesse de racheter à une date convenue et à un montant fixé à l'avance les mêmes titres. La différence entre la valeur du collatéral et le montant du prêt est exprimée en pourcentage, il s'agit du *haircut*. Quelles sont les motivations derrière le *repo market* ? Une transaction peut être *cash driven*, c'est-à-dire guidée par la volonté d'emprunter de l'argent, ou *security driven*, c'est-à-dire quand un agent en capacité de financement cherche à se procurer des titres particuliers.

En reprenant l'exemple donné par Garbade (2006, p. 28), voici à quoi ressemble une transaction sur un *repo market* à 10 jours (figure 30). Le *haircut* est ici de 2 %.

Figure 30 : Emprunt de 10 millions de dollars à un taux d'intérêt de 2 %, sur un repo à 10 jours

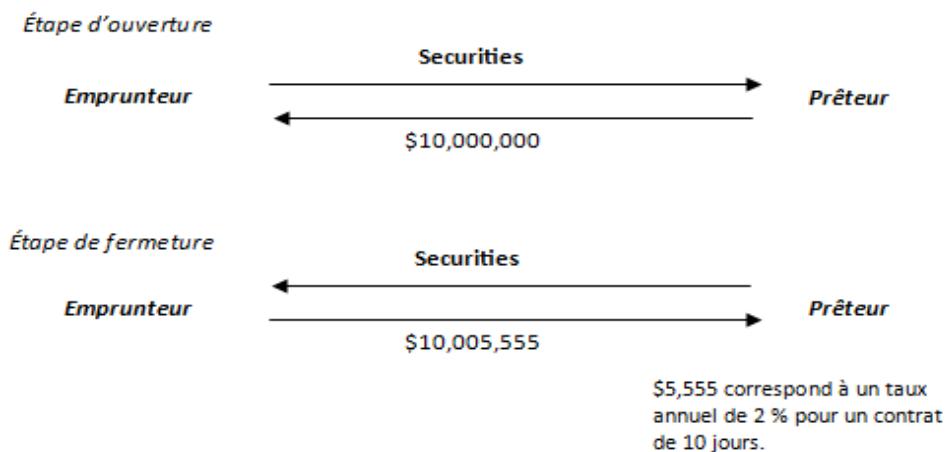


Figure de l'auteur, adapté de Garbade (2006, p. 28)

Il existe deux sortes de *repo markets* :

- Bilatéral : dans ce cas, il y a simultanéité de la transaction, la délivrance du cash s'opère lorsque les titres sont transférés au prêteur (on parle de *Delivery versus Payment*).
- Tri-party : Un agent tiers s'occupe des opérations d'évaluation et d'écriture comptable. Le prêteur de *cash* est donc libéré de ces tâches. Une banque de clearing fournit un support opérationnel afin d'organiser la transaction. Depuis que JP Morgan a décidé d'arrêter de fournir ce support en juillet 2016, il n'y a plus qu'une banque en charge du clearing (on parle de *government securities clearing banks*), The Bank of New York Mellon.

Lorsqu'un prêt sur le *repo market* est collatéralisé au moyen d'un titre sur un marché, la fluctuation de la valeur marchande de ce titre va générer des flux supplémentaires entre les deux parties, par le biais des appels de marge. Si le collatéral

voit sa valeur baisser, il faut que celui qui en a fait le dépôt reporte une quantité supplémentaire de collatéral en conséquence¹⁷⁹.

La combinaison de la titrisation et du *repo market* revient-elle à une création monétaire ? La question se pose dans la mesure où dans les économies contemporaines, la monnaie est créée par des institutions bancaires de manière endogène, et que le vocabulaire bancaire est employé pour désigner le *shadow banking*. Existe-t-il une explication du développement de la financiarisation et du *shadow banking* par la théorie qui se base sur une conception endogène de la monnaie (étudiée en section I.3) ? Pour Sawyer (2016), une distinction doit être faite entre les banques commerciales (qu'il appelle aussi banques de *clearing*) et les banques d'épargne (les *savings banks*). Les dettes de ces différents établissements qui sont, malgré cette différence, tout deux appelés des « banques », ne se valent pas¹⁸⁰. Le dollar libelle des dettes d'établissements financiers de statut différent, qui servent de moyens de paiement. Sawyer s'appuie ainsi sur cette hiérarchie pour montrer l'actualité de la théorie selon laquelle la monnaie est endogène. On perçoit ici aussi la distinction entre l'unité de compte, et les moyens de paiement qui sont mobilisés dans le circuit financier.

Selon Michell, le *shadow banking* n'est pas à l'initiative d'une véritable création de monnaie :

“the statement that shadow liabilities are money is not immediately valid from a circuitist perspective because these financial claims cannot be used either as a means of payment for goods and services or as a means of settlement for financial contracts. Nonetheless, the credit chains which exist in the shadow banking system do hold many of the characteristics of bank intermediation and operate through institutions which are closely connected to—and in many cases directly owned by—banks. Rather than money—in the sense of means of payment—the liabilities issued by the shadow banking system are near-monies: liquid short-term stores of wealth” (Michell, 2016, p. 2).

Les engagements des *shadow banks*, en revanche, disposent de caractéristiques de quasi-monnaies (« *near monies* » ou « *money-like claims* »). Non comptabilisées dans

¹⁷⁹ Gabor (2016, p. 5-6) explique cela clairement : “For example, the bank guaranteed the MMF deposit of USD 100 with USD 105 corporate bonds valued at market prices (5% haircut). If collateral falls in market value to 95, the repo is undercollateralized by USD 10. The MMF calls margin, asking the bank to top up the collateral portfolio with USD 10 new collateral. In a funding repo, the two parties agree on a set of securities that are equivalent as collateral, known as General Collateral (GC) repo. The bank will deliver USD 10 of any GC collateral”.

¹⁸⁰ “Clearing banks are then financial institutions whose liabilities (deposits) are generally accepted as means of payment and are readily transferable between economic agents. Money is viewed in terms of a means of payment, and any financial asset with value fixed in terms of the unit of account and generally accepted as a means of payment is treated as money. The liabilities of investment and savings banks in contrast are not immediately transferable between economic agents, though such deposits are fixed in value in terms of the unit of account and may be treated as ‘near-moneys’, especially where the deposits can be accessed at short notice. The clearing (commercial) banks create liquidity whereas the investment and savings banks circulate the existing liquidity between savers and investors” (Sawyer, 2016, p. 305).

l'agrégat M1, ni dans M2, ils sont des promesses d'échanger au pair (*at par*), sur demande, ce qui leur donne une qualité monétaire d'après Pozsar (2014, p. 9). Leur liquidité sur le marché peut servir à financer des opérations. Ils ne peuvent toutefois pas servir d'instruments pour éteindre une dette, c'est-à-dire comme un moyen de paiement final. Il n'y a donc pas de création monétaire au sens strict du terme.

En quoi le développement du *shadow banking* aurait-il favorisé le dollar américain ? Ce sujet n'a pas fait l'objet d'études approfondies dans la littérature. Pourtant, en tant qu'ensemble d'innovations financières majeures, largement adopté par les institutions financières opérant en dollar, le *shadow banking* a été un élément stimulant pour l'attractivité du système financier américain. Ce dernier n'est pas insensible aux innovations. L'innovation financière peut se définir comme la création et l'adoption par les institutions financières de nouvelles façon d'opérer et/ou de nouveaux types de produits. Le progrès technologique se conçoit comme un défi pour la structure institutionnelle existante, qui appuie ou non son développement¹⁸¹. L'innovation financière n'y déroge pas : pour être intégrée à une structure institutionnelle, elle doit remplir un certain nombre de conditions.

“Technological progress has to meet specific conditions in order to be successfully integrated in the institutional structure. The most important of these conditions are (i) the acceptance by the community of users, and (ii) the codification of the status and normative implications of technological innovation in the working rules. Acceptance is conditioned by the institutional structure that defines and enforces the division of power and privileges, and reflects the accumulated knowledge of the “ways and means.”” (Papadopoulos, 2015b, p. 136).

En réalité, les pratiques du *shadow banking* ont représenté une opportunité pour le système financier américain et pour le dollar. Dans un article de 2014, Tokunaga et Epstein montrent dans quelle mesure le *shadow banking* a renforcé le statut du dollar à travers sa dynamique, que les autres monnaies n'ont pas suivi, bien que celles-ci se soient lancées par la suite dans des opérations semblables. Leur contribution montre que dans la dénomination des titres financiers plus « traditionnels » tels que les actions et les obligations, le dollar US a été concurrencé par le yen, et surtout par l'euro (ce dernier passant, pour la dénomination des titres de dette internationale, de 29,5 % en 2000 à 46,8 % en 2004, soit devant le dollar américain dont la part était tombée à 37 % en 2004). Le *shadow banking* et sa formidable dynamique a permis au dollar de conserver son rôle de monnaie de dénomination des dettes. La dynamique d'innovation financière aurait favorisé la monnaie américaine, puisque ses propriétés permettent, hors période de crise, d'augmenter la liquidité des titres financiers, et donc la vitesse de circulation des actifs.

¹⁸¹ “New rules have to be consistent with the overall institutional structure and its underlying logic, so as not to disrupt the institution's operation. Progressive instrumental thinking should not come into direct conflict with the dominant attitudes that inform social organization and existence” (Papadopoulos, 2015b, p. 138).

“Similar to the velocity of money, the velocity of collateral—is defined as the ratio between primary source collateral and total collateral received—can support multiple financial transactions in the global shadow banking system” (Tokunaga et Epstein, 2014, p. 24).

La liquidité présente sur le marché en dollar US, permise par la circulation des actifs (en particulier sur le *repo market*), a donc favorisé la monnaie américaine¹⁸². La liquidité est un attribut recherché sur ce marché par les firmes transnationales, afin de satisfaire les différents motifs qui les amènent sur les marchés financiers. Il nous reste à montrer dans quelle mesure la monnaie américaine a bénéficié de l’intervention assumée des autorités monétaires et budgétaires dans le *shadow banking*, interventions indispensables à la liquidité du marché.

Le rôle de la Réserve Fédérale et du Trésor américain

Commençons par une des fonctions essentielles que la Réserve Fédérale a assuré dans les temps forts de la crise, celui de prêteur en dernier ressort. Une des mesures les plus significatives a été la signature de contrats swaps avec des banques centrales étrangères. La FED a ouvert des lignes de crédit directement auprès de banques centrales pour ouvrir des canaux supplémentaires d'accès aux facilités en dollar américain. Elles sont venues s'ajouter aux mesures d'urgence décidées à l'égard des banques américaines, ou des branches américaines des banques étrangères.

“Although U.S. branches of foreign banks could borrow dollars from the Fed, many foreign banks could not. The Fed stepped in by offering dollar swap lines to foreign central banks, which enabled these central banks to provide dollar liquidity to banks within their jurisdictions” (Broz, 2015, p. 330).

Les banques centrales du reste du monde ne pouvant pas créer de dollar, elles ont cependant pu bénéficier d'un accès au guichet de la FED, moyennant un intérêt payé à la FED, et en assumant elles-mêmes les risques associés aux crédits octroyés par la suite via ces nouvelles lignes. Comme le précise Broz dans son étude, ces swaps ont toutefois été accordés à un nombre restreint de pays. L'auteur recense quatorze accords, signés entre décembre 2007 et octobre 2008 avec la Banque centrale européenne, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon, la Banque Nationale Suisse, et la Banque du Canada, auxquelles s'ajoutent les autorités monétaires de neuf autres pays : Brésil, Corée du Sud, Suède, Danemark, Norvège, Australie, Nouvelle-Zélande, Mexique, Singapour. Avec les

¹⁸² Norfield, qui s'est intéressé aux marchés dérivés, rejoint lui aussi cette thèse selon laquelle le système financier contemporain, avec ses turbulences, a favorisé le statut du dollar américain. « The ensuing financial turmoil actually boosted the role of the US dollar in global markets, given the inability of any other country to offer an alternative world money. The dollar remains by far the major global currency for international trade deals and financial flows, with dollar-based asset markets being the largest and most liquid for international investors » (Norfield, 2013).

cinq premières institutions, l'accord a été renouvelé et considéré comme permanent en octobre 2013, formant le C6 (le « 6 » correspondant aux cinq banques centrales plus la Réserve Fédérale) tandis qu'avec les neuf autres, l'accord a pris fin à sa date d'expiration, en février 2010.

Pour Mehrling, la FED est venue au secours des banques étrangères pour tenter de les empêcher de liquider leurs créances les plus mauvaises, et pour relâcher la pression sur le *Fed funds rate*, c'est-à-dire sur les correspondants bancaires américains. Par ailleurs, la Fed a joué un rôle plus particulier encore, lié à l'évolution du système financier international. Face à un système financier de plus en plus basé sur le marché (« *market-based* »), la banque centrale a joué le rôle de *dealer of last resort*.

Le fonctionnement du shadow banking, loin d'effacer la banque centrale, lui confie au contraire un rôle primordial. Gabor (2016), ainsi que plusieurs travaux de Zoltan Pozsar ou de Perry Mehrling permettent de s'éloigner de la vision standard que les économistes ont le plus souvent des banques centrales, considérées comme indépendantes du politique et de la politique budgétaire. Il est largement accepté chez les analystes du *shadow banking*, que le Trésor joue un rôle central : ils ne peuvent que constater l'importance des bons du trésor dans la liquidité des marchés financiers.

La réserve fédérale est qualifiée de *Dealer of last resort* par Mehrling, car elle a démontré la fonction qu'elle avait de « distribuer » de quoi maintenir les échanges sur un système financier qui est désormais largement basé sur le marché (*market-based*). Si Mehrling emploie le terme de *dealer*, par opposition à « prêteur » (*lender*), c'est du fait des changements du système financier.

“While traditional commercial banks hold nontradable bank loans on the asset side of their balance sheets and nontradable deposits on the liability side, dealers hold tradable securities on the asset side and collateralized short-term financing instruments such as repos on the liability side” (Adrian *et alii*, 2009, p. 5).

Le rôle du trésor américain et de la Réserve Fédérale dans l'encadrement du système du *shadow banking*, a été réaffirmé à travers plusieurs mécanismes mis en place en urgence pour stabiliser le système financier américain et mondial. En réalité, ce sont les différentes étapes du *shadow banking* qui ont bénéficié de garanties par la Réserve Fédérale (Pozsar *et alii*, 2012). Il est aisément de se perdre dans les nombreux acronymes correspondant à chacune des mesures prises. Nous retiendrons toutefois les principaux.

Sur le marché des *repo*, plus précisément sur le *tri-party repo market* (dont nous avons rappelé les principes de fonctionnement dans les paragraphes précédents), la Réserve Fédérale est intervenue pour fournir un filet de sécurité aux échangistes, afin de

mettre un terme au gel des transactions que subissait ce compartiment du marché¹⁸³. La solution proposée par la FED a été la création en mars 2008, quelques heures après la chute de Bear Sterns, de la *Primary Dealer Credit Facility* (PDCF). Il s'agissait de faciliter l'approvisionnement en liquidité des contreparties, et d'étendre le spectre des collatéraux éligibles à ces liquidités sur le *tri-party*.

“By expanding the collateral acceptable to the PDCF program to all triparty collateral, the Fed provided a means for the dealers to obtain funds against any collateral they had in triparty repo transactions. So dealers that were unable to find financing for their collateral in private markets could turn to the Fed” (Adrian *et alii*, 2009, p. 7).

L’élargissement du spectre des collatéraux éligibles sur le repo market a stabilisé le marché : le refinancement en collatéraux par les parties privées qui subissent des appels de marge a été facilité, évitant à ces derniers de vendre à leur tour des actifs pour dégager de la trésorerie. Cela permet d’ enrayer la crise.

La *Commercial Paper Funding Facility* (CPFF) a été mise en place pour garantir l’émission de *Commercial Paper* (des titres de créances négociables émis sur le marché monétaire) et d’*asset backed commercial paper* pour les originateurs et les stockeurs de prêts (Adrian *et alii*, 2011, Pozsar *et alii*, 2012, p. 179).

“The goal of the CPFF was to address temporary liquidity distortions in the commercial paper market by providing a backstop to U.S. issuers of commercial paper. This liquidity backstop provided assurance to both issuers and investors that firms would be able to roll over their maturing commercial paper. The facility enabled issuers to engage in term lending funded by commercial paper issuance, which in turn enhanced the ability of financial intermediaries to extend crucial credit to U.S. businesses and households” (Adrian *et alii*, 2009).

A ces différentes facilités peuvent être ajoutées la *Term Asset-Backed Loan Facility* (TALF) qui offre des garanties dans le processus d’émission des ABS. La *Term Securities Lending Facility* (TSLF), l’*Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility* (AMLF), la *Money Market Investor Funding Facility* (MMIFF) sont d’autres facilités – parmi d’autres – conçues pour offrir des garanties de la Réserve Fédérale lors d’autres étapes du *shadow banking*.

Peut-on pour autant penser que toutes ces facilités et ces mesures d’urgence ont favorisé l’adhésion à la monnaie américaine ? Au XIX^e siècle, Bagehot (1874) avait décrit l’importance que revêt l’existence d’un prêteur en dernier ressort pour le fonctionnement pérenne d’un système monétaire et financier.

¹⁸³ Le gel des transactions a été le principal problème rencontré par le *tri-party repo market*, contrairement à ce qui est arrivé au *bilateral repo market*, qui en revanche a connu une hausse brutale du *haircut*.

Mehrling *et alii* (2015) ont réactualisé cette analyse, en l'appliquant au fonctionnement du système actuel du *shadow banking*, c'est à dire un système de financement basé sur le marché. La différence entre le monde de Bagehot et celui de Mehrling se trouve dans la définition de l'assurance de la liquidité : il existe désormais de multiples contrats swaps, passés entre acteurs privés, qui généralisent les assurances contre les risques. La promesse de remboursement au pair d'un titre ne fait pourtant que déplacer la contrainte de liquidité. Comment parvenir en période de crise à faire face à ses obligations de remboursement au pair sur demande ? Obligé de vendre des actifs pour obtenir du cash et ainsi faire face à ses promesses, un agent sera contraint par la valeur (fluctuante) des actifs sur le marché. Ceci explique la nécessité d'une banque centrale soutenant la valeur de marché des collatéraux, et acceptant d'élargir son bilan avec des actifs nouveaux. C'est ainsi qu'elle devient le *dealer* en dernier ressort.

Dans la lecture de Bagehot comme dans celle de Mehrling, l'intervention de l'autorité monétaire est une étape indispensable à la cohérence et à l'intégrité d'un système intrinsèquement instable. Dans la contribution de Mehrling *et alii* (2015), elle s'adapte à un système de crédit qui s'étend à une échelle internationale, parce que le dollar américain est internationalisé. L'intervention s'appuie sur les bons du trésor américain (les *T-bonds*). Progressivement, la communauté financière internationale a reconnu que la fourniture de bons du trésor permettrait de stabiliser les marchés repo, en période de crise, en facilitant les opérations réalisées par le secteur privé.

“Highly liquid assets with limited price volatility would be used as safe repo collateral, to preserve access to repo funding during periods of market stress, since liquidity meant less frequent margin calls” (Gabor, 2016, p. 14).

La Réserve fédérale a en effet renforcé cette coopération avec le Trésor américain à l'occasion de la grande crise de 2008 pour tenter de stabiliser les marchés, et sortir l'économie de la situation de fragilité dans laquelle elle se trouve. Les bons du trésor ont été particulièrement sollicités. Le cas américain apparaît cependant particulier, qu'il s'agisse de sa dimension mais aussi sa régulation.

“However, the particular experience of the US, largely shaped by the status of the US dollar as international reserve currency, may provide limited insights. The liquidity implications of shadow money cannot be understood solely from the asset market that is a safe haven for the entire global financial system, the US Treasury market” (Gabor et Vestergaard, 2016, p. 29).

Cette dernière citation conforte notre point de vue selon lequel le *shadow banking* est intrinsèquement lié au statut international du dollar américain. Elle laisse entendre que le fonctionnement du *shadow banking* américain doit sa liquidité à la demande de dollar (et de bons du trésor américain) exprimée par le reste du monde. L'intervention budgétaire, en coopération avec le stimulus monétaire, est donc plus aisée du fait de ce statut international du dollar (McCulley et Pozsar, 2013, p. 27). Cette affirmation vaut dans l'autre sens, soit que le dollar renforce son statut grâce à l'existence d'un système

financier de type *shadow banking* lui-même consolidé par la coopération entre le Trésor américain et la Réserve Fédérale. Comme nous l'avons vu au début de cette section, le *shadow banking* vient répondre à l'évolution du système financier qui exprime une demande de sécurisation de l'épargne. En exauçant le souhait des marchés financiers, les autorités américaines ont dans le même temps renforcé l'adhésion des marchés au système-dollar. Gabor (2016, p. 8) parle même de relation « symbiotique » entre le *repo market* et le marché des bons du trésor américain.

Le *shadow banking* ne se limite pas à un arbitrage réglementaire, qui aurait pour aboutissement l'émergence d'un système bancaire parallèle : il traduit une quête de sécurisation de l'épargne, et la mutation d'un système financier. Rappelons que dans le système financier que nous connaissons, la notion de sécurité de l'épargne est une notion relative, qui repose sur la confiance des agents, cette dernière se trouvant renforcée par l'engagement des autorités monétaires. À compter de la crise de 2008, les autorités monétaires sont venues au secours de ce système financier à travers des politiques dites non-conventionnelles, renforçant une attraction déjà grande pour le dollar américain.

Toutes les monnaies ne bénéficient pas d'une telle assistance. Gabor a montré la réticence de certaines autorités monétaires à suivre cette direction, notamment la Bundesbank, du moins jusqu'en 1996, au nom de la distance qu'elle a longtemps affirmé vouloir conserver avec les autorités budgétaires. À l'inverse, l'affirmation selon laquelle la Réserve Fédérale garantit l'intégrité de son système de paiement semble, de notre point de vue, lui assurer une avance dans la supervision du système financier moderne. Il s'agit d'un atout important pour le dollar, renforçant auprès des acteurs les incitations à adhérer à la monnaie américaine pour les transactions internationales.

Conclusion : Une relation de complémentarité entre financiarisation et statut international du dollar américain

L'internationalisation du dollar et la financiarisation de l'économie mondiale semblent être complémentaires. La mutation du système financier en dollar, telle que nous venons de l'analyser, apparaît comme une nécessité dans un monde qui utilise pour des transactions internationales une monnaie nationale, le dollar américain, car la logique des paiements internationaux appelle à une création de liquidités à laquelle un système national ne peut faire face qu'avec la construction d'un échafaudage intrinsèquement instable, et voué à s'effondrer lors des épisodes de crises majeures.

Les échanges internationaux de biens et de services se tiennent dans ce cadre. Leur augmentation depuis les années 1970 est en partie le résultat de la segmentation accrue du processus de production, dans une optique d'extraction de valeur actionnariale. Sous cet angle, une partie du commerce est le résultat du changement de forme de la production internationale, qui a été elle-même de manière croissante guidée par des objectifs financiers. Par ailleurs, les firmes engagées dans les échanges internationaux gèrent leur trésorerie de telle sorte qu'elles ont abondamment recours à des produits

financiers que seuls peuvent fournir les systèmes financiers les plus sophistiqués. La globalisation marchande, en connectant intensément différents espaces nationaux, créé un besoin de sécurité et de couverture auquel le système financier américain pourvoit.

L'ouverture généralisée des économies à la globalisation permet aux firmes américaines d'utiliser plus volontiers le dollar ailleurs qu'aux États-Unis, et aux firmes du reste du monde d'utiliser le dollar dans leurs propres opérations, aux États-Unis et ailleurs, puisque la plupart des contrôles sur les flux financiers ont disparu. La globalisation – marchande et financière – a créé un espace fortement concurrentiel. Le dollar en est son langage, il en assure la cohérence. Pour cette raison, la globalisation a représenté le terrain de l'expansion internationale du dollar. Le système financier international est amené à un usage massif du dollar américain, non seulement du fait de la taille – et donc l'attraction – que représente le marché américain en dollar, non seulement du fait de la prépondérance historique des États-Unis, mais aussi parce que l'économie mondiale a épousé une trajectoire à laquelle le dollar a su répondre en faisant évoluer son système de paiement vers une souplesse plus grande et en multipliant les instruments de paiement dont ont pu disposer les acteurs du reste du monde.

4. Inertie du dollar ?

La littérature académique explique le statut actuel du dollar sur le plan international par la présence d'une « inertie » associée aux propriétés de la monnaie internationale. Cette section a pour ambition de proposer, tout en utilisant les résultats des sections précédentes, une définition de l'inertie afin de comprendre la persistance de l'usage du dollar dans les échanges internationaux, définition qui rejette néanmoins les approches individualistes et utilitaristes de la monnaie. Dans notre lecture, l'inertie s'explique par la nature totalisante de la monnaie, faisant corps, restant solidaire des rapports économiques qu'elle rend possibles.

Introduction : Peut-on parler d'inertie du dollar ?

Si au lendemain de la seconde guerre mondiale, il apparaissait bien logique que la monnaie des États-Unis, première puissance mondiale, s'impose comme la monnaie des échanges internationaux, beaucoup d'analystes s'étonnent qu'il en soit toujours ainsi aujourd'hui. Avec les trois sections précédentes, nous avons vu que le dollar a réussi à surmonter l'émergence d'autres monnaies, et à se maintenir comme monnaie de dénomination et de règlement du commerce international. Faut-il y voir une forme d'inertie de la monnaie américaine ? Nous avons auparavant écrit que le dollar avait été favorisé par la prédominance commerciale des États-Unis, et que la monnaie américaine s'est internationalisée lorsque les États-Unis étaient largement excédentaires. La puissance mercantiliste avait alors été un atout puisque l'expansion commerciale du pays a offert au système financier américain l'opportunité d'étendre ses activités de financement à une échelle internationale, ce qui a permis l'internationalisation de la monnaie. A l'inverse, le déficit commercial américain ne devrait-il pas fragiliser la domination du dollar ?

La littérature académique a mentionné à de nombreuses reprises que le dollar, en tant que monnaie internationale, bénéficie d'une inertie préjudiciable aux autres monnaies, sans que le concept d'inertie n'ait été développé plus en détail. Il s'agirait d'une caractéristique propre à la monnaie, puisqu'elle parvient à contrer les variables « fondamentales » qui fragilisent sa légitimité aux yeux des analystes.

Par exemple, Goldberg (2010), de la Réserve Fédérale de New York, évoque l'inertie comme le premier facteur responsable du maintien du statut du dollar américain

dans sa position de monnaie internationale¹⁸⁴. Le dollar ne ferait en cela que suivre le chemin emprunté par la livre sterling dans la première moitié du XX^e siècle (Schenk, 2010). Il a fallu au dollar américain environ trente ans, entre la fin de la première guerre mondiale et la fin de la seconde, pour s'imposer véritablement et remplacer la livre sterling. L'inertie de la livre sterling s'est prolongée dans les années qui suivirent la seconde guerre mondiale. Pour Blinder (1996), alors que son déclin semble s'amorcer dès les années 1990, le dollar américain devrait lui aussi bénéficier d'une inertie.

Pour Moss (2011), l'inertie caractérise la monnaie internationale. Les pratiques monétaires des coéchangistes internationaux évoluent lentement, ce qui, d'une part, en fait pour cet auteur un sujet « peu palpitant » à étudier¹⁸⁵, et d'autre part, explique le retard de la croissance de l'euro face au dollar, en dépit de la crise financière de 2008 qui aurait du pénaliser l'économie américaine, puisqu'elle en était l'épicentre. Pour Cohen (1997), l'inertie, qui trouve d'abord sa source dans la peur de l'inconnu et dans une préférence pour une certaine routine établie, est un phénomène récurrent qui prolonge la vie des monnaies dominantes¹⁸⁶.

Cette section a pour but de comprendre l'inertie monétaire évoquée dans la littérature, puis de la situer par rapport à la théorie monétaire. Enfin, nous donnerons notre propre explication de l'inertie du dollar. La section sera divisée en trois parties. La première tentera de proposer une explication à ce que la littérature entend par inertie de la monnaie, en insistant sur la lecture, très répandue, en termes d'encaisses et d'externalités de réseaux. La seconde partie effectuera un rappel nécessaire sur la nature de la monnaie, qui contient en elle-même, dans ses propriétés, les conditions d'une inertie à travers l'analyse de la monnaie en tant qu'institution. La troisième partie reprend l'analyse du fonctionnement et des institutions du dollar, qui génèrent la résilience des pratiques monétaires. Malgré une situation jusqu'à présent en faveur de la monnaie américaine, les échangistes ne sont pas éternellement voués à utiliser le dollar. Celui-ci a été et sera exposé à une remise en question dès lors que les structures qui favorisent son usage ne correspondent plus à ce dont les participants au commerce international ont besoin. La troisième partie s'achève avec l'étude des possibilités d'une destitution du dollar.

¹⁸⁴ Cette inertie s'exprime à travers la difficulté des usagers à passer à un système monétaire alternatif : “The dollar’s established and deep role in international markets may make it difficult for users to shift to a less entrenched currency” (Goldberg, 2010, p. 2).

¹⁸⁵ “The international use of currencies does not rank among the most exciting fields of international economics. The global use of currencies tends to be very slow-moving, driven by stable equilibria and characterised by considerable inertia” (Moss, 2011, p. 72).

¹⁸⁶ “In practice, it would not be at all irrational for market agents, at least at the outset, to prefer the tried-and-true to the experimental. Inertias similar to those that prolonged the life of other key currencies in the past, therefore, are highly likely to manifest themselves again” (Cohen, 1997, p. 236).

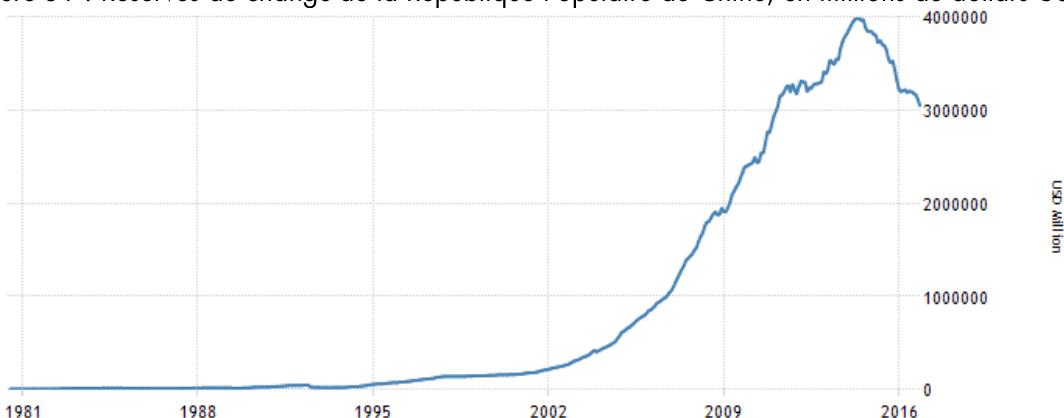
Comprendre l'inertie dans la littérature

En rassemblant les études qui concluent à l'inertie du dollar américain dans les échanges internationaux, on remarque que ces études associent l'inertie à un petit nombre de facteurs, qui se renforcent mutuellement. Deux facteurs apparaissent clairement : les encaisses de monnaie – c'est-à-dire les réserves accumulées en dollar américain –, et les effets de réseaux.

Les encaisses de monnaie

L'accumulation de réserves en dollars américains, sous forme de dépôts bancaires ou de titres tels que les bons du trésor américain, favorise le maintien du dollar comme monnaie internationale. Ce point de vue trouve un écho important, en particulier avec l'accroissement des déséquilibres internationaux, entre des pays qui ont des excédents, et d'autres qui affichent des déficits récurrents. Dans ce cadre, les réserves accumulées par certaines économies, à l'image de la Chine, sont telles que ces dernières ont intérêt à assurer la pérennité de ce système.

Figure 31 : Réserves de change de la République Populaire de Chine, en millions de dollars US



Source : site internet <http://www.tradingeconomics.com> à partir de données de la PBoC

La détention par la Chine de plus de 3 trillions de dollars de réserves de change (figure 31 ci-dessus) pousse en effet les autorités chinoises à souhaiter une stabilité (sinon une appréciation) du dollar américain, ainsi qu'un usage important sur les marchés, afin que ces réserves soient liquides en cas de nécessité. Elle est enclue à acheter des avoirs en dollar lorsque la monnaie américaine menace de s'effondrer. Précisons que si la Chine détient de loin les montants les plus importants de réserves en dollars, elle n'est pas la seule dans cette situation. Beaucoup de pays détiennent des réserves importantes, à l'image du Japon, ou encore des pays producteurs de pétrole (en particulier du Golfe persique). Ils sont eux aussi préoccupés par le sort du dollar. C'est la thèse de Prasad (2014), dans *The Dollar Trap*, qui explique que les réserves accumulées en dollar américain en dehors des États-Unis force les économies ayant accumulé ces réserves à se porter au secours du système monétaire américain, notamment à travers un

prolongement de l'accumulation de réserves, parce qu'elles ne souhaitent pas voir l'encours de leurs réserves chuter.

Au final, dans une telle situation, personne ne désire avec enthousiasme la monnaie américaine, mais les intérêts de chacun se trouvent dans le maintien de son statut de telle sorte que la seule stratégie raisonnable à court terme est de participer à son maintien. Comme l'écrivait McKinnon (2010, p. 1), « *Nobody may love the dollar standard, but it is too valuable to lose and too difficult to replace* ». Le dollar est ainsi « malaimé » (*unloved* selon le titre de l'ouvrage de McKinnon, 2012), mais l'économie continue, malgré un fort ressentiment, d'en faire usage.

Le réseau et les coûts de transaction

Pour Benjamin Cohen, les systèmes monétaires sont caractérisés par des externalités de réseaux, et l'économie des réseaux permet d'expliquer à la fois la tendance à la polarisation des acteurs sur un medium monétaire (au niveau de l'infrastructure), en même temps que la tendance inverse à la pluralité de ces réseaux, du fait de la difficulté à rassembler les informations en amont et à assurer la sécurité et la pérennité du système monétaire¹⁸⁷. Toutefois la plupart des modèles établis en macroéconomie insistent sur la première tendance, qui favorise la polarisation, en mettant en évidence la capacité de l'infrastructure à agréger autour d'elle les acteurs, grâce à des coûts de transaction décroissants.

“Most of these endogenous exchange-cost models suggest that thick-market or network externalities imply substantial self-fulfilling forces, giving the incumbent dominant vehicle currency a considerable competitive advantage over its potential rivals. Since it is most used, its transaction costs are the lowest and there is little incentive for an individual agent to deviate and use another vehicle currency, unless everybody else decides to do the same” (Hartmann, 1998, p. 23).

Cette décroissance des coûts de transaction rend parallèlement coûteux – et par conséquent décourage – le projet de créer un nouveau réseau, c'est-à-dire un système monétaire concurrent. Cela permet à une monnaie de voir sa durée de vie prolongée.

¹⁸⁷ “Two distinct structures are recognized in the organization of “spaces-of-flows”: the “infrastructure”, which is the functional basis of a network; and the “infostructure”, which provides needed management and control services. Economies of scale, by reducing transactions costs, promote a consolidation of networks at the level of infrastructure. At the infostructure level, by contrast, the optimal configuration is more decentralized and competitive in order to maximize agent responsibility. A natural trade-off exists, therefore, that is more likely to result in intermediate solutions than in either absolute centralization or decentralization - in short, currency regions rather than either a single universal money or insular national currencies” (Cohen, 1997, p. 228).

« The important role of inertia is usually attributed to network externalities that prolong reserve currency status beyond the time predicted by economic fundamentals » (Schenk, 2010, p. 29).

Alors qu'il étudie le rôle international de l'euro, De Boissieu (2005, p. 618) est conduit à constater que « l'effet d'inertie joue en faveur du dollar, qui bénéficie beaucoup plus que l'euro de la densité de ses réseaux et de son « club », avec les externalités positives associées ». La nécessité d'infrastructure et le besoin d'une monnaie véhiculaire sont ainsi parmi les principales explications de la polarisation des échangistes autour du dollar américain. Evoquer la question de la monnaie véhiculaire nous ramène au problème du « N-1 taux de change ». Ce problème est exposé par McKinnon (1979) et fait référence au rôle assuré par le dollar sur le marché des changes, le dollar servant de point nodal dans le réseau des monnaies. Prenons deux économies, le Chili et la Corée du Sud. Il est plus cher pour chacune d'elles d'ouvrir un corridor entre leur devise : les faibles volumes monétaires rendront les opérations chères en tenant compte des frais sur les opérations de change, tandis que le dollar va être utilisé pour la plupart des transactions de ces deux pays vis-à-vis du reste du monde. Le dollar américain sert ainsi de monnaie véhiculaire grâce aux faibles coûts de transaction qu'il implique, même si deux opérations (peso chilien/dollar puis dollar/won sud-coréen) sont nécessaires.

L'attraction d'un système est renforcée parce que la seule participation des échangistes rend le système plus attractif. La façon dont un système monétaire est renforcé par son propre usage fait ainsi penser à un effet *bootstrap*, le terme anglais signifiant la capacité à se hisser soi-même, par ses propres efforts.

« le *bootstrap effect* est spécifique à la monnaie à cause de la causalité circulaire qu'il implique : l'intermédiaire des échanges est tel parce qu'il permet un coût de transaction inférieur à tout autre moyen et il a un coût de transaction inférieur parce qu'il est intermédiaire des échanges » (Cartelier, 2001, p. 1000).

Cet effet trouve un écho parmi les observateurs des relations monétaires internationales. La livre sterling a bénéficié de son réseau, à travers le formidable centre financier de Londres, appelé à rester encore longtemps de première importance, même s'il bénéficie aujourd'hui bien plus au dollar US qu'à la livre sterling (Young, 1999, p. 320-321). Aujourd'hui, le dollar américain circule dans un important réseau bancaire qui contribue à son inertie. En utilisant les statistiques fournies par SWIFT, l'organisation qui produit les messages financiers standards utilisés dans les paiements internationaux, Cook et Soramäki (2014) montrent que parmi les *hub countries*, c'est-à-dire les principaux pays par qui transitent les paiements internationaux, les États-Unis sont largement dominants (Figure 32 ci-dessous). Le réseau est d'autant plus un facteur d'inertie que les institutions qui opèrent en dollars sont le plus souvent à l'initiative des nouveaux standards utilisés dans les transactions internationales.

Figure 32 : Représentation des principales relations internationales de paiements



Source : Cook et Soramäki (2014). Les pays en bleu sont les *hub countries*.

Pour De Boissieu (2005, p. 618-619), « l'effet d'inertie joue spécialement pour la fonction transactionnelle remplie par la monnaie : poids des habitudes de paiement, avantages des réseaux monétaires étendus en termes d'économies d'échelle et d'externalités, connexion étroite entre la dimension géopolitique et la concurrence des monnaies ». L'inertie serait en quelque sorte un prolongement de la confiance méthodique, c'est-à-dire une absence de méfiance, à l'égard d'une monnaie solidement ancrée dans les pratiques routinières des acteurs.

Pour résumer les arguments récurrents de la littérature, le dollar persiste donc à dominer les échanges à cause de la peur du changement par rapport à des routines établies, des économies d'échelle permises par le dollar, et des externalités de réseaux¹⁸⁸.

L'inertie de la monnaie, une défaillance de marché ?

La vision qui domine les études réalisées en économie internationale est celle du déclin relatif de l'économie américaine. En raison de l'état de santé de l'économie américaine, jugé inquiétant, la littérature considère que l'économie internationale dominée par le dollar est de fait confrontée à une inertie du dollar. Le déclin américain se reflèterait en premier lieu par les déficits récurrents des États-Unis, à la fois budgétaire et du compte courant, reflets eux-mêmes d'une longue décadence de l'hégémon, et qui devraient, d'après cette même littérature, inspirer une crise de confiance. On peut citer Chinn et Frankel (2008, p. 10) pour rappeler cette vision.

¹⁸⁸ « The dollar persists because investors are risk averse (inertia), because transaction costs are lower for the dollar (scale economies), and because the more the dollar is used the more it makes sense for additional investors to use it (network externalities) » (Norrlöf, 2010, p. 197).

« A more important negative for the dollar is the fact that the United States is now a large-scale debtor country. Even if the Federal Reserve never succumbs to the temptations or pressures to inflate away the U.S. debt, the continuing U.S. current account deficit is always a likely source of downward pressure on the dollar. Such fears work to make dollars unattractive ».

Les travaux de Chinn et Frankel sont représentatifs de cette vision. Plus largement, les travaux qui s'inquiètent du niveau de la dette publique américaine y voient le signe d'une dégradation des fondamentaux. A terme, toujours selon cette vision, la monnaie de l'économie en déclin ne peut échapper à un retrait international, ce qui donne lieu à de nombreuses publications.

“Once a particular nation’s money has become accepted as a key currency, it is able to maintain that status regardless of changes in the strength of that nation’s economic fundamentals, not to mention its military might, diplomatic presence, or cultural dominance. Every time some sign emerges of the weakening of the US economy, a crop of reports appears pronouncing the dollar’s death as the key currency” (Iwai, 2011, p. 258).

Le maintien du statut du dollar, dans un contexte de déclin de l'économie américaine, est incompréhensible à travers une conception utilitariste, instrumentale de la monnaie¹⁸⁹. Cette dernière invoque alors l'inertie de la monnaie, comme une hypothèse ad hoc. C'est un élément qui tente de combler cette lacune dans la théorie. L'inertie de la monnaie apparaît comme une rustine sur l'échafaudage intellectuel de l'individualisme méthodologique dans sa tentative de comprendre les phénomènes monétaires¹⁹⁰. Elle semble en fait emblématique d'une insuffisance de la théorie standard. C'est ce que l'on est invité à penser si l'on observe à la fois la récurrence du terme, et l'absence de sa définition.

L'inertie pose en effet problème à la théorie économique dominante basée sur une vision instrumentale de la monnaie. Si l'on considère que les agents choisissent la monnaie pour ses qualités intrinsèques, pourquoi seraient ils contraints par une force abstraite, l'inertie ? Une caractéristique propre au marché ne serait-elle pas d'offrir des choix sans cesse plus nombreux aux individus¹⁹¹. La monnaie constituerait-elle une exception en la matière ?

¹⁸⁹ Le déclin des États-Unis est d'abord en soi contestable, puisque les critères selon lesquels l'économie américaine est analysée comme déclinante sont sujets à discussion, en particulier si on l'observe à travers la notion de pouvoir structurel (Strange, 1987). Toutefois, cette section de thèse ne souhaite pas rentrer dans une telle discussion. Il y a déjà beaucoup à dire du point de vue de la théorie monétaire.

¹⁹⁰ Cela rejoint la critique de Brisset (2015, p. 629) qui écrit que « Sur un plan conceptuel, l'utilisation de la notion d'institution est le résultat de l'impasse explicative d'un individualisme méthodologique pur ».

¹⁹¹ “The madness of choice is a symptom of the economic logic of markets. There are three primary ways markets can expand: spatially, temporally and differentially. [...] The explosion of choices is not, of course, limited to consumer goods but extends to all aspects of life” (Taylor, 2013, p. 4).

Quelle explication trouver dans la théorie ? Si on reprend les enseignements de la théorie dans sa version la plus standard (Menger, 1892), celle-ci fait reposer l'élection de la monnaie sur un mythe fondateur, celui partant du troc, pour ensuite mettre en scène une élection, par les individus, du bien qui deviendra monnaie, sélection progressive qui intègre de manière croissante le comportement des autres (les autres individus marchands). Le principe de la sélection est confiné dans une « dépendance au sentier » (path-dependency) qui s'apparente de plus en plus à une convention. Le phénomène est ensuite autoentretenu par l'existence des coûts de transaction, ce qui peut déboucher en toute logique sur la domination d'un médium monétaire très inférieur à ce que les individus peuvent espérer pour maximiser leur utilité. “With strong path-dependency, the initial salience of an inferior outcome may lead to a result in which the outcomes of actions of less perspicacious and less able agents are favoured” (Hodgson, 1992, p. 401).

Cela fait de la monnaie dans la théorie standard cet objet si mystérieux, qui hérite d'un statut exceptionnel dans la réalité des économies de marché : tandis que la théorie standard veut continuer d'y voir un objet facilitateur des échanges produit par le marché, dans la réalité, le système monétaire, ou plutôt les groupes sociaux qui le dominent, le captent et le retirent du champ de l'action des agents individuels (voir la réflexion de Mann, 2013).

Malgré tout l'intérêt que présente l'approche individualiste de la monnaie, le chercheur est finalement amené à concevoir la monnaie comme un phénomène social, ce qui est illustré ici par l'individu contraint par l'élection de la monnaie. Il n'est pas question dans ce travail de nier la réalité des externalités de réseau et des coûts de transaction. Qu'il s'agisse des effets de réseaux ou des encaisses constituées en dollar, nul doute que l'un et l'autre appuient la domination de la monnaie américaine. Dans les deux cas, il s'agit en fait de propriétés de la monnaie dès lors que celle-ci est considérée comme une institution.

Pourquoi la monnaie contient en effet elle-même les propriétés de l'inertie

La monnaie, telle que nous l'avons expliquée tout au long de la thèse, nous apparaît comme une institution centrale dans l'économie marchande. Puisqu'elle est comprise comme une institution, elle contient en elle-même des propriétés de conservation, et donc d'inertie.

Les institutions sont par définition des éléments d'une économie soumis à des lois différentes de celles auxquelles sont soumis les acteurs individuels. Elles contribuent à organiser les pratiques et les relations entre les acteurs. Si plusieurs courants de pensée étudient les institutions, un des liens fondamentaux entre ces courants est la recherche de « la conceptualisation de la relation action/structure » (Hédoïn, 2010, p. 120), en particulier, comment les actions individuelles font évoluer la structure, et dans quelles mesures la structure parvient à s'autonomiser vis-à-vis des actions individuelles.

Précisons avant tout que penser la monnaie implique nécessairement de penser l'institution¹⁹². C'est vrai des théories étatiques de la monnaie, c'est également vrai des auteurs néoclassiques qui se préoccupent des questions monétaires. Les théories basées sur des modèles de prospection considèrent d'une certaine manière la monnaie comme une institution, ce que Carl Menger (2011, p. 289-290) mentionnait explicitement dans ses travaux.

Considérer la monnaie comme une institution, c'est déjà intégrer l'idée que la monnaie en tant qu'institution n'évolue pas au même rythme et selon les mêmes logiques que les actions entreprises par les agents individuels : « les institutions possèdent une certaine indépendance vis-à-vis des actions individuelles », pour reprendre Brisset (2015, p. 617). C'est donc, comme nous l'avons dit, accepter la résilience de l'institution en dépit des variations agitant l'étage infra. Chavance (2007, p. 16) écrit à propos des institutions que « leur caractère essentiel est une inertie relative au regard de l'évolution sociale : elles se sont formées dans le passé et elles sont héritées du passé »¹⁹³.

Néanmoins, malgré cette proposition communément acceptée, il n'y a pas qu'une seule manière de concevoir la monnaie comme une institution. La conception qui s'inspire d'une vision orthodoxe de la monnaie, en particulier les modèles de prospection monétaire, voit dans l'institution une nécessaire adéquation avec les actions et les préférences des individus.

« Une normativité *a priori* est imposée aux institutions économiques en référence à ce qui est considéré comme la « bonne nature » de l'économie. Pour le bien-être général de la société, les institutions économiques doivent dès lors nécessairement entretenir un rapport de conformité, d'adéquation ou de non entraves avec les « lois naturelles » de cette économie naturellement bonne » (Gislain, 2003, p. 19).

Dans la continuité de ce propos, Boyer (2003, p. 81) rappelle ainsi que beaucoup de recherches institutionnalistes contemporaines « se concentrent sur les équilibres de court terme et l'écart que peuvent introduire les institutions par rapport à un hypothétique équilibre de marché ». La littérature sur l'inertie de la monnaie internationale que nous avons pu observer renvoie également à un écart de ce type, induit par l'institution monétaire, avec par exemple, Benjamin Cohen.

“Historically, the Darwinian process of currency competition has never shown any tendency to concentrate favor exclusively on a single money, even in the presence of

¹⁹² La théorie néoclassique à équilibre général calculable est une théorie a-monétaire, c'est-à-dire sans monnaie.

¹⁹³ « La vie d'une institution dépend de sa capacité d'adaptation. Mais, dans le tourbillon du changement, des éléments de désordre sont toujours présents ; et, bien avant qu'une harmonie se soit établie entre des conventions dissemblables, la désintégration a déjà commencé » (Walton Hamilton, cité par Chavance, 2007, p. 25).

competitive disparities as great as those, for example, between sterling and the dollar in the decades after World War I” (...) “Similar inertias have been evident for centuries, in the prolonged use of such international currencies as the Byzantine gold solidus or Spanish silver peso long after the decline of the imperial powers that first coined them and they can still be seen today in the continued popularity of the dollar despite America's shrinking economic predominance”. (Cohen, 1997, p. 227-228).

D'après cette vision dominante, la monnaie internationale en déclin est donc sujette à une « mauvaise » inertie, causée par les coûts de transaction et les effets de réseaux vus plus haut, et qui retarde le processus d'élection d'une nouvelle monnaie (ce que Cohen appelle ici le « processus darwinien »). Cette conception est conforme à la conception orthodoxe des institutions, d'après la distinction proposée par Gislain (2003).

Notons au passage que la vision dominante de l'institution monétaire se base sur la loi de Gresham, comptant sur le fait que les individus chassent la mauvaise monnaie pour établir l'usage d'une « bonne » monnaie. Toutefois, comme le dit Théret (2008, p. 824), cela revient souvent à privilégier, dans l'analyse, des aspects extra-monétaires de la « bonne » monnaie, telle que la réserve de valeur. En effet, « c'est la monnaie qui circule qui est la bonne, la prétendue bonne monnaie ne l'étant que parce qu'elle remplit le mieux la fonction extra-monétaire de réserve de valeur, point de vue qui n'est pas nécessairement le bon pour juger du caractère « fonctionnel » de la monnaie pour son environnement économique et social ».

Quelle alternative existe-t-il à cette vision de la monnaie-institution qui a pour résultat de retarder l'ajustement par les acteurs de leur choix de système monétaire ?

Dans la conception de la monnaie que nous avons relayé dans les premières sections de cette thèse et à laquelle nous souscrivons, nous pouvons parler d'inertie, mais dans des termes différents. Les approches hétérodoxes considèrent que la monnaie est une donnée de départ de la compréhension de l'économie, car la monnaie est au centre de l'organisation économique des sociétés. La monnaie est une institution centrale qui cristallise les rapports sociaux au sein d'une société. Elle est le résultat d'un compromis traversant la société. Comme nous allons le voir, ce compromis n'évite en aucun cas les crises, ce compromis rentre lui-même en crise au gré de l'évolution des rapports sociaux qui lui avaient donné naissance. Néanmoins, la monnaie fait corps avec une société et permet de la souder autour d'une expression quantitative commune. Tant qu'elle assure ce lien, elle permet aux acteurs individuels d'envisager dans le temps l'activité économique¹⁹⁴.

¹⁹⁴ Voir aussi Cartelier (2001). Pour lui, la monnaie est bien une institution (« les règles du jeu ») indispensable au marché (le jeu lui-même). « Il faut bien reconnaître que la question de la monnaie diffère

“Money in its significant attributes is, above all, a subtle device for linking the present to the future; and we cannot even begin to discuss the effect of changing expectations on current activities except in monetary terms” (Keynes, 1953, p. 294).

Chez Keynes, l'économie est dès le départ nécessairement monétaire, puisque la monnaie permet l'évaluation et la quantification des activités économiques, étapes qui précèdent les décisions relatives à la production, à la circulation et à l'écoulement des marchandises.

Une citation célèbre de Keynes affirme que le meilleur moyen de détruire une société est de saborder sa monnaie¹⁹⁵. Inversement, la reproduction d'une société passe inévitablement par le système monétaire. Quoi qu'il en soit, la monnaie, dans l'économie monétaire analysée par Keynes, est le socle sur lequel il est possible de former des anticipations et proposer des réformes politiques, socle sans lequel l'économie ne peut que rentrer dans une crise existentielle. La monnaie étant conçue comme le mode de coordination de la société capitaliste, elle est indispensable à sa continuité. Elle permet de relier le passé au futur. C'est un élément qu'avait identifié un des premiers lecteurs français de Keynes, Henri Guitton.

« Il faut d'emblée se situer dans une économie monétaire, car la monnaie est une donnée indispensable à l'intelligence du problème économique. Pourquoi ? Par ce que le monde réel est un monde dont le temps est la substance fondamentale. Le sujet économique est essentiellement suspendu entre le passé et l'avenir. Sa vocation est d'assurer de l'un à l'autre la continuité de sa subsistance. Pour maintenir un équilibre à travers la durée, il doit disposer d'un lien qui assure la jonction entre ce qui a été et ce qui sera. Ce lien, c'est la monnaie » (Guitton, 1947, p. 81).

Ce que rapporte Guitton va dans le sens de l'effet bootstrap. Dans la mesure où la monnaie permet aux marchandises de s'écouler, elle est la jonction entre le cycle de production et d'échange. Elle est donc solidaire des rapports économiques, mieux, elle les rend possibles.

Si la monnaie est effectivement ce lien social abstrait mais universel, les ordres monétaires, eux, sont des réalités à replacer dans un contexte historique particulier. Comme l'écrit Lawson (2016, p. 965), la monnaie fait partie de ces phénomènes sociaux dont les propriétés sont toujours spécifiques à une communauté. « This means that the

de celle de la détermination des prix en ce que la première qui est relative aux *règles du jeu* est logiquement antérieure à la seconde qui est relative aux *résultats du jeu*. Le choix d'un moyen ou d'une organisation des transactions revient à adopter certaines règles que les individus doivent suivre pour exprimer leurs demandes excédentaires ou leurs transactions désirées » (Cartelier, 2001, p. 1005, termes soulignés dans le texte original). La naissance de la monnaie ne peut donc être le résultat d'un processus de marché, affirmation qui rentre en conflit avec une vision individualiste de la monnaie.

¹⁹⁵ Voir White et Schuler (2009). La citation provient de *The Economic Consequences of the Peace* (Keynes, 2002, p. 113) : “Lenin is said to have declared that the best way to destroy the capitalist system was to debauch the currency. (...) Lenin was certainly right. There is no subtler, no surer means of overturning the existing basis of society than to debauch the currency”.

question of whether a social entity emergent in any one geohistorically located community exists in others is always something to be determined empirically ». L'usage d'une monnaie, la pratique monétaire, ne peut se comprendre en tant que telle qu'au sein d'une communauté particulière, dans une période et un espace donnés. De ce point de vue, la monnaie traduit une réalité sociale. Elle n'est jamais un corps inerte. Ce qui apparaît comme une inertie ne peut être conçu autrement que la reproduction d'une réalité sociale.

Dans la mesure où la monnaie rend le marché possible et intelligible, il n'est guère étonnant d'observer une persistance d'une monnaie là où il y a maintien et même renforcement du marché sur lequel cette monnaie est souveraine. Car c'est bien cela qu'on observe. L'inertie monétaire est nécessairement une réalité sociale et historique (puisque elle est monétaire) à replacer dans un contexte particulier. Le phénomène appelé « globalisation » est une métaphore trompeuse : il correspond à une extension internationale de l'espace productif et marchand, dont le cœur reste néanmoins les économies occidentales. D'un point de vue monétaire, la globalisation polarise autour du dollar.

L'inertie du système dollar au XXI^e siècle

Finalement, comment expliquer l'inertie du dollar ? Nous l'expliquons à travers trois facteurs : l'absence de contestation par d'autres puissances économiques (i), l'incapacité des économies nationales à se doter d'une monnaie véritablement supranationale (ii), la persistance de l'adhésion des acteurs du commerce international au système monétaire du dollar américain (iii).

i. Incapacité des autres monnaies à détrôner le dollar américain.

On l'a vu dans les sections précédentes, il est courant de parler d'hégémonie du dollar pour désigner le statut actuel de la monnaie américaine. Or l'hégémonie implique en réalité un bloc historique et une forme d'unité de la société marchande autour de la monnaie – puisqu'ici nous parlons d'hégémonie monétaire. C'est ce que l'on a montré à travers différentes formes de confiances qui se complètent pour former un système monétaire englobant, inclusif.

Pour le philosophe grenoblois Texier (1968, p. 54), « la conquête de l'hégémonie est une lutte sociale qui vise à transformer le rapport de force dans une situation donnée. Il s'agit de démanteler un bloc historico-politique et d'en constituer un nouveau, de façon à pouvoir transformer les rapports de production ». Ni cet auteur, spécialiste de Gramsci, ni Gramsci lui-même, n'ont fait de la monnaie leur objet d'étude, mais leur vision de la conquête de l'hégémonie semble tout aussi bien s'appliquer aux relations monétaires, elles aussi caractérisées par des conflits sociaux (Mann, 2012).

La persistance de l'hégémonie monétaire des États-Unis signifie d'abord l'absence d'une transformation de ce rapport de force évoqué par Texier. Nous avons fourni des explications à cela (dans la section III. 1) en montrant de quelle manière ni le Deutsche Mark, ni le Yen, ni l'euro n'ont correspondu à une véritable tentative de transformation de ce rapport de force. Ces monnaies ont exprimé à un certain moment une quête de souveraineté économique, d'espace politique, ce qui leur a permis d'émerger et de constituer leur propre zone, à travers une autonomie relative vis-à-vis du dollar. Elles se sont alors développées, y compris au-delà des frontières de leur pays d'émission, au point de susciter un grand nombre d'études sur la possibilité d'un remplacement du dollar. Cependant, notre analyse a montré que le projet de ces monnaies n'a pas été de se substituer au dollar américain. A cet égard, elles ont été des monnaies complémentaires au dollar, oeuvrant principalement à des échelles régionales.

ii. Incapacité de l'économie mondiale à se doter d'une véritable monnaie internationale.

L'inertie du dollar peut aussi être comprise comme le résultat de l'incapacité de l'économie internationale à organiser une réforme du système monétaire international, alors que la plupart des économistes considèrent cette réforme nécessaire (D'Arista, 2003; Rossi, 2015). Il est aujourd'hui rare d'entendre un économiste juger que la proposition d'une réforme monétaire internationale sur le modèle du plan Keynes est une mauvaise proposition, du moins sur le plan théorique, bien que de nombreux économistes le considèrent irréalisable du fait de l'absence des conditions politiques nécessaires à sa réalisation. Toutefois, sachant cela, force est de constater que les propositions de réformes monétaires internationales, qui sont pourtant relativement bien connues des institutions politiques nationales et internationales, n'ont pas été appliquées.

Notre analyse a jusqu'à présent fait très peu référence au plan Keynes¹⁹⁶. Cette proposition, discutée à Bretton Woods, prévoyait l'instauration d'une chambre de compensation internationale. Dans les négociations de Bretton Woods, le plan Keynes a été rejeté au profit du projet américain, le plan White, ce dernier prévoyant des mécanismes de coopération et de soutien financier (octroi de liquidités, mais dans des monnaies nationales telles que le dollar américain) aux pays membres qui en exprimeraient le besoin.

Le plan Keynes nous apparaît de loin comme le projet de réforme monétaire le plus élaboré et, du reste, le plus souhaitable. Dans ce plan, les économies nationales sont conçues comme des espaces de production et l'économie internationale comme un espace

¹⁹⁶ Nous avons cependant cherché à démontrer dans un article qu'une réforme aboutissant à un véritable système monétaire *international*, et donc multilatéral, est nécessaire et souhaitable, pour des raisons économiques d'abord, mais également politiques (Faudot, 2018).

d'échange (Allégret, 1996). A travers une monétarisation du commerce international, le bancor est conçu comme un moyen de règlement véritablement international, puisqu'il permet aux économies nationales de régler les échanges entre elles, sans passer par un moyen de paiement national. Ce dispositif s'attaque au problème essentiel des asymétries du système monétaire international, en empêchant d'une part qu'une économie ait la capacité de s'endetter sachant que la liquidité du reste du monde se trouve améliorée par l'ampleur de sa dette, et en empêchant également d'autre part que les économies du reste du monde poursuivent l'objectif d'excédents commerciaux.

Devant la sophistication de la pensée keynésienne, comment expliquer l'échec du plan Keynes ? Le projet keynésien n'a pas séduit les groupes politiques dominants de son époque. Le plan a été élaboré sur la base d'une compréhension des économies monétaires nationales, mais sans que soient prises en compte les conditions politiques de sa réalisation.

Temin et Vines (2016) ont montré de quelle manière les facteurs internationaux sont au centre du programme de recherche keynésien. Dès le début de ses recherches, Keynes avait compris l'importance de l'économie internationale dans la trajectoire macroéconomique des nations. Pour cela, Keynes a toujours défendu une forme de coopération monétaire et financière internationale. Toutefois, le projet défendu par Keynes a beaucoup évolué au cours de sa vie. Partant d'un militantisme visant à favoriser la souplesse des créanciers vis-à-vis des pays écrasés par des dettes de guerre et cherchant donc à alimenter en liquidité un système monétaire aux tendances déflationnistes (Mehrling, 2016), sa pensée l'a progressivement amené à militer en faveur d'un plan d'une autre nature devant prévenir les situations de crises, en instaurant un cadre coopératif.

Keynes participait, déjà en 1920, aux discussions visant à améliorer la coopération internationale en matière financière et monétaire, notamment dans le cadre des réunions associées à la Société des Nations (SDN) (Decorzant, 2016). Les banquiers privés ont dominé le plus souvent les discussions et ont guidé les initiatives en la matière. Le trésor américain n'était guère intéressé par cette coopération par peur que soient remises en question les dettes héritées de la guerre. Les Américains tenaient à être remboursés. Les banquiers privés qui prenaient part aux discussions étaient certes intéressés par la coopération, mais certainement pas dans le sens du plan Keynes de 1942, celui-ci allant de pair avec un ensemble de contraintes pour les banquiers, en prévoyant par exemple de limiter drastiquement les flux de capitaux entre les nations, et donc d'entraver les activités – lucratives – des banquiers à l'étranger. Keynes considérait en effet, dès les années 1930, que les contrôles sur les flux de capitaux étaient une mesure nécessaire pour établir un cadre macroéconomique stable dans lequel peuvent se réaliser pleinement des politiques visant le plein emploi (Crotty, 1983).

Dans la seconde moitié du xx^e siècle, le processus de « mondialisation » ne s'est pas doté d'une monnaie strictement internationale. Les transactions internationales se

sont multipliées par rapport au contexte de Bretton Woods, et le besoin d'une monnaie internationale est devenu par conséquent plus grand, au fur et à mesure que les déséquilibres grandissaient. Pourtant, l'économie mondiale s'est éloignée d'un projet inspiré du plan Keynes. C'est parce que l'ouverture économique des nations, qui n'a cessé d'avancer, n'a pas pour finalité le développement des nations pour elles-mêmes, mais bien plutôt la concurrence des territoires pour l'attraction et la valorisation du capital à travers les stratégies des firmes transnationales. En réalité, la conception keynésienne de la monnaie internationale, se voulant respectueuse de souverainetés nationales, implique des restrictions aux mouvements de capitaux, et plus largement des entraves au processus d'accumulation et de valorisation du capital. Si les universitaires tendent à attribuer – sans doute avec raison – au plan Keynes une dimension progressiste, du point de vue des forces capitalistes dominantes (c'est-à-dire du point de vue des firmes transnationales), il s'agit là d'un projet qui certes, ne se présente pas comme anticapitaliste, mais se place tout de même à l'encontre des intérêts immédiats des firmes transnationales, puisqu'il implique des contrôles sur les flux de capitaux. C'est pourquoi il n'a pas suscité l'adhésion des coalitions politiques hégémoniques d'hier comme d'aujourd'hui, et est resté à l'état de projet.

Le plan Keynes a donc été un plan ambitieux devant permettre la stabilisation macroéconomique, mais contraignant pour les acteurs dominants du système financier international, qui sont par ailleurs les plus enclins et les plus intéressés à la négociation. Dans les négociations internationales de Bretton Woods, un plan plus conservateur – apparaissant par ailleurs compatible avec la globalisation actuelle – lui a été préféré, celui d'une recherche de stabilité financière à travers l'octroi de liquidités aux économies en besoin de liquidités. Il s'agit du plan White, qui a cependant renforcé la domination du dollar dans les échanges internationaux à travers le rôle de pivot attribué au dollar lors de la conférence. Cette solution était également la plus conforme aux intérêts financiers américains prenant part, à travers la délégation américaine, aux négociations internationales. L'échec à mettre en œuvre un plan Keynes, et donc à instaurer une monnaie internationale au sens keynésien du terme, a laissé le champ libre au dollar américain.

iii. Adhésion au système monétaire états-unien

Si rien n'a remplacé le dollar, c'est aussi parce qu'il a généré – et génère toujours – l'adhésion, condition préalable à son rôle international. Le financement du commerce international américain par des banques américaines a débuté durant la première guerre mondiale. Il s'est pleinement développé à partir de la seconde guerre mondiale, lorsque les États-Unis ont connu un « alignement » des formes de confiance dans le dollar : i. le poids des États-Unis et le réseau bancaire s'étendant sur le monde capitaliste assurait la confiance méthodique ; ii. les réformes de 1913 (avec le *Federal Reserve Act*) puis de 1935 (avec le *Banking Act*), qui ont fait du système monétaire états-unien un système soutenable, et supervisé par une autorité monétaire centrale ; iii. les valeurs de libre-

entreprise et de démocratie libérale avancées par les autorités américaines comme des valeurs universelles qu’elles étaient prêtes à défendre ont généré l’adhésion des élites de la plupart des pays du monde. Cette troisième condition relève d’une intentionnalité collective exprimée par les acteurs (Papadopoulos, 2015a)¹⁹⁷. La réunion de ces conditions, à quoi s’ajoutent la liquidité, et les réseaux du dollar produisent la situation contemporaine qui permet au dollar de dominer – et cela probablement pour encore plusieurs décennies – les échanges internationaux.

On retrouve là les trois formes de la confiance théorisées par Aglietta et Orléan (2002), dont la combinaison permet d’expliquer la résilience du dollar : confiances méthodique, hiérarchique, et éthique. Ces trois formes de confiance ont été préservées. Au cours de la seconde moitié du xx^e siècle, l’économie internationale a connu des tournants importants. Les travaux régulationnistes ont exposé le passage d’un régime d’accumulation fordiste, à un régime financiarisé (Boyer, 2009)¹⁹⁸. Alors que beaucoup d’observateurs y voyaient une crise du capitalisme américain, celui-ci a plutôt opéré une mutation, que les autorités monétaires et budgétaires ont accompagnée. Le dollar a été la monnaie de ces deux régimes. Ainsi, le système monétaire et financier américain n’a pas été affaibli par le passage à ce nouveau régime d’accumulation. La Réserve Fédérale s’est mise au service du nouveau régime d’accumulation¹⁹⁹.

Inertie ne veut pas dire éternité

Avant de conclure, précisons que l’hégémonie qui découle de cette combinaison ne garantit en aucun cas au dollar américain de se maintenir indéfiniment comme la monnaie des échanges internationaux. Le constat que les monnaies telles que l’euro ou le yen japonais n’ont pas renversé sa domination ne signifie pas que le dollar américain ne sera jamais détrôné.

Dans le cas du dollar, il est hasardeux de prévoir sa chute, bien que l’exercice ait été tenté de nombreuses fois. En accord avec les développements précédents, le statut du dollar pourrait être remis en question pour plusieurs raisons. La monnaie est une institution, et à ce titre, en cas de changements majeurs dans l’économie internationale,

¹⁹⁷ L’adhésion au dollar, et l’usage du système monétaire américain, sont l’expression d’une « intentionnalité collective », pour reprendre Papadopoulos (2015a), c’est-à-dire que les acteurs partagent des conceptions et des intentions, ils reconnaissent comme souveraines les autorités monétaires, et ce faisant, ils leur donnent un mandat pour faire respecter un ordre social particulier, même si les mêmes acteurs n’ont pas conscience de la délégation de pouvoir qu’ils octroient à travers leur adhésion.

¹⁹⁸ Guttmann (2016) parle ainsi de « *finance-led capitalism* », ou régime de croissance tirée par la finance.

¹⁹⁹ Cette affirmation s’oppose à la vision selon laquelle une banque centrale peut devenir indépendante des coalitions politiques dominantes. “Central banks are institutions that adapt to the needs of the dominant political coalitions to serve specific accumulation regimes. (...) In this sense, the modern central bank structure, independent from the treasury and uniquely concerned with inflation, should be seen as a very specific historical development, associated with the neoliberal project” (Vernengo, 2016, p. 459). Voir également Mann (2013).

les relations monétaires internationales pourraient être modifiées en profondeur. Un des principaux apports de l'institutionnalisme monétaire est d'envisager la crise de l'institution, et la remise en question des rapports sociaux fondamentaux qui constituent le socle de la monnaie.

« Pour que la monnaie conserve ses fonctions, il importe au premier chef que l'adhésion mimétique dont elle est l'objet se perpétue. Or, cela n'a rien d'évident car l'unification de l'espace marchand autour d'une même norme monétaire centrale ne peut manquer de léser divers intérêts privés et, en conséquence, nourrir une intense conflictualité latente. (...) Il y a crise monétaire dès lors que cette conflictualité s'exprime au grand jour et que l'unité de l'espace monétaire se trouve remise en cause » (Orléan, 2007, p. 9).

La remise en cause de l'unité de l'espace monétaire survient avec l'expression des divergences de représentations du système monétaire :

« La définition de ce qu'est une bonne monnaie (...) peut s'inverser en fonction des représentations de ce qui doit fonder la société politique unifiée par le système monétaire, de ce qu'est la richesse, et des rapports de force entre les intérêts sociaux en présence dans cette société (essentiellement ceux des créanciers et des débiteurs) » (Théret, 2008, p. 825).

On note chez ces deux auteurs le recours aux notions d'intérêts, de conflictualité et de rapports de force. En posant la question de la monnaie et de ses crises dans ces termes, l'institutionnalisme monétaire s'appuie sur la pensée marxiste, qui entend expliquer les crises institutionnelles par la dynamique immanente aux rapports sociaux de production et d'échange, ces derniers étant au fondement des formes institutionnelles qui encadrent un régime d'accumulation.

« Les hommes ne renoncent jamais à ce qu'ils ont gagné, mais cela ne vient pas à dire qu'ils ne renoncent jamais à la forme sociale dans laquelle ils ont acquis certaines forces productives. Tout au contraire, pour ne pas être privé du résultat obtenu, pour ne pas perdre les fruits de la civilisation, les hommes sont forcés, du moment où le mode de leur commerce ne correspond plus aux forces productives acquises, de changer toutes leurs formes sociales traditionnelles » (Marx, 1968, p. 149).

Pour cette raison, nous dit Marx (1968, p. 149), « les formes économiques sous lesquelles les hommes produisent, consomment, échangent, sont transitoires et historiques ». Cette dimension historique, les souverains aimeraient l'immobiliser et la neutraliser, mais ils ne le peuvent, car ils sont prisonniers des conditions sociales de leur propre souveraineté, sur lesquelles ils n'ont eux-mêmes qu'une emprise limitée.

« Vraiment, il faut être dépourvu de toute connaissance historique pour ignorer que ce sont les souverains qui, de tout temps, ont subi les conditions économiques, mais que ce ne sont jamais eux qui leur ont fait la loi. La législation tant politique que civile ne fait que prononcer, verbaliser le pouvoir des rapports économiques.

Le souverain s'est-il emparé de l'or et de l'argent, pour en faire les agents universels d'échange, en y imprimant son sceau, ou ces agents universels d'échange ne se sont-ils

pas plutôt emparés du souverain en le forçant à leur imprimer son sceau et à leur donner une consécration politique ? » (Marx, 1968, p. 150).

Si l'on applique cette réflexion à la monnaie, la souveraineté d'une monnaie est donc précarisée par son socle, qui est sa correspondance fondamentale avec les rapports économiques²⁰⁰. L'hégémon monétaire, par ses décisions, peut générer une contestation, en particulier si l'usage de la coercition devient de plus en plus fréquent dans le cadre du maintien de l'ordre monétaire. A terme, l'hégémon perd de son attractivité et devient encombrant dans la stratégie des acteurs. Reste alors à déterminer par quelle voie ces derniers choisissent de résoudre ce problème : par la réforme interne ou par le renversement.

Conclusion

D'après notre exposé, la notion d'inertie, si l'on entend par là la « propriété qu'ont les corps de ne pouvoir modifier d'eux-mêmes l'état de mouvement ou de repos dans lequel ils sont »²⁰¹, ne peut être invoquée pour comprendre la persistance du dollar, sauf à retenir une définition instrumentale de la monnaie, dans laquelle celle-ci se présente comme un instrument, un objet (un « corps ») dont les caractéristiques divergeraient de plus en plus d'un hypothétique médium monétaire idéal d'une société, qui continuerait cependant d'en faire usage.

Puisque nous ne retenons pas une approche instrumentale de la monnaie, nous ne pouvons accepter cette idée. La monnaie n'est pas un instrument mais une réalité sociale. Lorsque l'on comprend la monnaie comme une relation et non comme un objet, nous pouvons en revanche affirmer qu'à l'image du dollar dans les échanges internationaux, un système monétaire possède des caractéristiques qui favorisent sa résilience, précisément parce que c'est une institution sociale. Il faut pour cela concevoir l'institution avec une forme d'autonomie relative par rapport aux rapports économiques se situant à l'étage *infra*. L'institution, certes, évolue avec les pratiques. Elle peut être influencée par ces dernières au point d'évoluer considérablement. Toutefois, si l'évolution de l'institution ne peut finalement se réaliser, incompatible avec la situation nouvelle à laquelle mène l'évolution des relations sociales de production et d'échange,

²⁰⁰ Cela rejoint la critique que l'on a pu formuler de la théorie étatique de la monnaie. La relation entre la monnaie et Etat est une relation qui est à double sens, la monnaie requérant la validation sociale : « the state's power to create currency is a limited power within a context that is itself neither controlled nor created by the state itself.(...) To the extent that authorities are not indifferent to the results of markets' disposal, managing money requires that they orient their rules and actions strategically within that context. In this sense, money makes the state even as the state makes money » (Beggs, 2016, p. 8).

Cette remarque de Michael Beggs nous semble valable pour tout système monétaire, et peut expliquer l'existence du dollar comme monnaie internationale, de la même manière qu'elle permet de comprendre pourquoi le dollar américain n'est pas éternellement à l'abri d'une destitution.

²⁰¹ Définition donnée par le CNRTL. <http://www.cnrtl.fr/definition/inertie>

l'institution rentre en crise et leur survit un certain temps, avant de disparaître. C'est durant cette période de déclin de l'institution que le terme d'inertie est approprié.

En est-on arrivé là ? La réponse à cette question nécessite d'importantes précautions, mais nous penchons toutefois pour une réponse négative. La force de la relation qui a lié l'économie internationale au dollar américain est parvenue, jusqu'à présent, à surmonter les contradictions du système monétaire international pour continuer à générer un rapport d'adhésion du reste du monde. Cela tient, c'est l'hypothèse que nous avons défendue ici, à la capacité du système monétaire américain à évoluer dans le sens du régime d'accumulation dominant, tant au niveau des instances de régulation et de supervision (Réserve Fédérale, mais aussi Trésor américain) que des innovations adoptées par les institutions financières privées. La relation entre l'*unité de compte* et les *moyens de paiement* en dollar a été relativement souple et s'est pliée aux évolutions du régime d'accumulation financiarisé, de sorte que l'unité de compte « dollar » s'est maintenue dans les échanges internationaux. Comme nous l'avions vu dans les sections précédentes, la monnaie américaine a même bénéficié des innovations technologiques et financières, et a accompagné la déréglementation financière qui a caractérisé le dernier quart du XX^e siècle.

Conclusion de la troisième partie

Les trois premières sections nous ont permis de replacer dans l'histoire du xx^e siècle la domination du dollar dans les échanges internationaux, en insistant sur des points particuliers de l'évolution des pratiques de facturation et de règlement.

De toute évidence, le contexte dans lequel le dollar américain a remplacé la livre britannique ne s'est pas reproduit. Les différentes monnaies présentées tour à tour comme des challengers n'ont pas entamé la domination du dollar. Elles ont au mieux traduit et amélioré le développement de leur économie émettrice, à travers des processus d'intégration régionale. Nous avons ensuite observé de quelle manière le dollar est resté dominant sur le marché du pétrole malgré les changements de structure de ce marché, et aussi de quelle manière le développement des marchés financiers a été favorable à l'usage du dollar dans les échanges internationaux. La persistance de l'usage du dollar signifie-t-elle cependant une inertie du dollar ? La quatrième section a tenté d'apporter une réponse à cette question en précisant que le terme d'inertie est chargé de présupposés théoriques. Elle a mis en évidence ces présupposés en proposant de retenir une conception de l'inertie de la monnaie compatible avec notre conception de la monnaie, et plus largement, de l'économie.

Il ressort de cette partie de thèse le constat que l'ordre du dollar a fait preuve à la fois de souplesse et de rigueur, deux caractéristiques indispensables pour générer le rapport d'adhésion des usagers de la monnaie, dont tout système monétaire a besoin. Souplesse d'abord, dans la mesure où la monnaie et ses institutions régulatrices (banques commerciales, banque centrale, et gouvernement américain) se sont adaptées au cours du xx^e siècle. Elles ont accompagné les évolutions majeures de l'économie mondiale (dont les principales caractéristiques sont exposées brillamment par Michalet, 2002), en particulier dans les grandes mutations du régime d'accumulation, ce dernier devant être dominé à partir des années 1980 par des logiques financières – ce que l'on appelle parfois la « financiarisation » de l'économie. Rigueur ensuite, car l'ordre monétaire associé au dollar est resté, avec une certaine constance, protégé par les mêmes institutions, et centré autour des mêmes valeurs. Nous avons vu qu'il est primordial qu'un système monétaire soit clairement identifié à un système de valeurs, étape nécessaire pour remporter la confiance éthique des usagers de la monnaie. Le dollar est resté fermement arrimé aux principes de libre-entreprise et de protection des intérêts privés, et a par ailleurs été identifié partout comme tel. L'attraction du dollar comme monnaie de facturation et de règlement des échanges internationaux a été renforcée dans une mondialisation dont le centre de gravité – et de décisions – est jusqu'à présent resté l'économie américaine.

Conclusion générale

Dans l'optique d'expliquer les choix de monnaie dans les échanges internationaux, la thèse a proposé une approche de la monnaie alternative à l'approche quantitativiste et instrumentale, et permettant une compréhension d'ensemble des déterminants qui pèsent sur les choix de monnaie. Le premier apport de cette thèse a été de montrer, à travers la récolte de données assemblées dans des cartes géographiques, que le dollar est bel et bien la monnaie dominante des échanges internationaux, et que la monnaie américaine n'a pas de rival – du moins pas en 2017. En dépit du constat que certaines régions, comme la zone euro, ont une dépendance moindre à la monnaie américaine, celle-ci domine sans conteste. En adhérant à une conception de la monnaie en tant qu'institution sociale, l'analyse développée dans la thèse a plusieurs corollaires. L'adhésion au dollar n'est pas seulement un choix de maximisation du profit par rapport aux variations de taux de change : elle traduit l'acceptation, sinon le soutien à un système et à ses règles par ceux qui en font usage. La thèse a analysé les fondements macroéconomiques de décisions prises par des agents microéconomiques, alors que la littérature avait principalement mis l'accent sur les fondements microéconomiques de ces décisions. Si l'on constate une domination du dollar américain, c'est aussi parce que les pays du reste du monde sont demandeurs de dollars, du moins les groupes sociaux dominants ces économies et impliqués dans les échanges. Sous cet angle, la mondialisation polarisée sur le dollar américain apparaît bien – apparaît mieux – comme ce que Chesnais (1994) appelait *la mondialisation du capital*, sous domination américaine, dans laquelle l'architecture monétaire et financière des États-Unis se trouve validée et légitimée par les firmes prenant part aux échanges.

Ce constat permet de comprendre pourquoi le projet de réforme monétaire internationale sur le modèle du plan de Keynes, pourtant d'une force logique sans doute supérieure à tout autre projet de réforme internationale, n'a eu guère de chances d'aboutir : non seulement les États-Unis, dans leur propre intérêt, s'opposent à une réforme monétaire de ce type, mais le dollar continue de générer l'adhésion des classes hégémoniques des nations du reste du monde. Pour les agents qui font la mondialisation, et donc qui font les échanges, c'est-à-dire, pour l'essentiel, les firmes transnationales, il n'est pas question de favoriser la mise en place d'une réforme de type keynésienne qui viendrait entraver leur dynamique d'accumulation. Pour ces firmes, il s'agit d'un projet à

rejeter, puisque sa réalisation impliquerait notamment des contrôles sur les flux de capitaux. Plus l'économie internationale est traversée par des flux de marchandises et de services, plus elle exprime le besoin d'un plan Keynes car elle est confrontée à des déséquilibres macroéconomiques, mais moins ce plan, prévoyant une chambre de compensation multilatérale et des restrictions aux flux de capitaux, sera lui-même soutenu par les participants au commerce international. Ceux-ci lui préfèrent le dollar américain.

Comment expliquer le choix du dollar ? Retour sur les points essentiels de la thèse

Le choix du dollar découle de sa capacité à générer l'adhésion auprès des acteurs impliqués dans les échanges internationaux. Les dimensions de cette adhésion sont multiples, ce que permet de restituer l'analyse des choix du dollar à travers plusieurs grilles de lecture théoriques. En fonction de la théorie monétaire acceptée comme point de départ de l'analyse, les résultats mis en avant sont de différentes natures, sans être nécessairement incompatibles.

Prenons d'abord les approches dominantes de la monnaie internationale. Les relations monétaires internationales leur semblent particulières car elles se tiennent en dehors de l'espace régional, sur lequel l'Etat exerce son contrôle et impose sa monnaie, et dès lors, rien ne semble pouvoir contraindre les échangistes à choisir une monnaie plutôt qu'une autre dans un échange, puisque plusieurs monnaies semblent disponibles pour la réalisation de l'échange. Selon les théories standard acceptant une approche instrumentale de la monnaie, c'est à partir de là que se feraient concurrence les monnaies convertibles. La concurrence est supposée favoriser la monnaie des exportateurs qui offrent des produits différenciés, mais aussi récompenser les monnaies des économies disciplinées et vertueuses. D'où l'étonnement que suscite le statut actuel du dollar américain, car l'économie américaine suivrait depuis plusieurs décennies une pente inquiétante, à en juger par son endettement. Partant, ces théories développent la thèse de l'inertie de la monnaie et le piège dans lequel les acteurs se trouveraient enfermés, retardant le choix d'une monnaie alternative, d'une qualité supérieure au dollar américain.

La première insatisfaction relevée dans l'approche instrumentale de la monnaie est que cette approche refuse de faire jouer à la monnaie un rôle de coordination dans l'économie marchande. À l'opposé, la conception de la monnaie que l'on a préféré retenir dans cette thèse est celle d'une relation sociale assurant la coordination entre agents individuels au sein de l'économie marchande. Dans cet esprit, il n'est donc pas question de concevoir la monnaie comme un instrument (même si l'institution monétaire comprend aussi la production d'instruments de paiement). En outre, la relation monétaire n'est pas binaire. Elle implique non seulement les deux pôles échangistes mais aussi un troisième pôle, incarné par le corps social dans son ensemble. La société, ou du moins ses

corps sociaux dominants, s'emploient à définir les règles et les modalités de fonctionnement du système monétaire qui coordonne l'économie marchande, en canalisant les conflits résultant de la quête d'appropriation de la valeur par les acteurs individuels. Dès lors, il est intéressant de se pencher sur les fondements de la légitimité de cette coordination. C'est pourquoi l'étude de la persistance de l'acceptation du dollar que nous avons réalisée devait se focaliser sur un certain nombre de structures et d'institutions dont le rôle social est important, puisqu'il contribue à façonner les stratégies des acteurs individuels.

L'autre insatisfaction qui ressort de l'analyse standard de la monnaie réside dans le contournement d'un élément important : le fait que les relations monétaires dans le commerce international ne se font pas toujours – en fait, pas souvent – dans un cadre au sein duquel les deux échangistes sont indépendants et sur un pied d'égalité. D'une part, une proportion importante du commerce international est intrafirmes, ce qui va à l'encontre de l'hypothèse d'atomicité des acteurs puisque les firmes fonctionnent sur des logiques hiérarchisées et de planification. Mais même lorsque ce n'est pas le cas, rien ne permet de penser que les échangistes sont indépendants et sur un pied d'égalité : par exemple, on sait à travers les théories des organisations que le recours à l'*outsourcing* ne signifie pas plus d'indépendance réelle pour les producteurs en amont ou en aval par rapport aux donneurs d'ordres, et qu'il présente par conséquent un intérêt pour l'entreprise qui souhaite conserver des positions dominantes sur ses fournisseurs ou clients. Pour résumer, le cadre de la « mondialisation » ne correspond guère à celui d'une société de producteurs échangistes atomisés sans relations hiérarchiques. Au contraire, il renferme des enjeux de pouvoir et de domination dans l'échange, cristallisés dans le rapport monétaire. Si nous avons critiqué le modèle de choix de monnaie basé sur une conception instrumentale de la monnaie, ce n'est pas le choix de modéliser que nous rejetons, mais une axiomatique qui fait l'impasse de certaines réalités, et notamment, pour ce qui concerne l'économie internationale, les relations de type centre-péphéries qui caractérisent la mondialisation et qui s'opposent à l'image représentant des coéchangistes jouant à jeu égal. Dès lors, il apparaît nécessaire d'intégrer ces dimensions déterminantes.

Au terme de notre étude, nous en sommes arrivés aux résultats suivants, représentés schématiquement par la figure 33. L'exportateur facture et se fait régler dans une monnaie particulière, généralement le dollar, en étant influencé par les variables qui suivent :

- *Les préférences de l'importateur*, et plus largement les contraintes concurrentielles sur le marché, qui s'expriment à des degrés variables selon le contexte historique, géographique, institutionnel, et aussi selon la marchandise échangée. Si l'exportateur subit une concurrence particulièrement forte (cas des marchés de matières premières), il doit se plier aux contraintes concurrentielles qui s'imposent à lui, et suivre les autres acteurs du marché.

- *Le cadre technique et financier* : la monnaie est liée à une structure financière et technique. Le degré de sophistication des paiements, les besoins de paiements rapides (en temps réels) et sécurisés (appuyés par des messageries financières standardisées) rendent impératifs un cadre technique et financier adéquat. La sécurité recherchée par les coéchangistes implique aussi l'existence de marchés financiers proposant des instruments de couverture aux participants.
- *Les autorités monétaires et leur politique* : la monnaie implique l'existence d'une entité en charge de réguler l'émission et la circulation des moyens de paiement. Les autorités définissent les filets de sécurité qu'elles s'engagent à mettre en œuvre dans le système qu'elles supervisent. Elles inspirent la confiance (hiérarchique et éthique) auprès des agents.
- *Le contexte légal et géopolitique* : il structure et oriente en amont les choix de monnaie. La diplomatie et les règlementations décidées par les autorités gouvernementales quant à la possibilité de réaliser des transactions sont déterminantes et modifient les comportements des acteurs.

Figure 33 : Le choix de monnaie par l'exportateur influencé par son environnement

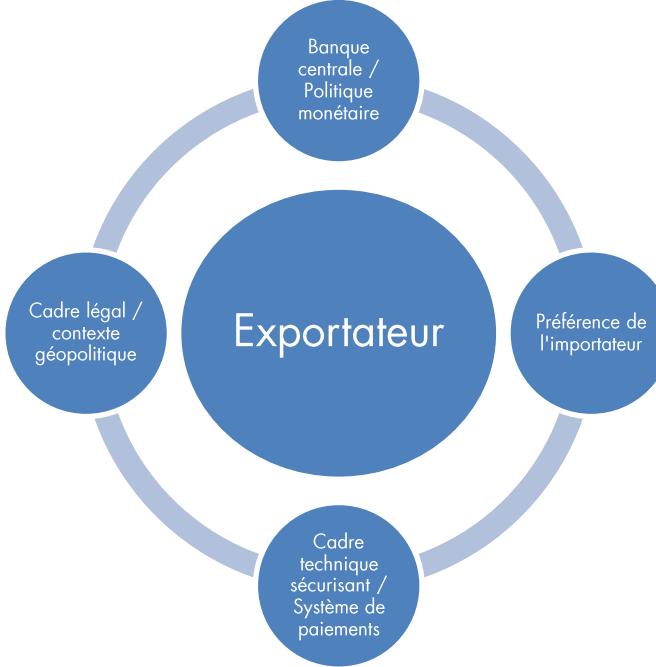


Figure de l'auteur

La capacité du dollar à accompagner les évolutions de l'économie internationale

Le dollar a accompagné l'évolution de l'économie internationale, et donc, le bouleversement qu'a représenté la globalisation. La globalisation marchande n'est pas seulement un phénomène d'expansion du commerce observable d'un point de vue comptable. Le constat de la domination d'une monnaie nationale particulière, le dollar américain, sur la mondialisation, nous avait donné un indice dans cette direction.

L'étude de la domination du dollar dans les échanges internationaux permet de mettre en évidence la polarisation qui caractérise la mondialisation. Le mot mondialisation apparaît d'ailleurs comme une métaphore, un écran par rapport aux enjeux économiques et politiques qu'il renferme. La mondialisation n'est pas mondiale puisqu'elle relègue une partie du monde à un statut périphérique, et du reste, elle polarise (Michalet, 2002). Du point de vue des échanges internationaux, le dollar est au cœur de cette polarisation. Le dollar peut être compris comme une institution permettant de recentrer une économie décentralisée, ou plus exactement étendue géographiquement à une échelle inédite, en se présentant comme un moyen quasi universel de création et d'extinction des dettes, mais aussi un langage communément parlé et compris, et une conception partagée de la valeur et de l'accumulation.

Trop souvent dans la littérature, la monnaie est étudiée sous l'angle de la fonction de monnaie de réserve, pour des raisons pratiques et par persévérence d'une conviction théorique : celle que la monnaie est avant tout un actif qui doit conserver la valeur à travers les périodes, raison pour laquelle la monnaie aurait été élue monnaie. Nous avons écarté cette vision pour préférer insister sur la relation, primordiale, entre l'unité de compte et les moyens de paiements : cette relation duale consiste en l'âme (unité) et le corps (la masse des moyens de paiements) de la monnaie. Elle a été mise en évidence par les travaux de Keynes (1930) qui distinguait la monnaie de compte et la monnaie au sens de moyens de paiement.

Cette relation est une variable sur laquelle la société imprime ses choix. La société marchande valide son existence. Les groupes sociaux hégémoniques d'une société s'efforcent d'assoir leur norme monétaire, qui appuie leurs intérêts, au sein des institutions régulatrices du système monétaire. Autrement dit, ils tentent de faire adopter leurs propres moyens de paiement, auxquels ils ont un accès privilégié, comme une norme universellement acceptée, d'où l'enjeu politique fondamental derrière la monnaie. Cet ordre se comprend mieux à travers les sanctions qu'il est amené à appliquer aux contrevenants – ceux qui ne respectent pas le système de règles –, comme nous l'avons vu dans cette thèse. Les institutions bancaires qui enfreignent les règles de l'ordre monétaire, que ce soit sur le plan de l'octroi de crédit ou de la fourniture de l'accès aux moyens de paiements, sont condamnées à payer de lourdes amendes.

L'affirmation d'un ordre politique et social associé au système monétaire, par le biais de ses institutions régulatrices, est donc une partie de l'explication du succès d'une monnaie dans les échanges internationaux. Nous avons montré que si la zone euro dispose bien d'une institution régulatrice forte à travers la BCE, elle est fragilisée par des défauts de conception et par les crises qui en résultent. Ces dernières exposent le manque d'unité de la zone, et constituent probablement un handicap pour la crédibilité de la zone, et donc pour l'internationalisation de la monnaie européenne (Faudot, 2015). A l'inverse, l'internationalisation du RMB bénéficie de la puissance de son encadrement institutionnel et du volontarisme affiché du gouvernement chinois (Faudot, 2016).

La prise en compte de la dimension socioéconomique de la monnaie

La monnaie est un attribut de souveraineté. Au risque de nous répéter, rappelons que la monnaie est une relation sociale, et que cela a toujours été le cas à travers les âges (Rochon et Rossi, 2013, voir aussi Servet, 2012). En outre, la monnaie véhicule toujours un projet. C'est l'analyse institutionnaliste qui a développé abondamment ce point, en évoquant le rôle central de la confiance éthique. Les principes éthiques associés à la monnaie doivent trouver, d'une façon ou d'une autre, un certain écho chez ses usagers. Derrière la monnaie se trouve un projet, à la fois cohérent et validé en aval par la société marchande. C'est une condition indispensable qui doit être intégrée dans les analyses de la monnaie. Il est nécessaire de l'identifier dans des études historiques capables de mettre à jours les principes de l'institution monétaire. De nombreux auteurs se sont trompés en croyant voir la fin du dollar d'une part, et l'ascension d'autres monnaies perçues comme concurrentes, d'autre part²⁰². Les multiples études portant sur le yen, l'euro, et aujourd'hui le renminbi ont certainement trop ignoré cette dimension. Une monnaie comme le dollar bénéficiera d'une certaine inertie en Amérique latine, en Asie, et au-delà tant que les classes hégémoniques de ces pays conserveront des valeurs en symbiose avec les principes de l'économie américaine et sa monnaie, le dollar. On déduit de ce raisonnement :

- i. que le passage à une autre monnaie que le dollar pour les échanges internationaux implique une différence effective entre les systèmes monétaires en concurrence (afin que le changement de système monétaire – coûteux et douloureux – ait un sens)
- ii. que des passerelles institutionnelles sont cependant nécessaires pour organiser le changement de système monétaire. Passer d'une monnaie à une autre pose une question fondamentale de la traductibilité, car ce n'est pas qu'une affaire de pure conversion. La monnaie doit valider avec succès un processus de réappropriation par ses usagers et la transition doit être possible.
- iii. que le système monétaire qui remplacera le dollar ait un soubassement culturel et éthique propre. Il ne peut être le fait des mêmes acteurs.

Ainsi, il semble bien qu'un nouveau projet monétaire doive se présenter pour envisager de parler de déclin ou d'érosion du dollar. Pour certains auteurs, les années 2015-2017, qui accompagnent la rédaction de cette thèse, présentent les signes d'une évolution vers un système nouveau (Aglietta, 2016 ; Sowels, 2016), de telle sorte qu'il serait raisonnable d'entrevoir la venue d'un monde multipolaire, grâce à la montée de la Chine, et de ses firmes transnationales. Le déplacement du centre de gravité de

²⁰² Voir notre étude à propos de l'euro (Faudot, 2015), ainsi que les travaux de Cohen (2015c) à propos de la littérature « décliniste » insistant sur la venue de la fin du dollar américain.

l'économie mondiale s'est réalisé au profit, très nettement, de la région asiatique. L'expansion et la reconnaissance internationale du renminbi chinois servirait ainsi de base à la réorientation du système monétaire international. Celle-ci serait en outre appuyée par une tendance affirmée en 2016 et qui inquiète les analystes du commerce international : les échanges internationaux semblent être entrés dans une phase de ralentissement²⁰³. Les modifications des relations internationales annoncées par le Brexit au Royaume-Uni et par l'élection de Donald Trump aux États-Unis sont-elles de nature à favoriser une multipolarité ? A travers l'érection de barrières à la globalisation, le statut international du dollar pourrait en effet voir ses fondements historiques et idéologiques fragilisés.

Notre analyse ne nous permet pas d'être aussi prompts à considérer, dans un avenir proche, la probabilité de changements majeurs au sein du système monétaire international, de nature à affaiblir le dollar. Il faut toutefois reconnaître qu'un tel scénario n'est pas à exclure, tant la période est caractérisée par des questionnements, sinon des remises en cause, de la forme actuelle de la mondialisation néolibérale, qui avait fait le lit du dollar américain.

Les perspectives ouvertes par la thèse

D'un point de vue théorique, la thèse a permis une confrontation des théories monétaires permettant de concevoir les apports et les limites des cadres théoriques employés pour étudier la monnaie. Cette confrontation peut ouvrir la voie à des dialogues féconds. L'analyse des relations monétaires internationales ne peut qu'en être améliorée. Une des perspectives entrouvertes par notre thèse est la proposition d'un renouvellement des concepts monétaires utilisés en Economie Politique Internationale. Alors que celle-ci se veut être une « interdiscipline », elle aurait à gagner à inclure l'apport des théories postkeynésiennes et institutionnalistes de la monnaie. En soi, cela constitue un des résultats de cette thèse. Jusqu'à présent, la domination d'une conception standard de la monnaie dans l'EPI, basée sur les trois fonctions basiques de la monnaie, n'est guère satisfaisante et constitue sans doute un handicap pour ce champ d'étude. Cette question fera l'objet de recherches futures.

L'enrichissement de l'EPI à partir de la prise en compte des théories monétaires devrait aussi encourager la démarche inverse. Certains concepts transversaux, au cœur des travaux d'EPI mériteraient d'être compris dans les théories économiques. Par exemple, la notion d'hégémonie est exploitée dans le champ des relations internationales. N'a-t-on pas montré à quel point le concept d'hégémonie est également pertinent dans l'étude des relations monétaires, y compris pour la compréhension des économies

²⁰³ Voir l'article de Jean (2015), ainsi que le communiqué de presse de l'OMC du 27 septembre 2016, « En 2016, le commerce connaîtra sa croissance la plus lente depuis la crise financière », disponible en ligne à l'adresse suivante : https://www.wto.org/french/news_f/pres16_f/pr779_f.htm

monétaires nationales ? La dimension politique et socioéconomique de la monnaie nous a en effet permis d'utiliser le concept d'hégémonie dans l'économie monétaire et voir dans la monnaie un véritable appareil d'hégémonie. La prise en compte de cette dimension semble là aussi pertinente pour expliquer les limites de l'approche standard de la macroéconomie monétaire, inadaptée à comprendre les enjeux de puissance et les conflits qui traversent l'économie internationale.

Il ressort donc des confrontations théoriques l'exigence d'une ouverture aux diverses approches de la monnaie. D'un point de vue méthodologique, la thèse a tenté de montrer d'une part l'intérêt d'un dialogue entre les différentes approches de la monnaie, et d'autre part la nécessité d'ouvrir le champ de l'étude de la monnaie à d'autres disciplines (ce qui n'est pas une démarche réservée à l'étude de la monnaie). Il est à espérer que ces dialogues se poursuivent à l'avenir. C'est en tout cas une démarche que nous chercherons à promouvoir.

Du point de vue de l'analyse empirique, la thèse a rassemblé l'ensemble des données disponibles, mais il serait souhaitable de pouvoir étudier la validité des thèses développées ici avec des données plus complètes et harmonisées, relatives aux pratiques de facturation et de règlement. Cela impliquerait les autorités monétaires et les douanes, et du rassemblement de ces données pourrait naître un panorama complet des différents degrés d'usage de la monnaie nationale pour la facturation et de règlement. Une telle base de données pourrait rendre pertinente, par exemple, la construction d'un indice de souveraineté monétaire pour lequel la monnaie de facturation et de règlement du commerce international constituerait un pan majeur, et qui serait utilisé pour comparer les différents pays du monde dans leur capacité (ou leur incapacité) à développer leur système monétaire. Cela constitue une des pistes à explorer dans de futures recherches.

Bibliographie

A

ABRAHAMS, P. (1969), « American Bankers and the Economic Tactics of Peace: 1919 », *The Journal of American History*, Vol. 56, n° 3, p. 572-583.

ADRIAN, T., BURKE, C. et McANDREWS, J. (2009), « The Federal Reserve's Primary Dealer Credit Facility », *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 15, n° 4.

ADRIAN, T., KIMBROUGH, K. et MARCHIONI, D. (2011), « The Federal Reserve's Commercial Paper Funding Facility », *FRBNY Economic Policy Review*, mai, p. 25-40.

AGLIETTA, M. (1979), « La notion de monnaie internationale et les problèmes monétaires européens dans une perspective historique », *Revue économique*, Vol. 30, n° 5, p. 808-844.

AGLIETTA, M. (1988), « L'ambivalence de l'argent », *Revue française d'économie*, Vol. 3, n° 3, p. 87-133.

AGLIETTA, M. (1994), « Ordre monétaire et banque centrale », in ORLEAN, A. (ed.), *Analyse économique des conventions*, Presses Universitaires de France, Paris, p. 189-218.

AGLIETTA, M. (2011), « Internationalisation de la monnaie chinoise », *Perspectives Chinoises*, n° 2011/3, p. 84-88.

AGLIETTA, M. (2016), « Perspectives monétaires et financières : stagnation séculaire ou mutation du capitalisme ? », *Revue d'économie financière*, n° 121, p. 159-172.

AGLIETTA, M. et CARTELIER, J. (1998), « Ordre monétaire des économies de marché », in AGLIETTA, M. et ORLEAN, A. (eds), *La monnaie souveraine*, Odile Jacob, Paris, p. 129-157.

AGLIETTA, M. et COUDERT, V. (2014), *Le dollar et le système monétaire international*, La découverte, Paris.

AGLIETTA, M. et ORLEAN, A. (2002), *La monnaie entre violence et confiance*, Odile Jacob, Paris.

AGLIETTA, M., OULD-AMHED, P. et PONSOT, J-F. (2016), *La monnaie, entre dettes et souveraineté*, Odile Jacob, Paris.

AHN, J., AMITI, M. et WEINSTEIN, D. (2011), « Trade Finance and the Great Trade Collapse », *American Economic Review*, Vol. 101, n° 3, p. 298-302.

AIZENMAN, J. (2015), « The internationalization of the RMB, capital market openness and financial reforms in China », *NBER Working Paper*, n° 20943, février.

ALARY, P. (2006), « Les dynamiques monétaires et le développement des échanges marchands », *Doctorat en science économique*, EHESS, Paris, Economie, 521 p.

ALKHATER, K. R. et BASHER, S. A. (2015), « The oil cycle, the Federal Reserve, and the monetary and exchange rate policies of Qatar », *Middle East Development Journal*, Vol. 8, n° 1, p. 127-155.

ALLÉGRET, J-P. (1996), « Unité de compte et étalon en économie internationale : l'approche de J.-M. Keynes », *Cahiers d'économie politique*, n° 26, p. 29-48.

ALNASRAWI, A. (1984), « The Rise and Fall of Arab Oil Power », *Arab Studies Quarterly*, Vol. 6, n° 1/2, p. 1-12.

ALTHUSSER, L. (1976), *Positions (1964-1975)*, Editions Sociales, Paris.

AMATO, M. et FANTACCI, L. (2014), « Back to which Bretton Woods? Liquidity and clearing as alternative principles for reforming international money », *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 38, n° 6, novembre, p. 1431-1452.

ANDERSON, P. (2015), *Comment les Etats-Unis ont fait le monde à leur image. La politique étrangère américaine et ses penseurs*, Agone, Paris.

ANDREWS, D. (2009), « The Geography of Currency Consolidation », Paper prepared for presentation at the Annual Meetings of the American Political Science Association, Toronto, 3-6 septembre.

AROYO, P. et FOUET, M. (1985), « Les pétrodollars. Une réserve liquide en voie d'assèchement », *Observations et diagnostics économiques : revue de l'OFCE*, n° 10, p. 65-82.

ARTUS, P. et FONTAGNE, L. (2006), *Evolution récente du commerce extérieur français*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, n° 64.

AUBOIN, M. (2012), « Use of Currencies in International Trade: Any Changes in the Picture? », *Staff Working Paper*, WTO Economic Research and Statistics Division, mai.

AUZANNEAU, M. (2015), *Or noir. La grande histoire du pétrole*, La découverte, Paris.

B

BACCHETTA, P. et VAN WINCOOP, E. (2005), « A Theory of the Currency Denomination of International Trade », *Journal of International Economics*, Vol. 67, p. 295-319, décembre.

BAGEHOT, W. (1874), *Lombard Street ou le marché financier en Angleterre*, Librairie Germer Baillière, Paris.

BAJO-RUBIO, O. et MONTÁVEZ-GARCÉS, M. D., (2002), « Was there Monetary Autonomy in Europe on the eve of EMU? The German Dominance Hypothesis Re-Examined », *Journal of Applied Economics*, Vol. 5, n° 2, p. 185-207, novembre.

BALLANTYNE, A., GARNER, M. et WRIGHT, M. (2013), « Developments in Renminbi Internationalisation », *Reserve Bank of Australia Bulletin*, juin, p. 65-74.

BARRETT, C., KESTER, T., LIM, H. et NYUNT, K. (2010), « Ways to Promote Trade Settlement Denominated in Local Currencies in East Asia: Case Studies of Thailand, Singapore, EU and NAFTA », *Research Paper and Policy Recommendation*, ASEAN +3 Research Study Group, avril.

BASTIDON-GILLES, C., BRASSEUL J. et GILLES, P. (2010), *Histoire de la globalisation financière*, Armand Colin, Paris.

BCE (2008), *10th Anniversary of the ECB – Monthly Bulletin*, European Central Bank, Francfort.

BCE (2009), *The International Role of Euro*, Francfort, juillet.

BCE (2015), *The International Role of Euro*, Francfort, juillet.

BEGGS, M. (2016), « The state as a creature of money », *New Political Economy*, à paraître.

BEKX, P. (1998), *The implications of the introduction of the euro for non-EU countries*, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Bruxelles.

BENASSY, A. et DEUSY-FOURNIER, P. (1994), « La concurrence pour le statut de monnaie internationale », *Economie Internationale*, n°59, 3^e trimestre.

BENASSY-QUERE, A. et CŒURE, B. (2010), « Le rôle international de l'euro : chronique d'une décennie », *Revue d'économie politique*, Vol. 120, n° 2, p. 355-377.

BERNES, T., JENKINS, P., MEHRLING, P. et NEILSON, D. (2014), « China's Engagement with an Evolving International Payments System: a Payments Approach », *Special Report*, Centre for International Governance Innovation et the Institute for New Economic Thinking, Waterloo et New York.

- BERTHAUD, P. (2012), « La devise-clé aujourd’hui. Pourquoi « l’impossible trinité » dure-t-elle ? », in ABDELMALKI, L., ALLÉGRET, J-P., PUECH, F., SADNI JALLAB, M. et SILEM, A. (éds.), *Développements récents en économie et finances internationales*, Armand Colin, Paris, p. 143-154.
- BHATTACHARYYA, S. (2014), *Energy Economics. Concepts, Issues, Markets and Governance*, Springer-Verlag, Londres.
- BIBOW, J. (2013), « At the Crossroads: The Euro and Its Central Bank Guardian (and Savior?) », *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 37, n° 3, p. 609-626.
- BINA, C. (1993), « The rhetoric of oil and the dilemma of war and American hegemony », *Arab Studies Quarterly*, Vol. 15, n° 3, p. 1-20.
- BJERG, O. (2014), *Making Money. The Philosophy of Crisis Capitalism*, Verso, New York.
- BLANC, J. (2000), *Les monnaies parallèles. Unité et diversité du fait monétaire*, L’Harmattan, Paris.
- BLANC, J. (2002), « Invariants et variantes de la souveraineté monétaire. Réflexions sur un cadre conceptuel compréhensif », *Economies et sociétés*, série Monnaie, ME n° 4, p. 193-213.
- BLANC, J. (2008), « Fongibilités et cloisonnements de la monnaie », in BAUMANN, E., BAZIN, L., OULD-AHMED P., PHELINAS, P., SELIM, M. et SOBEL, R. (eds.), *L’argent des anthropologues, la monnaie des économistes*, L’Harmattan, Paris, p. 29-54.
- BLINDER, A. (1996), « The Role of the Dollar as an International Currency », *Eastern Economic Journal*, Vol. 22, n° 2, p. 127-136.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM (2008), « Protocol for the Cooperative Oversight Arrangement of CLS », 25 novembre. Disponible à l’adresse suivante:
http://www.federalreserve.gov/paymentsystems/cls_protocol.htm
- BOUGHTON, J. (2002), « Why White, not Keynes ? Inventing the Postwar International Monetary System », *IMF Working Paper*, n° 02/52, Fonds Monétaire International, mars.
- BOUHOURS, P. (1993), *La monnaie finance. Institutions et mécanismes*, Ellipses, Paris.
- BOUVET, P. (1996), « les théoriciens contemporains de la monnaie endogène : consensus et désaccords », *L’Actualité Economique*, Vol. 72, n° 4, p. 451-470.
- BOYER, R. (2003), « Les institutions dans la théorie de la régulation », *Cahiers d’économie Politique / Papers in Political Economy*, n° 44, p. 79-101.

BOYER, R. (2009), « Feu le régime d'accumulation tiré par la finance », *Revue de la régulation*, n° 5, 1er semestre.

BP (2016), *Statistical review of world energy*, 65^e édition, juin.

BRAUDEL, F. (1960), « La démographie et les dimensions des sciences de l'homme », *Annales. Économies, Sociétés, Civilisations*, Vol. 15, n° 3, p. 493-523.

BRAUDEL, F. (1979), *Civilisation matérielle, économie et capitalisme. XV^e-XVIII^e siècle. Tome 2. Les jeux de l'échange*, Armand Colin, Paris.

BRAUDEL, F. (1988), *La dynamique du capitalisme*, Flammarion, Paris.

BRESSER-PEREIRA, L-C. (2008), « The Dutch disease and its neutralization: a Ricardian approach », *Brazilian Journal of Political Economy*, Vol. 28, n° 1, p. 47-71.

BRI (2012), « International payments arrangements », *Clearing and settlement systems in the CPSS countries, Volume 2*, Committee on Payment and Settlement Systems, Red Book, November, p. 509-544.

BRI (2013), « Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results », *Triennial Central Bank Survey*, Monetary and Economic Department, Bâle.

BRI (2014), « Trade finance: developments and issues », *CGFS Papers*, n°50, Committee on the Global Financial System, janvier.

BRI (2016), « Foreign exchange turnover in April 2016: preliminary global results », *Triennial Central Bank Survey*, Monetary and Economic Department.

BRISSET, N. (2015), « Les institutions comme objets émergents. Une perspective ontologique », *Revue économique*, Vol. 66, n° 3, p. 615-644.

BRONNER, M. (2002), « The CLSTM system: reducing settlement risk in foreign exchange transactions », *Financial Stability Review*, novembre, p. 131-142.

BROZ, J. L. (1999), « Origins of the Federal Reserve System: International Incentives and the Domestic Free-rider Problem », *International Organization*, Vol. 53, n°1, p. 39-70.

BROZ, J. L. (2015), « The Politics of Rescuing the World's Financial System: The Federal Reserve as a Global Lender of Last Resort », *Korean Journal of International Studies*, Vol. 13, n° 2, p. 323-351.

BURK, K. (1979), « Great Britain in the United States, 1917–1918: The Turning Point », *International History Review*, Vol. 1, n° 2, p. 228-245.

BURK, K. (1991), « Money and Power: The Shift from Great Britain to the United States », in CASSIS, Y. (ed.), *Finance and Financiers in European History 1880–1960*, Cambridge University Press, Cambridge, p. 362–365.

C

- CALVO, G. et REINHART. C. (2002), « Fear of Floating », *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107, n° 2, p. 379-408.
- CAMERON, A. et PALAN, R. (2004), *The Imagined Economies of Globalization*, Sage Publications Ltd, Londres.
- CARLI, G. (1988), « The return to convertibility of European currencies », *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, Vol. 47, n° 11/12, p. 525-536.
- CARREAU, D. (1998), « Le système monétaire international privé (UEM et Euromarchés) », *Collected Courses of the Hague Academy of International Law*, n° 274, Brill Online, the Hague Academy of International Law.
- CARTAPANIS, A. (2009), « Le dollar incontesté? Economie politique d'une monnaie internationale », *Revue d'économie financière*, n° 94, p. 135-150.
- CARTELIER, J. (1983), « Note sur *La violence de la monnaie* de M. Aglietta et A. Orléan », *Revue économique*, Vol. 34, n° 2, p. 395-401.
- CARTELIER, J. (1996), *La monnaie. Un exposé pour comprendre, un essai pour réfléchir*, Flammarion, Paris.
- CARTELIER, J. (2001), « Monnaie et marché. Un point de vue critique sur les modèles de prospection », *Revue économique*, Vol. 52, n° 5, p. 993-1011.
- CARTELIER, J. (2013), « Beyond modern academic theory of money. From 'fiat money' to 'payment system' », in ULDGEN, F., MEAULLE, M., TORTAJADA, R. et STELLIAN, R. (2013), *New Contributions to Monetary Analysis*, Routledge, New York, p. 155-171.
- CASAS, C., DIEZ, F., GOPINATH, G. et GOURINCHAS, P-O. (2016), « Dominant Currency Paradigm. A New Model for Small Open Economies », *NBER Working Paper*, n° 22943, décembre.
- CASSIS, Y. (2006), *Les Capitales du Capital. Histoire des places financières internationales, 1780-2005*, Slatkine, Genève.
- CHAN, T. (2015), « Currency composition of reserves, trade invoicing and currency movements », *Emerging Markets Review*, Vol. 25, décembre, p. 16-29.
- CHESNAIS, F. (1994), *La mondialisation du capital*, Syros, Paris.
- CHEUNG, Y-W. (2015) « The Role of Offshore Renminbi Centers in the Process of Renminbi Internationalization », in EICHENGREEN, B. et KAWAI, M. (eds), *Renminbi Internationalization. Achievements, Prospects, and Challenges*. Brookings Institution Press, Washington, D.C. et Asian Development Bank Institute , Tokyo, p. 207-235.

CHIN, G. (2014), « China's Rising Monetary Power », in HELLEINER, E. et KIRSHNER, J. (eds.), *The Great Wall of Money. Power and Politics in China's International Monetary Relations*, Cornell University Press, Ithaca, New York, p. 184-212.

CHINN, M. et FRANKEL, J. (2008), « The Euro May over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency », *John Kennedy Faculty Research Working Papers Series*, RWP08-016, mars.

CHIPS (2014), *Self-Assessment of Compliance with Core Principles for Systemically Important Payment Systems*.

CHOI, F. et MEEK, G. (2011), *International Accounting*, Pearson.

CHUNG, W. (2013), « Imported Inputs and Invoicing Currency Choice: Theory and Evidence from UK Transaction Data », *Discussion Paper*, n° 2014-11, Université de Nottingham.

CNUCED (2011), *Trade and development report*, New York et Genève.

CNUCED (2014), *Trade and development report*, New York et Genève.

CNUCED (2015), « L'évolution du système commercial international et ses tendances dans une optique de développement », *Note du secrétariat de la CNUCED*, Conseil du Commerce et du Développement, soixante-deuxième session.

COHEN, B. (1971), *The Future of Sterling as an International Currency*, Macmillan, Londres.

COHEN, B. (1997), « Optimum Currency Area Theory: Bringing the Market Back », in COHEN, B. (ed.) *International Trade and Finance: New Frontiers for Research, Essays in Honor of Peter B. Kenen*, Cambridge University Press, New York, p. 216-244.

COHEN, B. (2002), « Monetary Instability: Are National Currencies Becoming Obsolete? », In MCBRIDE, S., DOBUZINSKIS, L., GRIFFIN COHEN, M. et BUSUMTWI-SAM, J., (eds), *Global Instability: Uncertainty and New Visions in Political Economy*, Kluwer Academic Publishers, Boston, p. 29-41.

COHEN, B. (2003), *The Future of Money*, Princeton University Press.

COHEN, B. (2006), « The Macrofoundations of Monetary Power », in ANDREWS, D. (ed.), *International Monetary Power*, Cornell University Press, Ithaca, p. 31-50.

COHEN, B. (2007), « Enlargement and the International Role of the Euro », *Review of International Political Economy*, Vol. 14, n° 5, p. 746-773.

COHEN, B. (2012), « The Benefits and Costs of an International Currency: Getting the Calculus Right », *Open Economies Review*, Vol. 23, n° 2, p. 13-31.

COHEN, B. (2014), « The China Question: Can Its Rise Be Accommodated? », in HELLEINER, E., et KIRSHNER, J. (eds), *The Great Wall of Money. Power and Politics in China's International Monetary Relations*, Cornell University Press, Ithaca, p. 23-44.

COHEN, B. (2015a), *Currency Power: Understanding Monetary Rivalry*, Princeton University Press, Princeton.

COHEN, B. (2015b), « The Demise of the Dollar? », *Revue de la régulation*, n° 18, 2e semestre, automne.

COHEN, B. (2015c), « Will History Repeat Itself? Lessons for the Yuan », in EICHENGREEN, B. et KAWAI, M. (eds), *Renminbi Internationalization. Achievements, Prospects, and Challenges*, Brookings Institution Press, Washington, D.C., et Asian Development Bank Institute, Tokyo, p. 27-52.

COHEN, B. (2017), « Renminbi Internationalization: A Conflict of Statecrafts », *Chatham House Research Paper*, The Royal Institute of International Affairs, mars.

COHEN, B. et BENNEY, T. (2014), « What does the international currency system really look like? », *Review of International Political Economy*, vol. 21, n° 5, p. 1017-1041.

COMMITTEE FOR THE STUDY OF ECONOMIC AND MONETARY UNION (1989), *Report on economic and monetary union in the European Community*.

CONSTANCIO, V. (2017), « Resolving Europe's NPL burden: challenges and benefits », Banque Centrale Européenne, 3 février. Discours disponible à l'adresse suivante : <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170203.en.html>

COOK, S. et SORAMAKI, K. (2014), « The Global Network of Payment Flows », *SWIFT Institute Working Paper*, n°2012-006, 23 septembre.

COURBIS, B., FROMENT, É. et SERVET, J-M. (1990), « A propos du concept de monnaie », *Cahiers d'économie politique*, n°18, p. 5-29.

CROTTY, J. (1983), « On Keynes and Capital Flight », *Journal of Economic Literature*, Vol. 21, n° 1, p. 59-65.

D

D'ARISTA, J. (2003), « Reforming the privatized international monetary and financial architecture », in MULLINEUX, A et MURINDE, V. (eds.), *Handbook of International Banking*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham, p. 721-750.

DAHL, F. (1967), « International Operations of U.S. Banks: Growth and Public Policy Implications », *Law and Contemporary Problems*, Vol. 32, n° 1, p.100-130.

DAY, S. (1994), « L'argent et l'esprit d'entreprise chez les prostituées à Londres », *Terrain*, n° 23, p. 99-114.

DE BOISSIEU, C. (2005), « Le rôle international de l'euro : une mise en perspective », *Revue d'économie politique*, Vol. 115, n° 5, p. 613-631.

DE CECCO, M. (1986), « Relations financières internationales et transnationales », *Revue française d'économie*, Vol. 1, n° 1, p. 110-125.

DE CECCO, M. (2003), « The European Monetary Union: A preliminary Assessment », in ROCHON, L-P. et SECCARECCIA, M. (eds.), *Dollarization. Lessons from Europe and the Americas*, Routledge, New York, p. 30-47.

DE RAULIN, A. (dir) (2000), *La zone franc face à l'euro*, Artois Presses Université, Arras.

DECORZANT, Y. (2016), « Banques centrales, banques privées et Société des Nations, 1919-1929 », in FEIERTAG, O. et MARGAIRAZ, M. (dir.), *Les banques centrales et l'Etat-nation*, Presses de Sciences Po, Paris, p. 355-377.

DEISS, J. (1979), *Monnaie et prix internationaux : une théorie séquentielle des marchés*, Librairie Droz, Genève.

DELEPLACE, G. (1985), « Sur quelques difficultés de la théorie de la monnaie marchandise chez Ricardo et Marx », *Economie Appliquée*, n° 1.

DELEPLACE, G. (1994), « Les différents usages de l'étalement monétaire », *Cahiers d'économie politique*, n° 23, p. 101-113.

DELLAS, H. et TAVLAS, G. (2013), « The Gold Standard, the Euro, and the Origins of the Sovereign Debt Crisis », *Cato Journal*, Vol. 33, n° 3, p. 491-520.

DESAI, R. (2013), *Geopolitical Economy. After US Hegemony, Globalization, and Empire*, Palgrave Macmillan, New York.

DESMEDT, L. et PIEGAY, P. (2007), « Monnaie, État et Production : apports et limites de l'approche néo-chartaliste », *Cahiers d'Economie Politique*, n° 52, p.115-133.

DEUTSCHE BUNDES BANK (1979), « The Deutsche Mark as an International Investment Currency », *Monthly Report*, novembre.

DOW, S. (2012), « What are banks and bank regulation for? A consideration of the foundations for reform », *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, Vol. 9, n° 1, p. 39-56.

DUGGER, W. (1996), « Redefining Economics: From Market Allocation to Social Provisioning », in WHALEN, C. (ed.), *Political Economy for the 21st Century*, M. E. Sharpe, Armonk, p. 31-43.

DUNAJEWSKI, H. (1985), « Choix de la monnaie de facturation et commerce de la France avec les pays de l'Europe de l'Est », *Revue d'études comparatives Est-Ouest*, Vol. 16, n° 4, p. 87-107.

DYMSKI, G. (2009), « The global financial customer and the spatiality of exclusion after the 'end of geography' », *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society*, Vol. 2, n° 2, p. 267-285.

E

ECONOMIC REPORT OF THE PRESIDENT (1974), *Economic Report of the President*, United States Government Printing Office, Washington.

EICHENGREEN, B. (2005), « Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition », *NBER Working Paper*, n°11336, National Bureau of Economic Research.

EICHENGREEN, B., CHITU, L. et MEHL, A. (2014), « Network Effects, Homogeneous Goods and International Currency Choice: New Evidence on Oil Markets from an Older Era », *ECB Working Paper*, n° 1651, Banque Centrale Européenne.

EICHENGREEN, B. et FLANDREAU, M. (2012), « The Federal Reserve, the Bank of England, and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914–1939 », *Open Economies Review*, Vol. 23, n° 1, p. 57-87, février.

EICHENGREEN, B. et KAWAI, M. (2014), « Issues for Renminbi Internationalization: An Overview », *Asian Development Bank Institute Working Paper Series*, n° 454, janvier.

EICHENGREEN, B. et KAWAI M. (eds) (2015), *Renminbi Internationalization. Achievements, Prospects, and Challenges*, Brookings Institution Press, Washington, D.C. et Asian Development Bank Institute, Tokyo, 388 p.

EICHENGREEN, B., HAUSMANN, R. et PANIZZA, U. (2002), « Original Sin: The Pain, the Mystery, and the Road to Redemption », Mimeo, University of California, Berkeley.

EICHENGREEN, B. et LOMBARDI, D. (2017), « RMBI or RMBR? Is the Renminbi Destined to Become a Global or Regional Currency? », *Asian Economic Papers*, Vol. 16, n° 1, p. 35-59.

ENDRES, A. (2009), « Currency Competition: A Hayekian Perspective on International Monetary Integration », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 41, n° 6, p. 1251-1263.

EPSTEIN, G. (2005), « Introduction: Financialization and the world economy », in EPSTEIN, G. (ed.), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham, p. 3-16.

EREN, A. (2003), « The Settlement and Financing of International Trade », in MULLINEUX, A. et MURINDE, V. (eds.), *Handbook of International Banking*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham, p. 259-282.

F

FABLING, R. et SANDERSON, L. (2015), « Export performance, invoice currency, and heterogeneous exchange rate pass-through », *The World Economy*, Vol. 38, n° 2, février, p. 315-339.

FAUDOT, A. (2014), « Le régime rentier d'accumulation en Arabie saoudite et son mode de régulation », *Revue de la régulation*, n° 16.

FAUDOT, A. (2015), « The Euro: An International Invoicing Currency? », *International Journal of Political Economy*, Vol. 44, n° 1, p. 51-70.

FAUDOT, A. (2016), « L'internationalisation du renminbi : enjeux et limites des réformes institutionnelles », *Revue d'économie financière*, n° 121, p. 305-326.

FAUDOT, A. (2018), « The US dollar payment system: architecture and political implications », *Review of Keynesian Economics*, Vol. 6, n° 1, à paraître.

FAUDOT, A. et PONSOT, J-F. (2016), « The Dollar Dominance: Recent Episode of Trade Invoicing and Debt Issuance », *Journal of Economic Integration*, Vol. 31, n° 1, p. 41-64.

FEIS, H. (1950), *The Diplomacy of the Dollar: First Era, 1919-1932*, John Hopkins University Press, Baltimore.

FELIPE, J., KUMAR, U., USUI, N. et ABDON, A. (2013), « Why has China succeeded? And why it will continue to do so », *Cambridge Journal of Economics*, vol. 37, n° 4, juillet, p. 791-818.

FIELDS, D. et VERNENGO, M. (2013), « Hegemonic Currencies during the Crisis: The Dollar versus the Euro in a Cartalist Perspective », *Review of International Political Economy*, Vol. 20, n° 4, p. 740-759.

FMI [FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL] (2010), « United States: Publication of Financial Sector Assessment Program Documentation - Technical Note on Selected Issues on Liquidity Risk Management in Fedwire Funds and Private Sector Payment », *IMF Country Report*, n° 10/122, Washington, DC, mai.

FMI (2013), « German-Central European Supply Chain », *IMF Multi-Country Report*, n° 13/263, Washington, DC, août.

FMI (2015), « Review of the Method of Valuation of the SDR », *IMF Policy Paper*, Washington, DC, novembre.

FMI (2016), *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*, disponible en ligne à l'adresse suivante (consultée le 18 mars 2017) :
<http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>

FRANKEL, J. (2012), « Internationalization of the Renminbi and Historical Precedents », *Journal of Economic Integration*, Vol. 27, n° 3, p. 329-365.

FRIBERG, R. et WILANDER, F. (2008), « The currency denomination of exports. A questionnaire study », *Journal of International Economics*, vol. 75, n° 1, p. 54-69.

FRIEDEN, J. (1993), *Studies in International Finance. Private Interest and Public Policy in the International Political Economy*, Garland Publishing, New York.

FRIEDEN, J. (2000), « The Political Economy of the Euro as an International Currency », in CLESSE, A. et MUNDELL, R. (eds), *The Euro as a Stabilizer in the International Economic System*, Kluwer Academic Publishers, Boston, p. 203-213.

FRIEDMAN, M. (1969), *The Optimum Quantity of Money and other Essays*, Aldine Publishing Company, Chicago.

G

GABOR, D. (2016), « The (impossible) repo trinity: the political economy of repo markets », *Review of International Political Economy*, à paraître.

GABOR, D. et VESTERGAARD, J. (2016), « Towards a Theory of Shadow Money », *INET Working Paper*. Disponible à l'adresse suivante :
https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/Towards_Theory_Shadow_Money_GV_INET.pdf

GAGNON, J. et TROUTMAN, K. (2014), « Internationalization of the Renminbi: The Role of Trade Settlement », *Policy Brief*, n° 14/15, Peterson Institute for International Economics, mai.

GARBADE, K. (2006), « The evolution of repo contracting conventions in the 1980s », *Economic Policy Review*, Vol. 12, n° 1, p. 27-42.

GARDIN, J-C. (2012), « Modèles et Récits », in BERTHELOT, J-M. (éd.), *Epistémologie des sciences sociales*, Presses Universitaires de France, Paris, p. 407-454.

GARDINER, G. (2004), « The Primacy of Trade Debts in the Development of Money », in WRAY, L. R. (ed.), *Credit and State Theories of Money. The Contributions of A. Mitchell Innes*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham, p. 128-172.

GAULARD, M. (2014), « Les dangers de la bulle immobilière chinoise », *Revue Tiers Monde*, n° 219, juillet-septembre, p. 77-96.

GERMAIN, R. (1997), *The International Organization of Credit. States and Global Finance in the Global Economy*, Cambridge University Press, Cambridge.

GILPIN, R. (1975), *US Power and the Multinational Corporation: the Political Economy of Foreign Direct Investment*, Basic Books, New York.

GISLAIN, J-J. (2003), « L'émergence de la problématique des institutions en économie », *Cahiers d'économie Politique / Papers in Political Economy*, n° 44, p. 19-50.

GKANOUTAS-LEVENTIS, A. et NESVETAILOVA, A. (2015), « Financialisation, oil, and the Great Recession », *Energy Policy*, Vol. 86, p. 891-902.

GOLDBACH, R. (2015), *Global Governance and Regulatory Failure: The Political Economy of Banking*, Palgrave Macmillan, New York.

GOLDBERG, L. (2010), « Is the international role of the dollar changing? », *Federal Reserve Bank of New York Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 16, n° 1, p. 1-7.

GOLDBERG, L. et TILLE, C. (2005), « Vehicle currency use in international trade », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n°200, Federal Reserve Bank of New York.

GOLDBERG, L. et TILLE, C. (2008), « Vehicle currency use in international trade », *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, n° 200, Federal Reserve Bank of New York.

GOLDBERG, L. et TILLE, C. (2011), « Micro, macro, and strategic forces in international trade invoicing », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n° 405, Federal Reserve Bank of New York.

GOLDBERG, L. et TILLE, C. (2013), « A Bargaining Theory of Trade Invoicing and Pricing », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n° 611, Federal Reserve Bank of New York.

GOLDBERG, L. et TILLE, C. (2016), « Micro, macro, and strategic forces in international trade invoicing: Synthesis and novel patterns », *Journal of International Economics*, Vol. 102, p. 173-187.

GOODHART, C (1998), « Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas », *European Journal of Political Economy*, Vol. 14, n° 3, p. 407-432.

GOODSTADT, L. (2014), « China's Banking: How Reforms Lost Momentum », *HKIMR Working Paper*, n° 26/2014, Hong Kong Institute for Monetary Research, octobre.

- GRAEBER, D. (2013), *Dette. 5000 ans d'histoire*, Les Liens qui Libèrent, Paris.
- GRAMSCI, A. (1983), *Textes (1917-1934)*, Editions sociales, Paris.
- GRASSMAN, S. (1972), *Exchange reserves and the financial structure of foreign trade: a study in commercial capital movements*, Seminar Papers n°21, Institute for international economic studies, Stockholm, novembre, 233 p.
- GRASSMAN, S. (1973), « A Fundamental Symmetry in International Payment Patterns », *Journal of International Economics*, Vol. 3, n° 2, p. 105-116.
- GRASSMAN, S. (1976), « Currency Distribution and Forward Cover in Foreign Trade », *Journal of International Economics*, Vol. 6, n° 2, p. 215–221.
- GRUIĆ, B. et WOOLDRIDGE, P. (2013), « Who is issuing international bonds denominated in emerging market currencies? », *BIS Quarterly Review*, décembre, p. 22–23.
- GUERLAIN, P. (2007), « Le retour du discours impérialiste aux États-Unis », *Revue française d'études américaines*, n° 113, p. 5-25.
- GUITTON, H. (1940), « La notion de temps chez J. M. Keynes », *Revue d'Histoire Économique et Sociale*, Vol. 26, n° 1/2, p. 79-87.
- GUTTMANN, R. (2016), *Finance-led capitalism: shadow banking, re-regulation, and the future of global markets*, Palgrave Macmillan, Londres.
- H**
- HALL, S. (2017), « Rethinking international financial centres through the politics of territory: renminbi internationalisation in London's financial district », *Transactions of the Institute of British Geographers*, à paraître, publié en ligne le 25 janvier 2017.
- HAMEL, J. (1935), « Les formes internationales de crédits bancaires », *Collected Courses of the Hague Academy of International Law*, Vol. 051, Brill Online, the Hague Academy of International Law.
- HARTMANN, P. (1998), *Currency Competition and Foreign Exchange Market*, Cambridge University Press, Cambridge.
- HATZVI, E., NIXON, W. et WRIGHT, M (2014), « The Offshore Renminbi Market and Australia », *Reserve Bank of Australia Bulletin*, décembre, p. 53-62.
- HAYEK, F. (1976), *Choice in Currency, A Way to Stop Inflation*, The Institute of Economic Affairs, Londres.
- HE, D. (2012), « Renminbi Internationalisation: A Primer », Hong Kong Institute for Monetary Research, 31 juillet.

HE, D. et McCUALEY, R. (2010), « Offshore Markets for the Domestic Currency: Monetary and Financial Stability Issues », *BIS Working Papers*, n° 320.

HE, D. et McCUALEY, R. (2012), « Eurodollar Banking and Currency Internationalisation », *BIS Quarterly Review*, juin, p. 33-46.

HEFNER, F. et WITTE, M. (2016), « Does Leaving the Eurozone Mean Leaving the Euro? », *International Advances in Economic Research*, Vol. 22, n° 3, p. 279-294.

HEILMANN, S., RUDOLF, M., HUOTARI, M. et BUCKOW, J. (2014), « China's Shadow Foreign Policy: Parallel Structures Challenge the Established International Order », *China Monitor*, n° 18, Institut MERICS, octobre.

HELLEINER, E. (1994), *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*, Cornell University Press, Ithaca.

HELLEINER, E. (2003), *The Making of National Money: Territorial Currencies in Historical Perspective*, Cornell University Press, Ithaca.

HELLEINER, E. (2006), « Below the State: Micro-Level Monetary Power », in ANDREWS, D. (ed.) (2006), *International Monetary Power*, Cornell University Press, Ithaca, p. 72-90.

HENNING, C.R. (2012), « Choice and Coercion in East Asian Exchange Rate Regimes », *The Peterson Institute for International Economics Working Paper*, n° 12/15, septembre.

HOBSON, J. et SEABROOKE, L. (2009), « Everyday international political economy », in BLYTH, M. (ed.), *Routledge Handbook of International Political Economy. IPE as a global conversation*, Routledge, New York, p. 290-306.

HODGSON, G. (1992), « Carl Menger's theory of the evolution of money: some problems », *Review of Political Economy*, Vol. 4, n° 4, p. 396-412.

HOLMES, C. (2014), « 'Whatever it takes': Polanyian perspectives on the eurozone crisis and the gold standard », *Economy and Society*, Vol. 43, n° 4, p. 582-602.

HUET, P. (1955), « L'accord monétaire européen du 5 août 1955 », *Annuaire français de droit international*, Vol. 1, n° 1, p. 455-463.

I

ILZETZKI, E., REINHART, C. et ROGOFF, K. (2017), « Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold? », *NBER Working Paper*, n° 23134, février.

ILZKOVITZ, F. (1994), « Recent developments in the international use of currencies: towards a tripolar regime », *Working Document*, European Commission.

ILZKOVITZ, F. (1996), « Les perspectives de l'internationalisation de l'euro », *Revue d'économie financière*, n° 36, p. 151-169.

INGHAM, G. (2004), *The Nature of Money*, Polity, Cambridge.

ITO, T., KOIBUCHI, S., SATO, K. et SHIMIZU, J. (2010), « Why has the yen failed to become a dominant invoicing currency in Asia? A firm-level analysis of Japanese exporters' invoicing behavior », *NBER Working Paper*, n° 16231.

ITO, T., KOIBUCHI, S., SATO, K. et SHIMIZU, J. (2016), « Choice of Invoice Currency in Japanese Trade: Industry and commodity level analysis », *RIETE Discussion Papers*, n° 16-E-031, mars.

IWAI, K. (2010), « The Second End of Laissez-Faire: The Bootstrapping Nature of Money and the Inherent Instability of Capitalism », in GANSSMANN, H. (ed.), *New Approaches to Monetary Theory: Interdisciplinary Perspectives*, Routledge, Londres.

IWAMI, T. (2000), « A Vulnerable Power in the World Economy: Japan's Economic Diplomacy and the Yen », *CIRJE F-Series working paper*, n° 73, CIRJE, Faculty of Economics, University of Tokyo.

J

JABKO, N. (2009), « Why IPE is underdeveloped in continental Europe: a case study of France », in BLYTH, M. (ed.), *Routledge Handbook of International Political Economy. IPE as a global conversation*, Routledge, New York, p. 231-242.

JEAN, S. (2015), « Le ralentissement du commerce mondial annonce un changement de tendance », *La lettre du CEPII*, n° 356, septembre.

JEVONS, S. (1898), *Money and the Mechanism of Exchange*, D. Appleton & Co, New York.

JIANG, Y. (2014), « The Limits of China's Monetary Diplomacy », in HELLEINER, E. et KIRSHNER, J. (eds.), *The Great Wall of Money. Power and Politics in China's International Monetary Relations*, Cornell University Press, Ithaca, New York, p. 156-183.

JOHNSON, J. (2008), « Forbidden Fruit: Russia's Uneasy Relationship with the US Dollar », *Review of International Political Economy*, Vol. 15, n° 3, p. 379-398.

JOHNSON, J. (2013), « Russia: International Monetary Reform and Currency Internationalization », Paper n° 4, Centre for International Governance Innovation (CIGI), Asian Development Bank, et Hong Kong Institute for Monetary Research, juin.

K

KADYAN, H. (2014), « Indian Rupee's Role as an International Currency », *Abhinav-National Monthly Refereed Journal of Research in Commerce & Management*, Vol. 3, n° 2, p. 35-44.

KAHN, C. et ROBERDS, W. (2001), « The CLS bank: a solution to the risks of international payments settlement? », *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 54, n° 1, juin, p. 191-226.

KAMPS, A. (2006), « The Euro as Invoicing Currency in International Trade », *Working Paper Series*, n° 665, Banque Centrale Européenne, août.

KATZENSTEIN, S. (2015), « Dollar Unilateralism: The New Frontline of National Security », *Indiana Law Journal*, Vol. 90, n° 1, p. 293-351.

KAUFMAN, B. (1971), « United States Trade and Latin America: The Wilson Years », *The Journal of American History*, Vol. 58, n° 2, p. 342-363.

KAWAI, M. et LIU, L-G. (2015), « Trilemma Challenges for the People's Republic of China », *ADBI Working Paper Series*, n° 513, Asian Development Bank Institute, février.

KEBABDJIAN, G. (2006), « Existe-t-il aujourd'hui un système monétaire international ? », in BERTHAUD, P. et KEBABDJIAN, G. (eds), *La question politique en économie internationale*, La découverte, Paris, p. 134-145.

KEYNES, J.M. (1914a), « Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel. by Ludwig von Mises; *Geld und Kapital*. by Friedrich Bendixen », *Economic Journal*, Vol. 24, n° 95, p. 417-419.

KEYNES, J.M. (1914b), « What is Money? by A. Mitchell Innes », *Economic Journal*, Vol. 24, n° 95, p. 419-421.

KEYNES, J.M. (1930), *A Treatise on Money*, Macmillan, Londres.

KEYNES, J.M. (1953/1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Harcourt Brace Jovanovich, New York.

KEYNES, J.M. (1972), *Essais sur la monnaie et l'économie. Les cris de Cassandre*, Payot, Paris.

KEYNES, J.M. (2002/1919), *The Economic Consequences of Peace*, MacMaster University.

KIES, W. (1915), « Branch Banks and our Foreign Trade », *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. 59, mai, p. 301-308.

KINDLEBERGER, C. (1963), *International Economics*, 3e édition, Richard Irwin, Homewood.

KINDLEBERGER, C. (1967), « The Politics of International Money and World Language », *Essays in International Finance*, n° 61, Princeton University.

KINDLEBERGER, C. (1973), *World in Depression, 1929-1939*, University of California Press, Berkeley.

KINDLEBERGER, C. (1976), « Germany's Persistent Balance-of-Payments Disequilibrium Revisited », *PSL Quarterly Review*, Vol. 29, n° 117, p.

KINDLEBERGER, C. (1983), « International Banks as Leaders or Followers of International Business? An Historical Perspective », *Journal of Banking and Finance*, Vol. 7, p. 583-595.

KINDLEBERGER, C. (1990), « Finances internationales en perspective : La seconde moitié du siècle comparée à l'entre-deux-guerres », *Revue d'économie financière*, n° 14, p. 11-24.

KINDLEBERGER, C. (1996), *World Economic Primacy*, Oxford University Press, Oxford.

KIRSHNER, J. (1995), *Currency and Coercion: The Political Economy of International Monetary Power*, Princeton University Press, Princeton.

KIRSHNER, J. (2014), « Regional Hegemony and an Emerging RMB Zone », in HELLEINER, E. et KIRSHNER, J. (eds.), *The Great Wall of Money. Power and Politics in China's International Monetary Relations*, Cornell University Press, Ithaca, New York, p. 213-240.

KISSINGER, H. (1974), « Joint Statement on Saudi Arabian-United States Cooperation. Washington, D. C. June 8, 1974 », *Middle East Journal*, Vol. 28, n° 3, p. 305-307.

KIYOTAKI, N. et WRIGHT, R. (1989), « On money as a medium of exchange », *The Journal of Political Economy*, Vol. 97, n° 4, p. 927-954.

KLEINER, C. (2010), *La monnaie dans les relations privées internationales*, Lextenso éditions, Paris.

KRUGMAN, P. (1980), « Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange », *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 12, n° 3, p. 513-526.

KRUGMAN, P. (1984), « The International Role of the Dollar: Theory and Prospect », in BILSON, J. et MARSTON, R. (eds.), *Exchange Rate Theory and Practice*, University of Chicago Press, Chicago, p. 261-278.

L

LAI, E. et YU, X. (2014), « Invoicing Currency in International Trade: An Empirical Investigation and Some Implications for the Renminbi », *HKIMR Working Paper*, n°08/2014, Hong Kong Institute for Monetary Research, avril.

ANGLEY, P. (2002), *World Financial Orders. An Historical International Political Economy*, Routledge, New York et Londres.

LANZ, R. et MIROUDOT, S. (2011), « Intra-Firm Trade: Patterns, Determinants and Policy Implications », *OECD Trade Policy Papers*, n° 114, OECD Publishing.

LAPAVITSAS, C. (2006), « Relations of Power and Trust in Contemporary Finance », *Historical Materialism*, Vol. 14, n° 1, p. 129-54.

LAVOIE, M. (2013), « The Monetary and Fiscal Nexus of Neo-Chartalism: A Friendly Critique », *Journal of Economic Issues*, Vol. 47, n° 1, p. 1-31.

LAVOIE, M. (2014), *Post-Keynesian Economics: New Foundations*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham.

LAVOIE, M. (2016), « Understanding the global financial crisis: contributions of post-Keynesian economics », *Studies in Political Economy*, Vol. 97, n° 1, p. 58-75.

LAWSON, T. (2016), « Social Positioning and the Nature of Money », *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 40, n° 4, p. 961-996.

LE MAUX, L. (2001), « Le prêt en dernier ressort. Les chambres de compensation aux États-Unis durant le XIX^e siècle », *Annales. Histoire, Sciences Sociales*, Vol. 56, n° 6, p. 1223-1251.

LE MAUX, L. et SCIALOM, L. (2007), « Antagonismes monétaires et constitution d'une banque centrale aux États-Unis (1865-1935) », in THERET, B. (dir.), *La monnaie dévoilée par ses crises*, Vol. 1, Editions de l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales, Paris, p. 339-368.

LELART, M. (1978), « Le phénomène de l'euro-dollar », *Les cahiers du CETAI*, n° 78-04, juillet.

LEVERETT, F. et BINGBING, W. (2017), « The New Silk Road and China's Evolving Grand Strategy », *The China Journal*, Vol. 77, n° 1, p. 110-132.

LIGTHART, J. et WERNER, S. (2012), « Has the Euro Affected the Choice of Invoicing Currency? », *Working Paper Series*, n° 1414, Banque Centrale Européenne, janvier.

LIPSCY, P. (2003), « Japan's Asian Monetary Fund Proposal », *Stanford Journal of East Asian Affairs*, Vol. 3, n° 1, p. 93-104.

LOONEY, R. (2004), « Petroeuros: A Threat to U.S. Interests in the Gulf? », *Middle East Policy*, Vol. 11, n° 1, printemps.

LOONEY, R. (2007), « The Iranian Oil Bourse: A Threat to Dollar Supremacy? », *Challenge*, Vol. 50, n° 2, p. 86–109.

LORDON, F. (2007), « La légitimité n'existe pas. Éléments pour une théorie des institutions», *Cahiers d'économie Politique / Papers in Political Economy*, n° 53, p. 135-164.

LORDON, F. (2014), *La malfaçon. Monnaie européenne et souveraineté démocratique*, Les Liens qui Libèrent, Paris.

LORDON, F. et ORLÉAN, A. (2006), « Genèse de l'Etat et genèse de la monnaie : le modèle de la *potentia multitudinis* », in CITTON, Y. et F. LORDON (dir.), *Spinoza et les sciences sociales. D'une économie des affects à la puissance de la multitude*, Editions Amsterdam, Paris.

M

MAGDOFF, H. et SWEZY, P. (1987), *Stagnation and the Financial Explosion*, Monthly Review Press, New York.

MÄGERLE, J. et MAURER, D. (2009), « The Continuous Linked Settlement foreign exchange settlement system (CLS) », *SNB Working papers*, Swiss National Bank, novembre.

MALINOWSKI, B. (1968), *Une théorie scientifique de la culture, et autres essais*, Maspéro, Paris.

MALOUCHE, M. (2009), « Trade and Trade Finance Developments in 14 Developing Countries Post September 2008. A World Bank Survey », *Policy Research Working Paper*, n°5138, The World Bank, novembre.

MANN, G. (2012), « State of confusion: money and the space of civil society in Hegel and Gramsci », in EKERS, M., HART, G., KIPFER, S. et LOFTUS, A. (eds.), *Gramscian Geographies*, Wiley Blackwell, Oxford, p. 104-20.

MANN, G. (2013), « Labour, distribution, and the monetary exception », *Capital and Class*, Vol. 37, n° 2, p. 196-215.

MARTIN, J. et MEJEAN, I. (2012), « Invoicing Currency, Firm Size, and Hedging », *Document de travail du CEPII*, n° 2012-28, octobre.

MARX, K. (1959/1867), *Le capital*, Livre 1, Paris, Garnier-Flammarion.

MARX, K. (1968/1847), *Misère de la philosophie*, Editions sociales, Paris.

MARX, K. (2008/1857), *Introduction à la critique de l'économie politique*, L'Altiplano, Paris.

MAYER, R. (1973), « The Origins of the American Banking Empire in Latin America: Frank A. Vanderlip and the National City Bank », *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, Vol. 15, n° 1, p. 60-76.

McANDREWS, J. (2009), « Segmentation in the U.S. Dollar Money Markets During the Financial Crisis », Paper presented at the International Conference of the Bank of Japan's Institute for Monetary and Economic Studies, Tokyo, mai.

McCAULEY, R. (2011a), « Renminbi internationalization and China's financial development », *BIS Quarterly Review*, décembre, p. 41-56.

McCAULEY, R. (2011b), « The euro and the yen as anchor currencies: before and during the financial crisis – comments on Moss's paper “The euro: internationalised at birth” and Takagi's paper “Internationalising the yen, 1984–2003: unfinished agenda or mission impossible? », *BIS papers*, n° 61, p. 93-104.

McCULLEY, P. et POZSAR, Z. (2013), « Helicopter Money: Or How I Stopped Worrying and Love Fiscal-Monetary Cooperation », *Working paper*, GIC Global Society of Fellows.

McKINNON, R. (1979), *Money in international exchange: The convertible currency system*, Oxford University Press, Oxford.

McKINNON, R. (1993), « The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective », *Journal of Economic Literature*, Vol. 31, p. 1-44, mars.

McKINNON, R. (2010), « Rehabilitating the Unloved Dollar Standard », the Heinz W. Arndt Memorial Lecture, Canberra, 15 avril.

McKINNON, R. (2012), *The Unloved Dollar Standard: From Bretton Woods to the Rise of China*, Oxford University Press, Oxford.

McKINNON, R. et SCHNABL, G. (2004), « The East Asian Dollar Standard, Fear of Floating, and Original Sin », *Review of Development Economics*, Vol. 8, n° 3, p. 331–360.

McKINNON, R. et SCHNABL, G. (2014), « China's Exchange Rate and Financial Repression: The Conflicted Emergence of the RMB as an International Currency », *China & World Economy*, Vol. 22, n° 3, p. 1-35.

McNAMARA, K. (2002), « State Building, the Territorialization of Money, and the Creation of the American Single Currency », in ANDREWS, D., HENNING, C. R. et PAULY, L. (eds), *Governing the World's Money*, Cornell University Press, Ithaca, p. 128-147.

- MEHL, A. (2015), « L'euro sur la scène internationale après la crise financière et celle de la dette », *Revue d'économie financière*, n° 119, 3^e trimestre, p. 55-68.
- MEHRLING, P. (2002), « Economists and the Fed: Beginnings », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 16, n° 4, automne, p. 207-218.
- MEHRLING, P. (2011), *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*, Princeton University Press, Princeton.
- MEHRLING, P. (2016), « Beyond Bancor », *Challenge*, Vol. 59, n° 1, p. 22-34.
- MEHRLING, P., POZSAR, Z., SWEENEY, J. et NEILSON, D. (2015), « Bagehot was a Shadow Banker: Shadow Banking, Central Banking, and the Future of Global Finance », in CLAESSENS, S., EVANOFF, D., KAUFMAN, G. et LAEVEN, L. (eds), *Shadow Banking Within and Across National Borders*, World Scientific.
- MENDERSHAUSEN, H. (1950), « Dollar Shortage and Oil Surplus in 1949-1950 », *Princeton Essays in International Finance*, n° 11, novembre.
- MENGER, C. (1892), « On the Origins of Money », *The Economic Journal*, Vol. 2, n° 6, p. 239–255.
- MENGER, C. (2011), *Recherches sur la méthode dans les sciences sociales et en économie politique en particulier*, Editions de l'EHESS, Paris.
- MENGLE, D. (1992), « Behind the Money Market: Clearing and Settling Money Market Instruments », *Economic Review*, septembre-octobre, p. 3-11.
- MEYER, C. (2011), « Le renminbi doit-il être réévalué ? Les leçons de l'expérience japonaise », *Revue d'économie financière*, n° 102, p. 183-194.
- MICHALET, C-A. (2002), *Qu'est-ce que la mondialisation ?*, La découverte, Paris.
- MICHELL, J. (2016), « Do shadow banks create money? 'Financialisation' and the monetary circuit », *Metroeconomica*, à paraître.
- MIKESELL, R. (1945), « The Key Currency Proposal », *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 59, n° 4, p. 563-576.
- MIKESELL, R. (1947), « The Role of the International Monetary Agreements in a World of Planned Economies », *Journal of Political Economy*, Vol. 55, n° 6, p. 497-512.
- MIKESELL, R. (1948), « Sterling Area Currencies of the Middle East », *Middle East Journal*, Vol. 2, n° 2, p. 160-174.
- MILLO, Y., MUNIESA, F., PANOURGIAS, S. et SCOTT, S. (2005), « Organised detachment: Clearinghouse mechanisms in financial markets », *Information and Organization*, Vol. 15, n° 3, p. 229-236.

MINIAN, I. (1985), « Transnationalisation et stratégies d'investissement », *Études internationales*, Vol. 16, n° 2, p. 281-302.

MINISTÈRE DE L'ECONOMIE DES FINANCES ET DE L'INDUSTRIE (2002), « L'Europe en fête », *La lettre de l'Euro, Les Notes Bleues de Bercy*, n° 85, supplément au n° 221, du 1^{er} au 15 janvier.

MINISTÈRE DE L'ECONOMIE, DES FINANCES, ET DU BUDGET (1990), « Les monnaies de facturation du commerce extérieur en 1989 », *Notes Bleues*, n° 514, Relations économiques internationales.

MINISTÈRE DES FINANCES DU JAPON (1999), « Internationalisation of the yen for the first century », Council on Foreign Exchange and Other Transactions, 20 avril Disponible à l'adresse suivante :

http://www.mof.go.jp/english/about_mof/councils/customs_foreign_exchange/e1b064b.htm

MINSKY, H. (1979), « Financial Interrelations, the Balance of Payments, and the Crisis of the Dollar », in ARONSON, J. (ed.), *Debt and the Less Developed Countries*, Westview Press, Boulder, p. 103-122.

MINSKY, H. (2016), *Stabiliser une économie instable*, Les petits matins / Institut Veblen, Paris.

MOMANI, B. (2008), « GCC Oil Exporters and the Future of the Dollar », *New Political Economy*, Vol. 13, n° 3, p. 293-314.

MONVOISIN, V. (2013), « What's the use of banks, especially after the crisis? », *Review of Keynesian Economics*, Vol. 1, n° 2, p. 195-209.

MOSS, F. (2009), « The global vocation of the euro », *L'Europe en Formation*, n° 351, p. 9-34.

MOSS, F. (2011), « The Euro: Internationalised at Birth », *BIS Paper*, n° 61, p. 57-74.

MURPHY, R.T. (2006), « East Asia's Dollars », *New Left Review*, n° 40, p. 39-64.

N

NEARING, S. et FREEMAN, J. (1969), *Dollar Diplomacy. A Study in American Imperialism*, First Modern Reader Paperback Edition, New York.

NEVEU, N. (2002), « Le passage pratique à l'euro en France : bilan et principaux enseignements », *Bulletin de la Banque de France*, n° 105, septembre.

N'GALADJO BAMBA, L. (1997), « Enjeux des évolutions possibles de la Zone Franc à l'avènement de l'Euro », *Afrika Spectrum*, Vol. 32, n° 3, p. 329-349.

NORENG, Ø. (1999), « The euro and the oil market: new challenges to the industry », *Journal of Energy Finance and Development*, n° 4, p. 29-68.

NORENG, Ø. (2006), *Crude Power. Politics and the Oil Market*, I.B. Tauris & Co Ltd, Londres.

NORENG, Ø. (2008), « The Case for Euro Oil Trading », *OPEC Energy Review*, Vol. 32, n° 1, Mars, p. 13-32.

NORFIELD, T. (2013), « Derivatives, Money, Finance and Imperialism: A Response to Bryan and Rafferty », *Historical Materialism*, Vol. 21, n° 2, p. 149-168.

NORRLOF, C. (2008), « Strategic Debt », *Canadian Journal of Political Science*, Vol. 41, n° 2, p. 1-25, été.

NORRLOF, C. (2010), *America's Global Advantage. US Hegemony and International Cooperation*, Cambridge University Press, Cambridge.

NORRLOF, C. (2014), « Dollar Hegemony: a Power Analysis », *Review of International Political Economy*, Vol. 21, n° 5, p. 1042-1070.

NORTH, D. (1991), « Institutions », *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5, n° 1, p. 97-112.

NYE, J. (1990), « Soft Power », *Foreign Policy*, n° 80, automne, p. 153-171.

NYE, J. (2004), *Soft Power. The Means to Success in World Politics*, Public Affairs, New York.

○

ORLÉAN, A. (1982), « Inflation et souveraineté monétaire », *Critiques de l'économie politique*, n° 18, p. 93-113.

ORLÉAN, A. (1989), « Pour une approche cognitive des conventions économiques », *Revue économique*, Vol. 40, n° 2, p. 241-272.

ORLÉAN, A. (2007), « L'approche institutionnelle de la monnaie : une introduction », miméo, Paris.

ORLÉAN, A. (2008), « Monnaie, séparation marchande et rapport salarial », in LONDON, F (dir.), *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Presses de Sciences Po, Paris, p. 55-87.

ORLÉAN, A. (2011), *L'empire de la valeur. Refonder l'économie*, Seuil, Paris.

ORLÉAN, A. et DIAZ-BONE, R. (2013), « Entretien avec André Orléan », *Revue de la régulation*, n°14, 2e semestre.

OTERO-IGLESIAS, M. et STEINBERG, F. (2013), « Reframing the euro vs. dollar debate through the perceptions of financial elites in key dollar-holding countries », *Review of International Political Economy*, Vol. 20, n° 1, p. 180-214.

OULD-AHMED, P. et PONSOT, J-F. (2015), « Contestations monétaires : une économie politique de la monnaie », *Revue de la régulation*, n° 18.

OULD-AHMED, P. (2002), « Logiques économiques de la fragmentation monétaire », *Journal des anthropologues*, n° 90-91, p. 261-282.

OULD-AHMED, P. (2008), « Le troc, une forme monétaire alternative en Russie (1991-2001) », in LORDON, F (dir.), *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Sciences Po, Paris, p. 143-171.

P

PAGE, S. (1981), « The Choice of Invoicing Currency in Merchandise Trade », *National Institute Economic Review*, Vol. 98, n° 1, p. 60-72.

PAINTER, D. (1982), *The Politics of Oil: Multinational Oil Corporations and United States Foreign Policy, 1941-1954*, Thèse de la faculté d'histoire de l'université de Caroline du Nord, Chapel Hill.

PAINTER, D. (1984), « Oil and the Marshall Plan », *The Business History Review*, Vol. 58, n° 3, p. 359-383.

PALAN, R. et NESVETAILOVA, A. (2014), « Elsewhere, Ideally Nowhere: Shadow Banking and Offshore Finance », *Politik*, Vol. 16, n° 4, p. 26-34.

PALAN, R., MURPHY, R. et CHAVAGNEUX, C. (2010), *Tax havens: How Globalization Really Works*, Cornell University Press, Ithaca.

PANITCH, L. et GINDIN, S. (2005), « Finance and American Empire », *Socialist Register*, Vol. 41, p. 46-81.

PANITCH, L. et GINDIN, S. (2013), *The Making of Global Capitalism: The Political Economy of American Empire*, Verso Books, Londres et New York.

PAPADOPoulos, G. (2015a), « Collective intentionality and the state theory of money », *Erasmus Journal for Philosophy and Economics*, Vol. 8, n° 2, p. 1-20.

PAPADOPoulos, G. (2015b), « Expanding on Ceremonial Encapsulation: The Case of Financial Innovation », *Journal of Economic Issues*, Vol. 49, n° 1, p. 127-142.

PAPAIOANNOU, E. et PORTES, R. (2008), « The international role of the euro: a status report », *European Economy - Economic Papers*, n°317, Directorate General Economic and Monetary Affairs (DG ECFIN), European Commission, avril.

PARLEMENT EUROPEEN (2011), *Le long chemin vers l'euro*, Centre archivistique et documentaire, Direction Générale de la Présidence.

PBOC (2015), « Milestone of RMB Internalization: RMB Cross-border Inter-bank Payment System Starts Operation », *Press release*, 14 octobre.

PEPIN, C. (2015), « Pourquoi les entreprises québécoises et canadiennes accumulent-elles autant d'argent dans leurs coffres ? », *Note de recherche*, Institut de Recherche et d'Informations Socioéconomiques, Montréal, janvier.

PINEAULT, E. (2015), « Portrait de la surépargne des entreprises au Québec et au Canada, Note Socio-économique », Institut de Recherche et d'Informations Socioéconomiques, Montréal, janvier.

PIROG, R. (2007), « The Role of National Oil Companies in the International Oil Market », *CRS Report for Congress*, U.S. Congressional Research Service, 21 août.

PITEAU, M. (2002), « Monnaie de compte et système de paiements chez James Steuart. Quel rôle pour la stabilité bancaire ? », *Revue économique*, Vol. 53, p. 245-271.

PLIHON, D. (1994), « Mouvements de capitaux et instabilités monétaires », *Cahiers économiques et monétaires*, n° 43.

POLANYI, K. (1983 [1944]), *La Grande Transformation. Aux origines politiques et économiques de notre temps*, Gallimard, Paris.

POLLARD, P. (2001), « The Creation of the Euro and the Role of the Dollar in International Markets », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 83, n°5, p. 17-36.

PONSOT, J-F. (2003), « The Obsession of Credibility: A Historical Perspective on Full Dollarization and Currency Boards », *International Journal of Political Economy*, Vol. 33, n° 1, p. 83-99.

PONSOT, J-F. (2008), « La puissance symbolique des signes monétaires : le cas du dollar en Equateur », in BAUMANN, E., BAZIN, L., OULD-AHMED P., PHELINAS, P., SELIM, M., et SOBEL, R. (eds.), *L'argent des anthropologues, la monnaie des économistes*, L'Harmattan, Paris, p. 257-268.

PONSOT, J-F. (2015), *Thèse pour l'obtention de l'Habilitation à Diriger les Recherches*, Grenoble.

PONSOT, J-F. (2016), « The “four I's” of the International Monetary System and the International Role of the Euro », *Research in International Business and Finance*, Vol. 37, mai, p. 299-308.

PORTES, R. et REY, H. (1998), « The emergence of the euro as an international currency », *Economic Policy*, Vol. 13, n° 26, p. 305-343

POSTEL, N. (2007), « Hétérodoxie et institution », *Revue du MAUSS*, n° 30, p. 83-116.

POZSAR, Z. (2011), « Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System », *IMF Working Paper*, n° 190, août.

POZSAR, Z. (2014), « Shadow banking: the money view », *Office of Financial Research working paper*, n° 14-04.

POZSAR, Z., ADRIAN, T., ASHCRAFT, A. et BOESKY, H. (2012), « Shadow Banking », *Revue d'économie financière*, n° 105, p. 157-184.

PRASAD, E. (2014), *The Dollar Trap: How the US Dollar Tightened its Grip on Global Finance*, Princeton University Press, Princeton.

PRATT, J. (2012), « Exxon and the Control of Oil », *The Journal of American History*, Vol. 99, n° 1, p. 145-154.

PRIEST, T. (2012), « The Dilemmas of Oil Empire », *The Journal of American History*, Vol. 99, n° 1, p. 236-251.

R

RAINELLI, M. (2015), *Le commerce international*, La Découverte, Paris.

RAZAVI, H. (1989), « The new era of petroleum trading: spot oil, spot-related contracts and futures markets », *World Bank Technical Paper*, n° 96, Banque Mondiale, Washington DC.

REISS, D.G. (2014), « Invoice Currency in Brazil », *MPRA Paper*, n°59412, University Library of Munich.

RHEE, C. et SUMULONG, L. (2013), « A Practical Approach to International Monetary System Reform: Building Settlement Infrastructure for Reform », *Asian Development Bank Economics Working Paper Series*, n° 341, mars.

RIFAÏ, T. (1974), *Les prix du pétrole. Economie de marché ou stratégie de puissance*, Éditions Technip, Paris.

ROCHON, L-P. et ROSSI, S. (2013), « Endogenous money: the evolutionary versus revolutionary views », *Review of Keynesian Economics*, Vol. 1, n° 2, p. 210-229.

ROCHON, L-P. et VERNENGO, M. (2003), « State money and the real world: or chartalism and its discontents », *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 26, n°1, p. 57-67.

ROIG, A. (2008), « La création d'une « monnaie éternelle ». Genèse de la convertibilité en Argentine », in LORDON, F (dir.), *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Presses de Sciences Po, Paris, p. 91-141.

ROSSI, S. (2007), *Money and Payments in Theory and Practice*, Routledge, Londres et New York.

ROSSI, S. (2015), « Structural reforms in payment systems to avoid another systemic crisis », *Review of Keynesian Economics*, Vol. 3, n° 2, p. 213-225.

ROUX, N. (2013), « La volatilité des marchés mondiaux des matières premières agricoles et l'évolution des prix à la consommation de l'alimentation en France », *DGCCRF éco*, n° 12, Ministère de l'économie et des finances – DGCCRF, mars.

S

SATO, K. (1999), « The international use of the Japanese yen: the case of Japan's trade with East Asia », *World Economy*, Vol. 22, p. 547-584.

SAUTTER, C. (1996), « L'économie japonaise en mutation », *Politique étrangère*, Vol. 61, n° 2, p. 303-314.

SAWYER, M. (2016), « Graziani's analysis of the circuit: does it extend to the era of financialisation? », *Review of Keynesian Economics*, Vol. 4, n° 3, p. 303-315.

SCAMMEL, W. (1962), *International Monetary Policy*, St Martin's Press, New York.

SCHENK, C. (1994), *Britain and the Sterling Area. From devaluation to convertibility in the 1950s*, Routledge, Londres et New York.

SCHENK, C. (2010), *The Decline of Sterling: Managing the Retreat of an International Currency, 1945-1992*, Cambridge University Press, Cambridge.

SCHIRMANN, S. (2000), *Crise, coopération économique et financière entre États européens, 1929-1933*, Institut de la gestion publique et du développement économique, Paris.

SCHMITT, B. (1975), *Théorie unitaire de la monnaie, nationale et internationale*, Castella, Albeuve.

SCHMITT, B. (1984), *Inflation, chômage et malformations du capital: macroéconomie quantique*, Castella, Albeuve.

SCHUKER, S. (2003), « Money doctors between the wars », in FLANDREAU, M. (ed.), *Money Doctors: The Experience of International Financial Advising 1850-2000*, Routledge, Londres, p. 49-77.

SERVET, J-M. (1985), « La monnaie avant la monnaie », *Bulletin du Mauss*, n° 14, p. 32-86.

SERVET, J-M. (2001), « Le troc primitif, un mythe fondateur d'une approche économiste de la monnaie », *Revue numismatique*, Vol. 6, n° 157, p. 15-32.

- SERVET, J-M. (2012), *Les monnaies du lien*, Presses Universitaires de Lyon, Lyon.
- SERVET, J-M. (2013), « Monnaie : quand la dette occulte le partage », *Revue Française de Socio-Economie*, n° 12, p. 125-147.
- SERVET, J-M., THERET, B. et YILDRIM, Z. (2008), « Universalité du fait monétaire et pluralité des monnaies : de la confrontation coloniale à la rencontre des sciences sociales », in BAUMANN, E., BAZIN, L., OULD-AHMED P., PHELINAS, P., SELIM, M. et SOBEL, R. (eds.), *L'argent des anthropologues, la monnaie des économistes*, L'Harmattan, Paris, p. 167-207.
- SETSER, B. (2007), « The Case for Exchange Rate Flexibility on Oil-Exporting Economies », *Policy Brief*, Peterson Institute for International Economics, novembre.
- SHU, C., HE, D. et CHENG, X. (2014), « One Currency, Two Markets: The Renminbi's Growing Influence in Asia-Pacific », *HKIMR Working Paper*, n° 10/2014, Hong Kong Institute for Monetary Research, mai.
- SIGLIENTI, S. (1981), «The Future of the Dollar as a Reserve Asset », in SARGENT, W. (ed.), *Europe and the Dollar in the World-Wide Disequilibrium*, Sijthoff & Noordhoff, Rockville, p. 185-223.
- SIMMEL, G. (2009 [1900]), *Philosophie de l'argent*, Presses Universitaires de France, Paris.
- SIPRI (2006), *SIPRI Yearbook 2006: Armaments, Disarmament and International Security*, Stockholm International Peace Research Institute, Stockholm.
- SIPRI (2016), *SIPRI Yearbook 2016: Armaments, Disarmament and International Security*, Stockholm International Peace Research Institute, Stockholm.
- SMITH, G. et NUGEE, J. (2015), « The changing role of central bank foreign exchange reserves », *OMFIF Report*, Juillet.
- SMITH, J. (2009), « World Oil: Market or Mayhem? », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, n° 3, p. 145-164.
- SOKOLOVA, M. (2013), *Currency Choice Motivations and Strategic Choices among Exporters*, mimeo.
- SOWELS, N. (2016), « La crise financière et les mutations du capitalisme américain », *Outre-Terre*, n° 46, p. 86-105.
- SPRAGUE, O. (1910), *History of Crises under National Banking System*, Government Printing Office, Washington D.C.
- STEINBERG, D. (2014), « Why Has China Accumulated Such Large Foreign Reserves », in HELLEINER, E. et KIRSHNER, J. (eds.), *The Great Wall of Money*.

Power and Politics in China's International Monetary Relations, Cornell University Press, Ithaca, New York, p.71-98.

STEINER, P. (2007), *La sociologie économique*, La découverte, Paris.

STEUART, J. (1998/1767), *Inquiry into the Principles of Political Economy, Volume 2*, Pickering & Chatto, Londres.

STOCKHAMMER, E. (2012), « Financialization, income distribution and the crisis », *Investigación Económica*, Vol. 71, n° 279, p. 39-70.

STOKES, D. (2014), « Achilles' deal: Dollar decline and US grand strategy after the crisis », *Review of International Political Economy*, vol. 21, n° 5, p. 1071-1094.

STRANGE, S. (1970), « International Economics and International Relations: A Case of Mutual Neglect », *International Affairs*, Vol. 46, n° 2, p. 304-315.

STRANGE, S. (1987), « The Persistent Myth of Lost Hegemony », *International Organization*, Vol. 41, n° 4, automne, p. 551-574.

STRANGE, S. (1996), *The Retreat of the State. The Diffusion of Power in the World Economy*, Cambridge University Press, Cambridge.

SUBACCHI, P. et OXFORD, M. (2017), « The 'Belt and Road' Initiative and the London Market. The Next Steps in Renminbi Internationalization », *Chatham House Research Paper*, The Royal Institute of International Affairs, janvier.

SWIFT (2013), « Africa Payments: Insights into African Transaction Flows », *SWIFT white paper*, Bruxelles.

SWIFT (2014), « 50 countries are now using the RMB for more than 10% of their payments value with China and Hong Kong », *SWIFT Press Release*, 26 novembre, Bruxelles.

SWIFT (2015), « Worldwide currency usage and trends », *Information paper prepared by SWIFT in collaboration with City of London and Paris EUROPLACE*, SWIFT, décembre, Bruxelles.

SWIFT (2016), « RMB growth steadies in 2016, setting solid foundation for further internationalization », *SWIFT Press Release*, 21 juillet, Shanghai.

SWIFT (2017), « RMB Tracker Monthly reporting and statistics on renminbi (RMB) progress towards becoming an international currency », SWIFT, Bruxelles, février.

T

TAGUCHI, H. (1994), « On the Internationalization of the Japanese Yen », in ITO, T. et KRUEGER, A. (dir.), *Macroeconomic Linkage: Savings, Exchange Rates, and Capital Flows*, University of Chicago Press, Chicago, p. 335-357.

TAKAGI, S. (2011), « Internationalising the yen, 1984–2003: Unfinished agenda or mission impossible? », *BIS papers*, n° 61, p. 75–92.

TAVLAS, G. (1991), « On the International Use of Currencies: The Case of the Deutsche Mark », *Essays in International Finance*, Princeton University.

TAYLOR, M. (2013), « Madness of Choice », *Capitalism and Society*, Vol. 8, n° 2, Article 3.

TCHERNEVA, P. (2016), « Money, Power and Distribution: Implications for Different Monetary Regimes », *Levy Institute Working Paper*, n° 861.

TEMIN, P. et VINES, D. (2016), « Keynes and the European economy », *Review of Keynesian Economics*, Vol. 4, n° 1, p. 36-49.

TEXIER, J. (1968), « Gramsci, théoricien des superstructures », *La Pensée*, n° 139, juin.

THE CLEARING HOUSE (2014), « Guiding Principles for Anti-Money Laundering Policies and Procedures in Correspondent Banking », *TCH Guiding Principles*, septembre.

THÉRET, B. (2007), « La monnaie au prisme de ses crises d'hier et d'aujourd'hui », in THERET, B. (dir.), *La monnaie dévoilée par ses crises*, Vol. 1, Editions de l'Ecole des Hautes Etudes en Sciences Sociales, Paris, p. 17-74.

THÉRET, B. (2008), « Les trois états de la monnaie : approche interdisciplinaire du fait monétaire », *Revue économique*, Vol. 59, n° 4, p. 813-841.

THÉRET, B. (2011), « Du keynésianisme au libertarianisme. La place de la monnaie dans les transformations du savoir économique autorisé », *Revue de la régulation*, n° 10, 2e semestre.

THÉRET, B. (2013), « Dettes et crise de confiance dans l'euro : analyse et voies possibles de sortie par le haut », *Revue Française de Socio-Économie*, Vol. 2, n° 12, p. 91-124.

THIVEAUD, J-M. (1996), « Monnaie universelle, unique, unitaire, cosmopolite, internationale... : Petite anthologie de quelques siècles de projets monétaires entre utopie et réalité », *Revue d'économie financière*, n° 36, p. 15-50.

TOKUNAGA, J. et EPSTEIN, G. (2014), « The Endogenous Finance of Global Dollar-Based Financial Fragility in the 2000s: A Minskian Approach », *PERI Working Paper*, n° 340, University of Massachusetts Amherst.

TOSEL, A. (2005), « La presse comme appareil d'hégémonie selon Gramsci », *Quaderni*, n° 57, printemps, p. 55-71.

TRIFFIN, R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press, New Haven.

TROTIGNON, Y. (1979), *Le xx^e siècle américain*, 6^e édition, Bordas, Paris.

TYMOIGNE, E. (2006), « An Inquiry into the Nature of Money: An Alternative to the Functional Approach », *Levy Institute Working Paper*, n° 481.

U

US DEPARTMENT OF JUSTICE (2014), « Remarks by Assistant Attorney General Leslie R. Caldwell at BNP Paribas Press Conference », 30 juin, Washington, DC. Disponible à l'adresse suivante : <http://www.justice.gov/criminal/pr/speeches/2014/crm-speech-140630.html>

UZAN M. et KINDLEBERGER C. (1990), « Interview Charles Kindleberger », *Revue d'économie financière*, n° 15, p. 13-16.

V

VALLÉE, S. (2012), « The internationalisation path of the renminbi », *Bruegel Working Paper*, No. 2012/05.

VAN DER ZWAN, N. (2014), « State of the art: making sense of financialization », *Socio-Economic Review*, Vol. 12, 99–129.

VANEL, G. (2003), « Le concept d'hégémonie en économie politique internationale », *Cahiers de recherche du CEIM*, n° 03-02, avril.

VANEL, G. (2007), « Les nouvelles figures de l'hégémonie américaine : le rôle des pratiques dans la consolidation de l'ordre économique globalisé », *Études internationales*, Vol. 38, n° 4, p. 559-577.

VANEL, G. (2008), « La normalisation financière internationale face à l'émergence de nouvelles autorités épistémiques américaines », *Revue de la régulation*, n° 3 / 4, 2e semestre, automne.

VANEL, G. (2010), « L'hégémonie financière en Economie Politique Internationale : entre fonction projet et pratique », *Recherches internationales*, n° 88, octobre-décembre, p. 105-126.

VERMEIREN, M. (2009), « The End of Dollar Primacy? The EMU policy Framework and the International Role of the Euro », *Studia Diplomatica*, Vol. 63, n° 1, p. 117-137.

VERNENGO, M. (2016), « Kicking Away the Ladder, Too: Inside Central Banks », *Journal of Economic Issues*, Vol. 50, n° 2, p. 452-460.

W

WALLISER, B. (2012), « La science économique », in BERTHELOT, J-M. (ed.), *Epistémologie des sciences sociales*, Presses Universitaires de France, Paris, p. 117-147.

WALTER, A. (2006), « Domestic Sources of International Monetary Leadership », in ANDREWS, D. (dir.), *International Monetary Power*, Cornell University Press, Ithaca, p. 51-71.

WHITE, M. et SCHULER, K. (2009), « Retrospectives: Who Said “Debauch the Currency”: Keynes or Lenin? », *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, n° 2, p. 213-222.

WILANDER, F. (2006), *An empirical analysis of the currency denomination in international trade*, Stockholm School of Economics, Stockholm.

WOODS, N. (2003), « The United States and the International Financial Institutions: Power and Influence Within the World Bank and the IMF », in FOOT, R., MACFARLANE, S. et MASTANDUNO, M. (eds), *US Hegemony and International Organizations. The United States and Multilateral Institutions*, Oxford University Press, Oxford, p. 92-114.

WRAY, L.R. (2008), « The Commodities Market Bubble: Money Manager Capitalism and the Financialization of Commodities », *Policy Brief*, n° 96, The Levy Institute of Bard College.

WRAY, L.R. (2012), *Modern Money Theory. A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*, Palgrave Macmillan, Londres et New York.

X

XERFI (2015), *Oil and Gas Groups – World*, Market Analysis, avril.

Y

YARJANI, J. (2002), « Paying for oil: will the euro rise to challenge the dollar's supremacy? », *OPEC Bulletin*, Vol. 33, n° 4, p. 5-7.

YEAGER, L. (2007), « Unit of account or medium of exchange? », *PSL Quarterly Review*, Vol. 60, n° 241, p. 195-205.

YERGIN, D. (2008), *The Prize – The Epic Quest for Oil, Money and Power*, Simon & Schuster, Londres.

YOUNG, A.A. (1999), « Dear and cheap money. The Bank of England and the mechanism of the London Money Market », in MEHRLING, P. et SANDILANDS, R. (eds), *Money and Growth, Selected Papers of Allyn Abbott Young*, Routledge, Londres et New York, p. 307-321.

Z

ZHANG, M. et TAN, X. (2015), « Vanishing of China's Twin Surpluses and its Policy Implications », *China & World Economy*, Vol. 23, n° 1, p. 101-120.

ZHONGXIA, J. (2013), « Why the dollar will remain dominant. Renminbi rises in '1+4' currency system », *OMFIF Bulletin*, février, p. 6-7.

ZHOU, X. (2009), « Reform the International Monetary System », Discours du gouverneur de la Banque du Peuple Chinois, 23 mars.

ZIMMERMANN, H. (2002), *Money and Security. Troops, Monetary Policy, and West Germany's Relations with the United States and Britain, 1950-1971*, Cambridge University Press, Cambridge.

ZORN, N. (2016), « L'approche postkeynésienne, une alternative pertinente et nécessaire », *Working Paper*, n° 2016-01, Institut International des Politiques Economiques, Sudbury.

Annexe statistique

Tableau 8 : Sources des données ayant servi à la réalisation des cartes relatives aux pratiques de facturation

Pays	Source	lien URL
Afrique du Sud	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Algérie	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Allemagne	Eurostat	http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invc&lang=en
Argentine	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Australie	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Autriche	Eurostat	http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invc&lang=en
Belgique	Eurostat	http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invc&lang=en
Brésil	Reiss (2014)	http://unb2.unb.br/noticias/downloads/Reiss.pdf
Bulgarie	Eurostat	http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invc&lang=en
Canada	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Chypre	Eurostat	http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invc&lang=en
Colombie	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Corée du Sud	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Croatie	Eurostat	http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invc&lang=en
Danemark	Eurostat	http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invc&lang=en
Espagne	Eurostat	http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invc&lang=en
Estonie	Eurostat	http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invc&lang=en
Etats-Unis	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Finlande	Eurostat	http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invc&lang=en
France	Eurostat	http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invc&lang=en
Grèce	Eurostat	http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invc&lang=en

Hongrie	Eurostat	http://appssso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invcur&lang=en
Inde	Kadyan (2014)	http://abhinavjournal.com/journal/index.php/ISSN-2277-1166/article/view/73/pdf_16
Indonésie	Lai et Yu (2014)	http://iems.ust.hk/wp-content/uploads/2014/11/Lai-Yu_20140805.pdf
Irlande	Eurostat	http://appssso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invcur&lang=en
Islande	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Israël	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Italie	Eurostat	http://appssso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invcur&lang=en
Japon	Ito <i>et alii</i> (2016)	http://www.rieti.go.jp/en/publications/summary/16030037.html
Lettonie	Eurostat	http://appssso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invcur&lang=en
Lituanie	Eurostat	http://appssso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invcur&lang=en
Luxembourg	Eurostat	http://appssso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invcur&lang=en
Macédoine	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Malaisie	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Malte	Eurostat	http://appssso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invcur&lang=en
Norvège	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Nouvelle Zélande	Fabling et Sanderson (2015)	http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/twec.12198/abstract
Pakistan	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Pays-Bas	Eurostat	http://appssso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invcur&lang=en
Pologne	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Portugal	Eurostat	http://appssso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invcur&lang=en
République Tchèque	Eurostat	http://appssso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invcur&lang=en
Roumanie	Eurostat	http://appssso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invcur&lang=en
Royaume-Uni	Eurostat	http://appssso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invcur&lang=en
Russie	Banque de Russie	http://www.cbr.ru/Eng/statistics/?PrtId=svs
Slovaquie	Eurostat	http://appssso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invcur&lang=en
Slovénie	Eurostat	http://appssso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invcur&lang=en

Suède	Eurostat	http://appssso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_invcur&lang=en
Suisse	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Thaïlande	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943
Turquie	Lai et Yu (2014)	http://iems.ust.hk/wp-content/uploads/2014/11/Lai-Yu_20140805.pdf
Ukraine	Casas <i>et alii</i> (2016)	http://www.nber.org/papers/w22943

Source : Tableau de l'auteur

Table des matières

<i>Sommaire</i>	1
<i>Liste des abréviations et acronymes</i>	4
<i>Liste des figures</i>	5
<i>Liste des tableaux</i>	7
<i>INTRODUCTION</i>	9
Un dollar critiqué mais respecté.....	11
La monnaie.....	12
Un usage assumé de plusieurs théories	13
Quelques positionnements	17
Individus et institutions	18
Contexte spatial et temporel.....	19
Emergence et fonctionnement du système monétaire	20
Les étapes de la thèse	22
<i>PARTIE 1 : MONNAIE INTERNATIONALE ET FACTURATION</i>	25
1. Les différentes définitions de la monnaie internationale	26
Définir la monnaie.....	26
La définition par les fonctions.....	27
Les critères à remplir dans la définition de la monnaie internationale.....	29
La monnaie internationale : la définition keynésienne.....	33
Esquisse d'une redéfinition de la monnaie internationale.....	36
Les monnaies internationales dans l'histoire	40
2. Etat des lieux de l'usage des monnaies de facturation	46
Introduction	46
Quelles monnaies dans le commerce international ?	48
L'usage international du dollar	51
Le bilan de l'euro	56
Le développement du renminbi.....	64

Conclusion.....	69
3. Le commerce international et son cadre technique : le rôle des banques et les systèmes de paiements internationaux	71
Introduction : la monnaie est régie par un cadre institutionnel et technique	71
Le commerce international, son financement, et la monnaie	72
La monnaie, la banque, et les relations interbancaires	79
Les paiements interbancaires et systèmes de paiements internationaux	82
Conclusion.....	87
Conclusion de la première partie.....	89
 <i>PARTIE 2 : LES DETERMINANTS DES CHOIX DE FACTURATION</i>	 91
1. Le choix de la monnaie pour les échanges internationaux : les déterminants mis en évidence par la macroéconomie standard	93
Introduction	93
Revue de littérature	94
Un modèle de facturation du commerce international en dollar : le modèle de Kamps	99
Les travaux de Linda Goldberg et Cédric Tille	102
Les déterminants des choix de monnaie dans la macroéconomie standard : une synthèse	103
Conclusion.....	108
2. Le choix de la monnaie pour les échanges internationaux : la lecture institutionnaliste	111
Introduction	111
Une lecture hétérodoxe de la monnaie	112
Institutionnalisme (monétaire)	115
La genèse conceptuelle de la monnaie dans l'approche institutionnaliste	117
La monnaie dans l'économie marchande : un système de paiement	119
Le rapport du politique à la monnaie.....	122
Puissance et légitimité de la monnaie.....	124
La monnaie entre unicité et pluralité	126
La monnaie, au-delà des coûts de transaction. L'hypothèse d'absence de fongibilité des monnaies.....	130
L'ordre monétaire du dollar : application de la lecture institutionnaliste.....	132
Conclusion.....	139
Annexe à la section 2.2 : Le point de vue néo-chataliste	141

3. Le choix de la monnaie pour les échanges internationaux : L'intégration de la politique et du pouvoir avec l'économie politique internationale.....	144
Introduction	144
La nature de la problématique : rencontre et confrontation de systèmes monétaires nationaux.....	146
L'EPI et sa question centrale : comprendre l'hégémonie.....	147
Les prolongements associés à l'hégémonie	154
Illustration : la relation entre puissance et choix du dollar dans les échanges internationaux	156
Le pouvoir monétaire des Etats-Unis : l'exemple de la menace de déconnexion bancaire.....	166
Conclusion	169
Conclusion de la seconde partie.....	172

<i>PARTIE 3 : L'INERTIE DU DOLLAR DANS LA FACTURATION DU COMMERCE INTERNATIONAL COMME HORIZON?.....</i>	175
1. Les formes de contestation du dollar, passées et présentes	176
Introduction	176
Le contexte d'éviction de la livre sterling par le dollar.....	178
Le Deutsche Mark, hégémon au sein du Système Monétaire Européen	184
L'internationalisation contrariée du yen	187
L'euro, monnaie incomplète	193
Le géant chinois et la dynamique du Renminbi	199
Conclusion	208
2. La présence du dollar sur un marché stratégique : le cas du marché du pétrole.....	210
Introduction : Pourquoi étudier le marché du pétrole ?.....	210
L'histoire du marché du pétrole et de la monnaie utilisée sur ce marché	212
Le rôle du politique dans la monnaie de facturation des contrats pétroliers	221
L'aspect financier du marché du pétrole	230
Conclusion	236
3. La dynamique de financiarisation et le dollar américain.....	239
Introduction	239
Multinationales, financiarisation et dollar américain	242
Quelles logiques derrière l'accumulation d'une épargne par les firmes transnationales ?.....	244
Incertitudes et accumulation de liquidités dans les bilans des FTN.....	247
Dynamique de libéralisation financière et opérations en dollar américain	249
La préhistoire des eurodollars	250

La formation des eurodollars.....	251
L'actualité des eurodollars	252
Le shadow banking.....	255
Le rôle de la Réserve Fédérale et du Trésor américain	261
Conclusion : Une relation de complémentarité entre finançiarisation et statut international du dollar américain.....	265
4. Inertie du dollar ?	267
Introduction : Peut-on parler d'inertie du dollar ?.....	267
Comprendre l'inertie dans la littérature.....	269
Pourquoi la monnaie contient en effet elle-même les propriétés de l'inertie	274
L'inertie du système dollar au XXI ^e siècle	278
Inertie ne veut pas dire éternité	282
Conclusion.....	284
Conclusion de la troisième partie.....	286
 <i>CONCLUSION GENERALE</i>	 287
Comment expliquer le choix du dollar ? Retour sur les points essentiels de la thèse	288
La capacité du dollar à accompagner les évolutions de l'économie internationale.....	290
La prise en compte de la dimension socioéconomique de la monnaie	292
Les perspectives ouvertes par la thèse.....	293
<i>Bibliographie.....</i>	295
<i>Annexe statistique.....</i>	329
<i>Table des matières.....</i>	332

Les choix de facturation du commerce international : état des lieux, déterminants, inertie de la monnaie

Par Adrien Faudot

Malgré une apparente concurrence entre les monnaies, le dollar américain est la monnaie adoptée par la majorité des participants aux échanges internationaux, exportateurs et importateurs. C'est ce que montre l'état des lieux statistique proposé dans cette thèse. Partant d'un tel constat, l'objectif de cette thèse est d'expliquer les choix de monnaies de facturation du commerce international. Différents déterminants ont été établis par la littérature académique pour expliquer les choix de monnaies de facturation. Trois approches, aux méthodologies sensiblement distinctes, y contribuent, et peuvent dès lors être confrontées : l'approche macroéconomique standard, l'approche institutionnaliste, et l'approche de l'économie politique internationale. Le principal résultat de cette thèse est de montrer que la compréhension du choix du dollar américain ne peut se contenter des déterminants mis en évidence par les approches instrumentales de la monnaie qui dominent la macroéconomie internationale, et dans lesquelles la monnaie est avant tout vue comme un outil de maximisation d'utilités individuelles : leurs apports sont utiles, mais insuffisants. En appliquant la lecture institutionnaliste aux échanges internationaux, la thèse introduit l'importance des rapports de confiance et d'adhésion des acteurs à l'égard de la monnaie et de l'ordre défendu par ses institutions régulatrices. Cette importance se vérifie dans l'histoire du XX^e siècle, à la fois dans l'échec des monnaies concurrentes du dollar, et dans la persistance de la monnaie américaine elle-même.

Mots-clés : Nature de la Monnaie, Système Monétaire, Facturation, Commerce International, Inertie Monétaire, Dollar US.

International Trade Invoicing: Measure, Determinants, and the Inertia of Money

Despite the appearance of competition between currencies, the US dollar remains the invoicing currency among the actors of international trade. Such observation is derived from ample statistical evidence contained in this thesis. This observation represents the starting-point of a broader reflection on the rationale underlying the choice of an invoicing currency in international trade, which is the central question which this thesis aims to address. Various determinants have been closely examined by the academic literature to that end. Three approaches dealt with the subject, each with its distinct methodology, and can therefore be analyzed comparatively: the standard macroeconomic approach, the institutionalist approach, and the international political economy approach. The main result of this thesis is that preference for the US dollar cannot be explained exclusively by the instrumental approaches of money which usually prevail in international macroeconomics: their contributions are useful but inadequate as they envision money primarily as a tool for maximizing individual utilities. By applying the institutionalist reading to international exchanges, the thesis introduces the necessity of trust and ethical appeal that money inspires, and the centrality of the social order that its regulatory institutions pursue. This necessity was reasserted throughout the twentieth century, as competing currencies failed to challenge the supremacy of the dollar. It is also evidenced by the resilience of the American currency itself.

Keywords: Nature of Money, Monetary System, Invoicing, International Trade, Monetary Inertia, US Dollar.