

# **LA MONNAIE INTERNATIONALE**

**Michel Aglietta**

Univ. Paris Ouest, Cepii et France Stratégie

# L'énigme de la monnaie internationale

- On ne rencontre jamais la monnaie internationale. Toute monnaie est nationale parce qu'elle est investie d'une souveraineté dans l'espace où elle est émise. C'est le souverain politique qui délègue à la banque centrale la légitimité de la forme supérieure de liquidité qui unifie la monnaie dans le système de paiements.
- L'euro est institué par un traité international dans l'espace des pays qui l'ont approuvé. Le système des paiements est unifié sous l'autorité de la BCE.
- Au niveau global il n'y a pas de souveraineté universelle. Mais le capitalisme ne respecte pas les frontières nationales. Les transactions internationales mobilisent la liquidité des monnaies nationales qui deviennent des devises.
- Il n'existe pas de liquidité institutionnalisée d'acceptation universelle qui ne soit la dette d'aucun pays pour unifier les systèmes de paiements en devises.
- Les monnaies nationales se confrontent dans les relations de change. Dans quelles conditions ces relations forment-elles un système?

# Le principe de la devise clé

- *Le marché ne peut pas faire émerger une devise clé dans un ensemble de devises concurrentes.* Car la liquidité ultime est d'acceptation unanime: chacun la demande parce que les autres la demandent (externalités de réseaux). Si deux devises sont concurrentes pour se partager la liquidité ultime, ou bien l'une chasse l'autre, ou c'est la même monnaie: *la devise-clé*
- *La devise clé est ce qui permet l'unification des paiements, donc la globalisation.* Si elle se dégrade, l'économie internationale se fractionne par les contrôles de capitaux → les gouvernements limitent l'usage international de leurs monnaies.
- *La devise-clé résulte de rapports de puissance politique et militaire.* L'avantage majeur pour le pays détenteur de la devise clé est de contrôler le système des paiements internationaux → ses marchés financiers bénéficient d'une prime de liquidité dans la concurrence financière internationale.
- *Les externalités de réseaux donne une grande inertie à l'usage de la devise-clé*  
Est-ce suffisant pour rendre le SMI robuste?

# L'étalon or sterling : convergence idéologique sur un principe éthique

- *Confiance éthique/ordre naturel* ~ idéologie du capitalisme libéral : la convertibilité comme norme d'un ordre naturel fondé sur la propriété privée et le respect des contrats.
- *Convertibilité comme impératif catégorique* = croyance que la préservation de la valeur nominale des contrats privés était d'un ordre supérieur aux objectifs politiques que les gouvernements pourraient atteindre en manipulant la monnaie. La confiance éthique comme légitimation du politique.
- *La livre sterling comme devise clé* : lettres de change en £~moyen de paiement international émis par les banques anglaises dont les détenteurs non résidents sont des *créanciers certains* : ils ne laissent planer aucun doute sur leur intention de conserver ces balances liquides → pas de mouvements de capitaux à CT déstabilisants → *Le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre exerçait un levier puissant sur le taux d'intérêt du marché monétaire international.*

# Accumulation du capital et investissement à l'étranger

- Mouvements alternés de l'accumulation du capital en Angleterre et des exportations de capital dans les zones de peuplement dans des cycles longs de l'investissement et des prix
- A partir de 1848 la grande accumulation des transports et de l'industrie provoque des excès financiers → crise systémique de 1873 qui provoque la déflation.

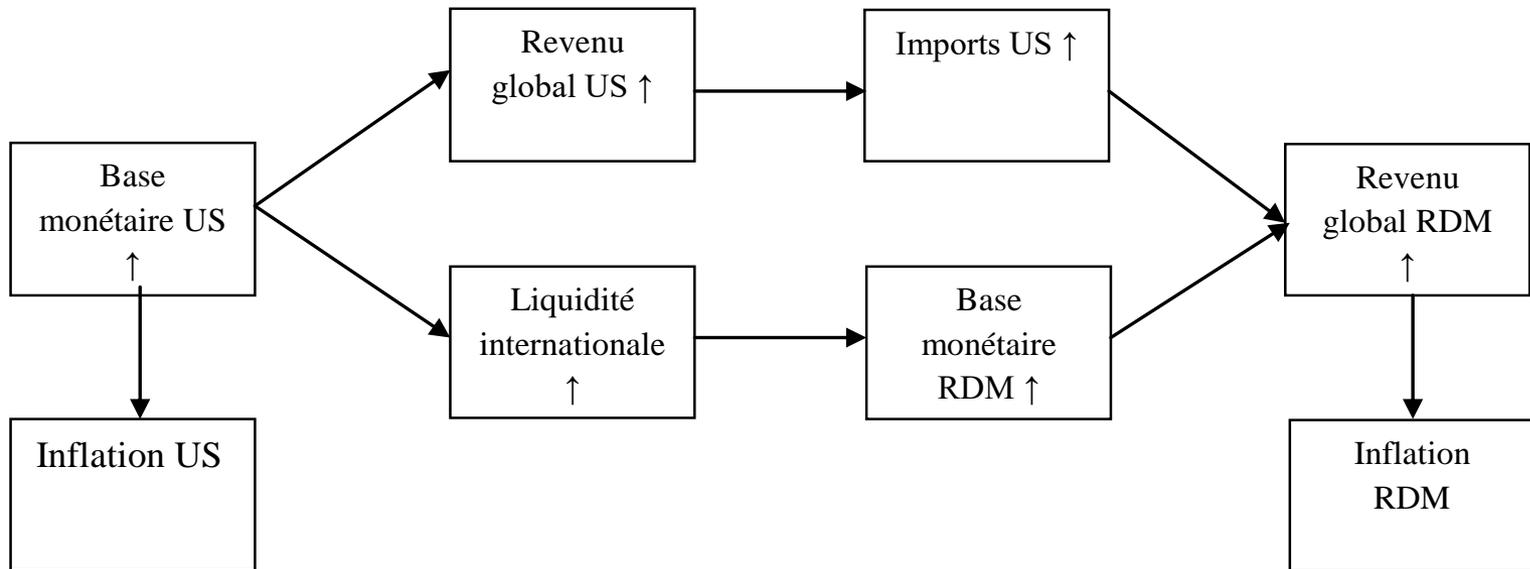
**Variation des prix de gros du milieu du XIX<sup>ème</sup> siècle à 1913**  
(en % sur les périodes)

	<b>1849-1873</b>	<b>1873-1896</b>	<b>1896-1913</b>
États-Unis	+67	-53	+56
Royaume-Uni	+51	-45	+39
Allemagne	+70	-40	+45
France	+30	-45	+45

# Le système politique de Bretton Woods: hégémonie US

- La discipline en terme de politique monétaire repose sur le change fixe et le prix fixe de l'or en dollar + contrôle de capitaux. Mais l'hégémonie US se soustrait à toute contrainte effective de conversion en or des réserves de change en \$ des pays étrangers.
- Le talon d'Achille du système: *la politique monétaire US ne dépend que des objectifs internes et n'est soumise à aucune contrainte de bouclage global pour réguler la liquidité mondiale, → privilège exorbitant*
- Détérioration après la dévaluation £ (novembre 1967) et l'abandon du pool de l'or (mars 1968). Agonie du système jusqu'au coup de force de Nixon du 15 août 1971 abolissant unilatéralement le système de Bretton Woods

# Le biais inflationniste du système sous l'impulsion de la politique unilatérale des US



# **Le SMI après Bretton Woods: un semi dollar standard sans règle internationale qui nourrit l'instabilité financière**

- **Un système hybride :**

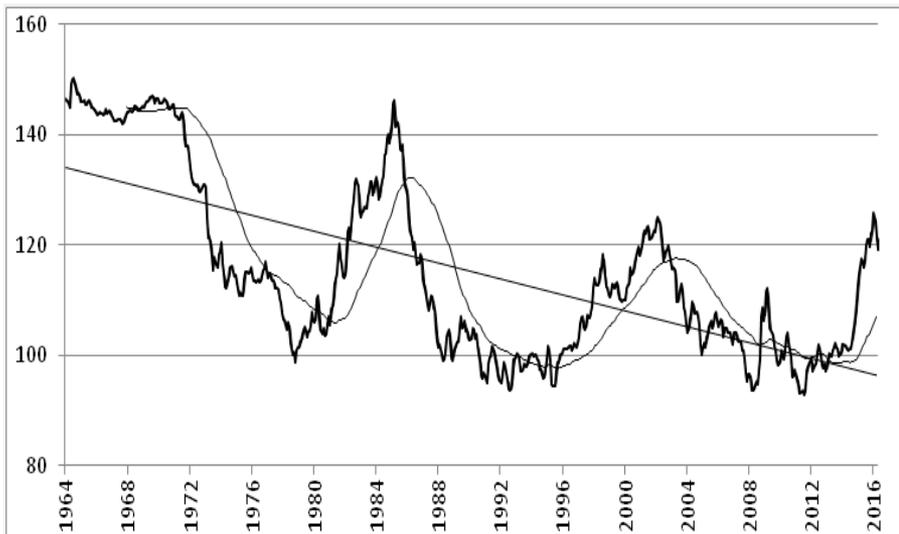
- Un petit nombre de devises en changes flexibles et marchés de capitaux complètement ouverts.
- Un nombre majoritaire de devises avec contrôle des capitaux et choix d'ancrage + ou - souple sur le dollar. Ces pays sont des producteurs de matières premières ou des pays menant des politiques de compétitivité sur les pays développés.

- **Coexistence de 2 types de déséquilibres :**

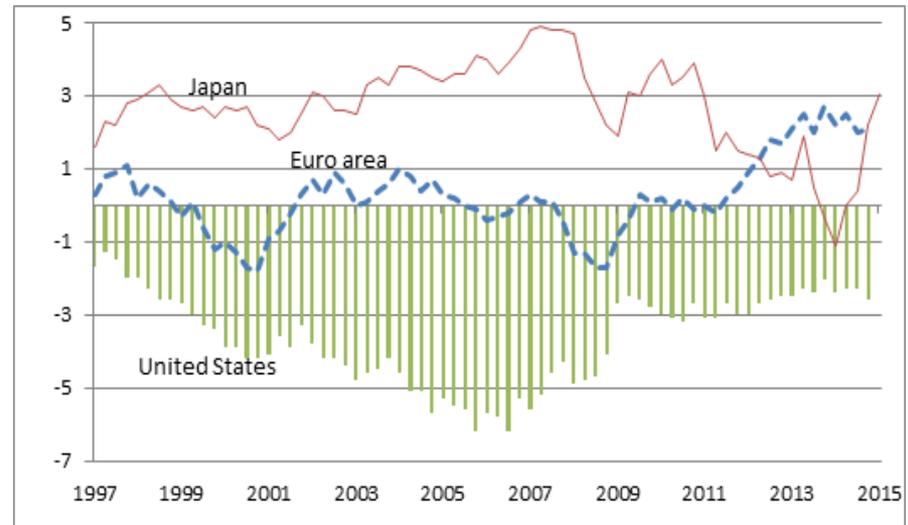
- Cycles amples, longs et opposés du dollar/ euro et yen en taux de change réels effectifs.
- Accumulation de déséquilibres financiers par polarisation des balances courantes et poursuite de la progression de l'endettement depuis la crise.
- Ces déséquilibres sont amplifiés par les mouvements de capitaux vers, puis hors des pays émergents: récemment principales sources de fragilités financières.

# Le cycle du dollar et le déséquilibre des balances de paiements

Taux de change effectif réel du dollar  
Janv-1964 à juillet 2016, 2010=100, source BRI.



Solde courant, en % du PIB  
source OCDE.



# Les forces de déstabilisation du système dollar

- ↓ du poids économique relatif des US en divorce avec ↑ de l'intermédiation financière dans la crise due à la politique d'injection massive de liquidité de la Fed → endettement massif en \$ des émergents
- Nouvelle stratégie chinoise proclamée dans le 13<sup>e</sup> Plan quinquennal: *promouvoir le RMB comme monnaie internationale de plein exercice à l'horizon 2020.*
- Instabilité financière accrue, liée au renversement des mouvements de capitaux avec les inflexions de la politique de la Fed depuis mai 2013
- Les risques cumulés de surendettement qui se réalisent avec la restructuration de l'économie chinoise et la ↓ induite des prix de matières premières.
- Le retour sur l'économie US et les hésitations de la Fed témoignent d'un feedback de l'instabilité des émergents sur la politique monétaire US.

# Une réforme globale du SMI dans les prochaines décennies?

## Un système multilatéral de coopération institutionnalisée fondé sur la liquidité ultime d'un DTS redéfini

- Changer les règles pour faire du DTS le principal véhicule des prêts du FMI:
  - Subsidiarité: zone monétaire régionale
  - Le DTS comme unité de compte universelle/ taux de change des monnaies nationales dominantes
  - Traiter les DTS non utilisés comme des dépôts au FMI, base des crédits du Fonds
  - Evoluer vers une suppression des quotas et un FMI financé entièrement par émissions de DTS comme une *quasi-banque centrale mondiale* (~\$250-300mds annuels)
- Régulation monétaire par les DTS:
  - Emissions contra-cycliques / besoins de liquidité mondiale
  - Compte de substitution permet diversification des réserves hors marché → amortit la volatilité des changes
  - Possibilité pour le FMI de mobiliser les DTS non utilisés (dépôts au passif du compte DTS du Fonds) pour acheter des obligations émises par des banques multilatérales de développement et pour capitaliser le Fonds Climatique Global.