

LE DOLLAR DANS LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Rapport de Robert Heller (*)

A la fin de la Seconde Guerre mondiale, la Conférence de Bretton Woods consacrait le dollar des Etats-Unis comme la monnaie de base et de référence du système monétaire international. Le dollar conserva cette distinction insigne pendant un quart de siècle jusqu'à ce que les Etats-Unis abandonnent officiellement, le 15 août 1971, le système de l'étalon-or pour le dollar américain. Depuis cette date, les libres forces de marché, les politiques gouvernementales et les principales tendances économiques ont continué d'influencer le cours du dollar et la position de cette monnaie au sein de l'économie mondiale et dans le système monétaire international.

Si l'on veut prévoir avec quelque certitude le rôle probable que le dollar jouera demain dans le système monétaire international, il est bon d'étudier non seulement les événements historiques qui ont déterminé le rôle international actuel du dollar mais également l'impact prévisible que le nouveau programme politique de l'Administration Reagan va exercer sur le rôle futur du dollar dans le système monétaire international.

(*) Vice-président pour les Affaires économiques internationales, Bank of America.

Certes, le rôle international de toute monnaie reste soumis à de nombreuses forces différentes. Citons parmi celles-ci : l'importance de la place que le pays d'émission occupe dans l'économie mondiale et le commerce mondial ; le rôle de cette monnaie sur les marchés financiers internationaux et dans la composition des réserves officielles en devises étrangères détenues par les divers pays et, enfin, l'attitude politique adoptée par l'Institut national d'émission.

Dans cet essai pour définir le rôle du dollar au sein du système monétaire international, je vais tenter d'examiner successivement toutes ces questions et d'en tirer quelques déductions concernant l'avenir.

Les Etats-Unis dans l'économie mondiale

Les événements survenant dans les marchés financiers internationaux ne peuvent être étudiés sans tenir compte des tendances générales de l'économie mondiale. En particulier, l'évolution de l'importance relative des pays les plus fortement concurrents des Etats-Unis revêt une signification spéciale, lorsqu'on étudie le fonctionnement du système financier international qui a évolué de l'étalon-dollar de naguère jusqu'à l'environnement financier multi-monnaétaire actuel.

L'évolution des principaux concurrents des USA

Les pays à retenir sont les suivants : République fédérale d'Allemagne, France, Japon et Royaume-Uni. Avec les Etats-Unis, ces cinq pays ne sont pas seulement les principales puissances économiques du monde libre, mais leurs monnaies priment également sur les marchés financiers internationaux.

TABLEAU 1 - PNB mondial et de certains pays sélectionnés

(En milliards de dollars)

	1950	1960	1970	1980
Total mondial	632 (100 %)	1 118 (100 %)	2 481 (100 %)	10 705 (100 %)
Etats-Unis	285 (45 %)	479 (43 %)	978 (39 %)	2 626 (25 %)
France	29 (5 %)	61 (5 %)	146 (6 %)	600 (6 %)
RFA	23 (4 %)	73 (7 %)	188 (8 %)	780 (7 %)
Japon	14 (2 %)	43 (4 %)	197 (8 %)	1 039 (10 %)
Royaume-Uni	36 (6 %)	72 (6 %)	122 (5 %)	510 (5 %)
Total autres	245 (38 %)	390 (35 %)	850 (34 %)	5 150 (47 %)

Source : *Statistiques financières Internationales, FMI.*

La part que les USA détiennent dans l'économie mondiale n'a cessé de diminuer depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, tandis que l'importance relative des pays principaux concurrents des Etats-Unis a progressé. Le tableau 1 montre que la part des Etats-Unis dans le PNB mondial a baissé, passant de 45 % en 1950 à 25 % en 1980. Au cours de la même période, la part globale des quatre grands pays concurrents est passée de 16 % à 27 %. Bien que l'on puisse soutenir l'opinion que cette croissance plus rapide a été principalement due au fait que ces pays devaient reconstruire leur économie dévastée par la guerre, cette phase de rattrapage aurait été largement réalisée vers le milieu des années 60.

Dans la mesure où ces autres pays industrialisés continuent de consacrer une plus large fraction de leur PNB à la formation de capital fixe, on peut logiquement en déduire que leurs taux de croissance continueront, dans les prochaines années, à dépasser celui des Etats-Unis. Le tableau 2 montre que, même si en 1978 les Etats-Unis restaient encore en retard par rapport à leurs principaux concurrents pour la formation brute de capital fixe, l'écart était — exception faite du Japon — plutôt faible. C'est ici que le Programme Reagan, qui met l'accent sur les incitations propres à stimuler l'investissement, peut jouer un rôle très important pour revitaliser l'économie des Etats-Unis. Bien qu'il soit encore trop tôt pour dire si ce programme réussira, le défi est nettement lancé au secteur privé américain de renverser les tendances passées et de réagir de manière positive.

Même s'il existe de fortes chances pour que les Etats-Unis conservent leur place vis-à-vis des autres grands pays industrialisés, la croissance du reste du monde — et en particulier celle des pays en développement les plus avancés — dépassera celle des pays industriels au cours de la décennie 80. Les pays exportateurs de pétrole ainsi que d'autres pays en développement importateurs de pétrole continueront à réaliser des progrès plus rapides que les nations industrialisées.

TABLEAU 2 - Formation brute de capital fixe
(En % du PNB)

	1978
Etats-Unis	18,2
France	21,5
RFA	21,5
Japon	30,2
Royaume-Uni	18,1

Source : *Statistiques financières internationales, FMI, juin 1980.*

En ce qui concerne la position des Etats-Unis dans l'économie mondiale, on peut donc logiquement dire que, même si la part de ce pays dans le PNB total mondial va continuer à baisser en raison des progrès rapides qui se produiront dans les pays en développement, la position américaine par rapport à celle des pays-clés concurrents se stabilisera plus ou moins — exception faite peut-être par rapport au Japon. Un élément supplémentaire favorise le Japon : le budget de la Défense de ce pays est relativement faible, ce qui lui permet de consacrer à la formation de capital un plus fort pourcentage de son PNB.

Des tendances similaires se reflètent dans les statistiques commerciales mondiales. Le tableau 3 montre que la position occupée par les Etats-Unis sur les marchés mondiaux d'exportations recule régulièrement. Dans la période d'avant 1970, ce déclin était largement imputable au bond d'exportations réalisé par la RFA et le Japon et également, à un moindre degré, aux progrès des autres pays d'Europe continentale. Depuis cette époque, les « autres pays » ont en général accru leur part du marché mondial d'exportations — de 51 % au total en 1970 à 58 % en 1980.

TABEAU 3 - Exportations : total mondial et pays sélectionnés
(En milliards de dollars)

	1950	1960	1970	1980
Total mondial	57 (100 %)	115 (100 %)	279 (100 %)	1 846 (100 %)
Etats-Unis	10 (17 %)	21 (18 %)	43 (16 %)	221 (12 %)
France	3 (5 %)	7 (6 %)	18 (6 %)	116 (6 %)
RFA	2 (3 %)	11 (10 %)	34 (12 %)	193 (10 %)
Japon	1 (1 %)	4 (4 %)	19 (7 %)	130 (7 %)
Royaume-Uni	6 (10 %)	11 (9 %)	20 (7 %)	115 (6 %)
Tous autres	35 (64 %)	61 (53 %)	145 (52 %)	1 071 (58 %)

Source : *Statistiques financières internationales, FMI.*

Il semble logique de dire que les pays européens éprouveront des difficultés à augmenter, dans l'avenir, leur part du marché d'exportations. Quant aux Etats-Unis, ils disposent d'un potentiel exportateur considérable encore non exploité. Une politique gouvernementale qui saurait encourager les exportations, au lieu de soumettre les firmes exportatrices à des obstacles réglementaires et à des tracasseries administratives multiples, peut parfaitement développer le champ d'activité des exportations américaines. Ainsi, il est probable que les Etats-Unis maintiendront leur rang sur les marchés mondiaux d'exportation contre la concurrence pro-

venant des autres pays industrialisés. Cependant, la part dans les marchés mondiaux baissera probablement — pour tous les pays industrialisés — à mesure que les pays en développement verront augmenter leur potentiel d'exportations. Seule l'instauration d'un protectionnisme intransigeant dans les pays industrialisés pourrait restreindre cette progression des pays en développement — mais cela s'effectuerait aux dépens des deux camps — pays industrialisés comme pays du Tiers Monde.

Les changements dans l'utilisation des monnaies de facturation

Les modes de facturation utilisés dans le commerce international sont un facteur important parce qu'ils permettent d'estimer le degré d'utilisation d'une monnaie. Même si le dollar américain a depuis longtemps acquis dans le commerce mondial une position de premier rang incontestée et exclusive, aujourd'hui d'autres monnaies occupent, elles aussi, une place significative. Un schéma assez net commence à se dessiner, dans l'utilisation des diverses monnaies par le commerce mondial. Le tableau 4 montre en détail quelles proportions des transactions mondiales sont libellées dans les différentes monnaies.

On peut en tirer les observations suivantes :

— Les exportations de produits industriels tendent à être facturées dans la monnaie nationale du pays exportateur. Cette tendance est particulièrement nette pour des pays à monnaie forte, comme la RFA et la Suisse, qui libellent leurs contrats d'exportation respectivement à 87 % en DM et à 83 % en francs suisses.

— Dans les cas où les transactions sont facturées dans des monnaies autres que la monnaie nationale du pays exportateur, on constate que le plus souvent c'est la monnaie du pays importateur destinataire qui est choisie. Dans tous les autres cas, le dollar est la monnaie dominante.

Les contrats de matières premières (spécialement dans les pays en développement les moins avancés) ont encore tendance à être facturés en dollars, parce que les cours mondiaux sont cotés en dollars.

Il faut noter, en outre, que l'existence d'une cotation sur le marché des changes à terme est une condition nécessaire pour que cette monnaie soit utilisée dans la facturation des contrats internationaux.

Etant donné les tendances de l'économie mondiale, il est probable que la position du dollar par rapport aux monnaies des principaux pays concurrents (RFA et Suisse) est actuellement stabilisée. Le yen, cependant, garde encore un fort potentiel de croissance en tant que monnaie de libellé dans le commerce international, puisque 30 % seulement des

contrats d'exportations japonaises sont actuellement rédigés en yen. Il est également possible que la position relative du dollar soit sérieusement concurrencée en tant que monnaie de facturation des produits manufacturés dans les échanges avec les pays en voie de développement. En ce qui concerne le commerce des matières premières et des denrées, le dollar continuera à être utilisé, mais finalement il se peut qu'il soit menacé par d'autres monnaies composites telles que les droits de tirage spéciaux (FMI).

TABLEAU 4 - Proportions des transactions commerciales libellées en monnaie nationale et en monnaie étrangère (1976)

(En pourcentage du total)

M : Importations. X : Exportations. — : Non disponible.	Monnaie du pays		Dollar EU		DM (RFA)	Franc suisse	£ GB	Franc français	Yen
	X	M	X	M	X	X	X	X	X
Etats-Unis	90	—	90	—	—	—	—	—	—
RFA	87	42	5	31	87	—	—	—	—
Suisse (1977)	83	41	7	—	—	83	—	—	—
Royaume-Uni (1977)	69	—	17	—	—	—	69	—	—
France	68	32	9	29	—	—	—	68	—
Suède (1973)	67	26	14	22	—	—	—	—	—
Autriche	55	25	10	16	—	—	—	—	—
Denemark	54	25	12	23	—	—	—	—	—
Pays-Bas	50	31	13	23	—	—	—	—	—
Belgique	47	26	12	25	—	—	—	—	—
Italie	39	16	31	43	—	—	—	—	—
Finlande	16	—	22	—	—	—	—	—	—
Japon	30	1-2	68	90	—	—	—	—	30
Canada									
Nouvelle-Zélande	20-30	—	75	70-80	—	—	—	—	—
Australie									
Amérique Latine	0	0	85	—	—	—	—	—	—
Pays de l'OPEP	0	0	95	—	—	—	—	—	—
Autres	0	0	70	—	—	—	—	—	—
Total mondial			52	52	14*	2*	6-7*	6.5	2.3

Source : Hans-Eckart Scharrer : « Die Währungsstruktur im Welthandel », Wirtschaftsdienst, septembre 1979 (tableau préparé par T. Nakamura).

(*) Ces chiffres sont les données 1977.

La place du dollar dans les marchés financiers internationaux

Le dollar sur les euro-marchés

Les marchés financiers internationaux se sont rapidement développés durant la décennie 70. Cela fut particulièrement visible pour les achats de l'aide offshore ou les marchés des euro-monnaies, qui passèrent de 110 milliards en 1970 à 1 470 milliards de dollars en 1980. Bien que l'importance globale du dollar sur les euromarchés n'ait que légèrement varié de 81 % en 1970 à 76 % en 1980 (1), cette baisse relativement faible recouvre deux phénomènes importants :

— La part du dollar — et en particulier les « additions nettes au marché » — a fortement varié en réponse aux périodes de bonne tenue ou de faiblesse du dollar. Dans les périodes de rapide dévaluation du dollar, telles que cette monnaie en a connues en 1971-1973 puis en 1978-1979, le composant dollar sur les euro-marchés a significativement décliné alors que durant les périodes où le dollar restait stable ou progressait cette monnaie tendait à retrouver sa position précédente.

— Si l'on examine la composition des actifs en devises étrangères détenus par les banques commerciales non américaines, on constate ici encore que le dollar a perdu du terrain au cours des années 70 en face des autres monnaies-clés concurrentes. Le tableau 5 montre que la part occupée par le dollar dans les actifs en devises étrangères détenus par les banques commerciales européennes a baissé — de 78 % en 1970 à 69 % en 1980 — tandis que le DM surtout progressait considérablement en importance et accroissait sa part de marché — de 11 % à 16 % — durant la même période.

TABLEAU 5 - Evolution des avoirs en devises étrangères des banques européennes

Année	1970		1980	
	Milliards de \$	%	Milliards de \$	%
Dollars USA	59	78	519	69
DM	8	11	123	16
Francs suisses	6	8	50	6
Livres sterling	1	1	13	2
Francs français	—	—	12	2
Autres	2	2	34	5
Total	76	100	751	100

Source : Banque des règlements internationaux, *Rapports annuels*.

(1) Morgan Guaranty : « World Financial Markets ».

Un phénomène encore plus révélateur est la composition des actifs en devises étrangères détenus dans les divers pays. Le tableau 6 montre que la RFA et la Suisse sont les seuls pays dans lesquels les opérations de crédit libellées en monnaie nationale dominent dans l'activité bancaire internationale. Mais pour les banques qui sont situées dans les pays limitrophes de la RFA (Autriche, Luxembourg, Danemark), la catégorie « autres monnaies » domine — ce qui laisse présumer que la majorité des opérations de crédit internationales s'opèrent en DM dans ces pays.

Bien qu'il existe encore un nombre appréciable de pays où les opérations de crédit en dollars dominent les transactions bancaires internationales, il faut remarquer que dans plusieurs de ceux-ci (Belgique, France, Pays-Bas, Suède et Royaume-Uni) la composante « autres monnaies », du total des opérations de crédit effectuées en monnaie étrangère, est aussi d'importance très significative.

TABLEAU 6 - Composition des avoirs en devises étrangères dans les banques étrangères : 1979

	Monnaie dominante (montant calculé en milliards de dollars US)			Composition des avoirs (en pourcentage)		
	Monnaie nationale	Dollar US	Autre monnaie étrangère	Monnaie nationale	Dollar US	Autre monnaie étrangère
Dollar dominant						
Belgique	3,3	23,3	16,3	7,7	54,3	38,0
France	23,2	71,7	28,7	18,8	58,0	23,2
Italie	1,3	21,2	7,1	4,4	71,6	24,0
Pays-Bas	1,4	23,0	21,5	20,4	41,1	38,5
Suède	1,0	3,0	1,8	17,2	51,8	31,0
Royaume-Uni	15,5	211,8	58,2	5,4	74,2	20,4
Canada	0,6	22,9	2,0	2,3	89,9	7,8
Japon	11,4	30,4	3,7	25,1	66,8	8,1
Etats-Unis	133,6	—	2,4	98,2	—	1,8
Monnaie nationale dominante						
RFA	47,6	14,4	7,4	68,6	20,7	10,7
Suisse	27,2	21,5	10,4	46,0	36,4	17,6
Autre monnaie étrangère dominante						
Autriche	4,2	6,6	7,1	23,5	36,9	39,6
Luxembourg	1,4	29,3	50,1	1,7	36,3	62,0
Danemark	0,2	1,9	2,0	4,9	46,3	48,8

Source : Banque des règlements internationaux, rapport annuel, 1980.

Bien qu'il soit difficile de tirer des conclusions définitives d'une étude de ces faits, il est clair qu'en général c'est aux périodes où le dollar était fort qu'il a accru son importance sur les marchés financiers internationaux. Si le programme de l'Administration Reagan réussit à restaurer une stabilité à long terme du dollar, il n'y a pas de raison pour que le dollar ne continue pas à jouer un rôle éminent sur les marchés financiers internationaux. La réaction des marchés des changes au programme Reagan a été très encourageante à cet égard. Cependant, s'il se produisait de nouvelles périodes de faiblesse du dollar, cela entraînerait rapidement une diminution de l'importance de cette monnaie sur les marchés financiers internationaux.

Le rôle de la monnaie américaine dans le recyclage des pétrodollars

La plupart des factures pétrolières étant réglées en dollars, celui-ci a joué un rôle central dans le processus de recyclage. En raison des sommes considérables mises en jeu, le débat sur le recyclage a cristallisé un grand nombre de problèmes de base concernant le rôle du dollar dans la finance et le commerce à l'échelle mondiale. Le problème du recyclage est également significatif parce qu'il réunit dans l'arène internationale de la finance les partenaires privés et publics. Il faut donc faire ici quelques observations :

Tout d'abord, l'insistance des pays de l'OPEP à se faire payer en dollars leurs exportations de pétrole a augmenté la demande globale de cette monnaie. Un citoyen de la RFA paie l'essence de sa voiture ou le fuel de son chauffage en deutsche Mark, pourtant l'importateur allemand de pétrole doit régler ses fournisseurs en dollars. Il s'ensuit que cet importateur devra vendre les deutsche Mark qui constituent ses recettes et acheter des dollars sur le marché des changes. Les dollars encaissés par les pays exportateurs de pétrole sont, soit dépensés, soit investis. Dans la mesure où ils sont dépensés en RFA — pour s'en tenir à notre exemple — ces dollars seront reconvertis en deutsche Mark. Si les sommes dépensées par la RFA pour acheter du pétrole sont égales aux achats faits en RFA par les pays exportateurs de pétrole, le recyclage n'est guère nécessaire. Puisqu'aucune tension nette ne se fait sentir sur les marchés des changes, la position du deutsche Mark ne devrait pas être modifiée.

Les statistiques des échanges bilatéraux montrent que la balance commerciale entre la RFA et les pays de l'OPEP est restée approximativement équilibrée durant la période 1977-1979 de sorte que la pression directe exercée sur le marché des changes par ces opérations est restée faible (tableau 7). De même, la balance commerciale entre le Royaume-Uni et les pays de l'OPEP restait approximativement équilibrée. Par contre, les Etats-Unis, la France et le Japon ont connu de substantiels

déficits vis-à-vis des pays de l'OPEP. Il en serait résulté des pressions sur le marché des changes si un excédent favorable de la balance commerciale avec un autre pays ou encore un afflux de capitaux internationaux n'avait pas rétabli l'équilibre global. Naturellement, la balance des paiements se solde toujours par un équilibre comptable ex post et le principe est donc qu'une pression s'exerce ex ante sur le marché des changes du fait du recyclage des pétrodollars.

TABLEAU 7 - Echanges commerciaux avec les pays exportateurs de pétrole
(En milliards de dollars)

	Exportations			Importations		
	1977	1978	1979	1977	1978	1979
Etats-Unis	13,5	16,0	14,4	35,2	32,4	44,3
RFA	10,6	12,1	10,4	10,0	9,5	14,6
France	5,6	6,2	7,2	11,5	11,5	16,1
Japon	11,8	14,2	13,2	25,2	25,5	37,3
Royaume-Uni	6,9	8,6	7,4	6,3	6,4	7,0

Source : Fonds monétaire international, Direction of Trade Statistic, 1980.

Un autre point est à signaler : le cours d'une monnaie sur les marchés des changes est déterminé par la confrontation de l'offre et de la demande globales de cette monnaie et non par les échanges bilatéraux ou les flux de capitaux. Cependant, si l'on veut comprendre les effets produits par les hausses du prix du pétrole et le problème de recyclage qui en découle, il faut tenir compte du flux d'échanges et de paiements *additionnels* entre les pays exportateurs de pétrole et les pays importateurs, parce que ces fonds doivent être en partie recyclés par le canal des marchés financiers internationaux.

En définitive, il n'est pas évident que le fait que la majorité des factures pétrolières soient réglées en dollars ait renforcé ou atteint l'importance internationale de cette devise.

La tendance à la diversification

Les conventions de change

L'abandon de l'étalon-or en 1971 a entraîné la conclusion d'une large variété d'accords de change. Le second amendement à la Conven-

tion du Fonds monétaire international (FMI) a officiellement proclamé la liberté pour chaque pays de choisir ses propres accords de change. L'article IV notamment spécifie que chaque nation membre du FMI est libre de choisir ses accords de change aussi longtemps que ceux-ci concourent au développement permanent des conditions normales qui sont nécessaires à la stabilité économique et financière.

Les pays ont profité de cette possibilité de choisir leur propre accord de change en optant pour une large variété de solutions particulières. A la fin de juin 1981, les 140 pays membres du FMI se répartissaient comme suit :

- 38 pays avaient indexé leur monnaie sur le dollar US ;
- 14 pays avaient indexé leur monnaie sur le franc français ;
- 2 pays avaient indexé leur monnaie sur le Rand de la République Sud-Africaine ;
- 1 pays avait indexé sa monnaie sur la pesete espagnole ;
- 1 pays avait indexé sa monnaie sur la livre sterling (GB) ;
- 14 pays utilisaient le système des droits de tirage spéciaux (FMI) ;
- 22 pays avaient leur propre système monétaire ;
- 4 pays appliquaient le système de parité mobile ;
- 8 pays participaient au Système monétaire européen ;
- 36 pays avaient adopté diverses solutions, y compris un taux de change flottant indépendant (tableau 8).

Bien que 38 de ces 140 pays soient encore alignés sur le dollar (en juin 1981), l'ensemble de ce groupe pèse assez peu en importance dans l'économie mondiale. Par ordre alphabétique, ces pays vont des Bahamas à la République démocratique populaire du Yémen et on n'y trouve aucun pays industriel ni pays d'Europe occidentale.

Il est évident que durant la période inflationniste des années 70, le dollar a perdu une grande partie de son influence en tant que monnaie de référence sur laquelle d'autres pays alignent la valeur de leur monnaie nationale. Aucune monnaie nationale ou composite n'a remplacé — ni ne risque de remplacer dans un avenir prévisible — le dollar dans son ancien rôle de chef de file monétaire. Le Second Amendement à la Convention du FMI a nettement interdit le retour de l'or à sa position centrale de référence :

« Les accords de change peuvent inclure... la maintenance par un pays membre (du FMI) d'une valeur de sa propre monnaie alignée sur les droits de tirage spéciaux ou autre dénominateur, à l'exception de « l'or. » (Article IV, chap. 2 [b]).

TABEAU 8 - Régimes des changes
(Au 30 juin 1981)

Dollar EU	Monnaie rattachée à				Taux de change ajusté en fonction de certains indicateurs (2)		Dispositions de change communautaires (3)	Autres (4)
	Franc français	Autre monnaie	DTS	Autre panier de monnaies (1)				
Bahamas	Bénin	Gambie	Birmanie	Algérie	Brésil	Allemagne	Afghanistan	
Barbade	Cameroun	(livre sterling)	Guinée	Autriche	Colombie	Belgique	Afrique du Sud	
Burundi	Comores	Guinée	Guinée-Bissau	Bangladesh	Pérou	Danemark	Arabie Saoudite	
Chili	Congo	équatoriale	Iran	Botswana	Portugal	France	Argentine	
Djibouti	Côte-d'Ivoire	(peseta)	Jordanie	Cap-Vert		Irlande	Australie	
Dominique	Gabon	espagnole)	Kenya	Chine, Rép. pop.		Italie	Bahréïn	
Egypte	Haute-Volta		Malawi	Chypre		Luxembourg	Bolivie	
El Salvador	Madagascar	Lesotho (rand sud-africain)	Maurice	Fidji		Pays-Bas	Canada	
Equateur	Mali	Swaziland (rand sud-africain)	Sao Tomé-et-Principe	Finlande			Corée	
Ethiopia	Niger		Seychelles	Koweït			Costa Rica	
Grenade	République Centrafricaine		Sierra Leone	Malaisie			Emirats arabes unis	
Guatemala			Viet-Nam	Malte			Espagne	
Haiti	Sénégal		Zaire	Mauritanie			Etats-Unis	
Honduras	Tchad		Zambie	Norvège			Ghana	
Irak	Togo			Papouasie - Nouvelle-Guinée			Grèce	
Jamaïque				Singapour			Guyane	
Libéria				Salomon, îles			Inde	
Libye				Suède			Indonésie	
Népal				Tanzanie			Islande	
Nicaragua				Thaïlande			Israël	
Oman				Tunisie			Japon	
Pakistan				Zimbabwe			Liban	
Panama							Maldives	
Paraguay							Maroc	
Rép. arabe syrienne							Mexique	
Rép. dém. pop. lao							Nigéria	
Rép. Dominicaine							Nouvelle-Zélande	
Roumanie							Ouganda	
Rwanda							Philippines	
Somalie							Qatar	
Soudan							Royaume-Uni	
Sainte-Lucie							Samoa-Occidental	
Saint-Vincent							Sri Lanka	
Suriname							Turquie	
Trinité-et-Tobago							Uruguay	
Venezuela							Yougoslavie	
Yémen, Rép. arabe								
Yémen, Rép. dém. pop.								

De nombreux exemples démontrent que les pays choisissent le système de taux de change qui convient le mieux à leurs propres besoins. En particulier, l'importance du pays, son degré d'ouverture et son taux particulier d'inflation par rapport à celui des autres pays pèsent d'un poids important dans la décision de maintenir un taux de change indexé ou flottant. Pour les pays qui choisissent d'indexer leur monnaie, ce sont les courants d'échanges commerciaux extérieurs qui motivent le choix de la monnaie de référence. Les pays dont les échanges se passent en quasi-totalité avec un seul pays étranger ont tendance à aligner leur propre monnaie sur celle de ce partenaire privilégié. Les pays entretenant des courants commerciaux très variés adhèrent généralement au Système des droits de tirages spéciaux du FMI ou à une autre monnaie composite correspondant à leurs besoins spécifiques (2). Etant donné la variété des configurations d'échanges extérieurs existant dans l'économie mondiale, la possibilité de revenir dans un avenir prévisible au système des taux de change fixe est plutôt mince du point de vue institutionnel. Etant donné l'ampleur des différentiels d'inflation à travers le monde, il y aurait peu de chances qu'un tel rétablissement soit couronné de succès.

Les avoirs officiels en devises étrangères

Les banques centrales jouent un grand rôle dans les marchés financiers internationaux en tant que détenteurs de réserves en devises étrangères. Deux motifs opposés ont une puissante influence sur la répartition de leurs actifs en diverses devises : le motif d'intervention et le motif de portefeuille.

Les Banques centrales constituent leurs réserves de devises étrangères par intervention sur le marché des changes ou par emprunt direct. Si la monnaie étrangère est acquise à la suite d'une intervention qui a pour but de soutenir le cours de cette devise, cela implique que ce sont des monnaies relativement faibles qui sont achetées. Au contraire, toutes les banques centrales sont désireuses de constituer un portefeuille liquide et stable sous forme d'avoirs en devises étrangères. Ce motif de portefeuille incite les banques centrales à acquérir des monnaies étrangères fortes.

La composition effective des portefeuilles reflétera ces effets des motifs d'intervention et de portefeuille. L'influence relative de ces deux facteurs variera d'un pays à l'autre, suivant la configuration des échanges et les accords spéciaux de change qui déterminent la composition des réserves en devises étrangères dans ces pays. Il semble logique qu'un

(2) H.R. Heller : « Choosing an exchange rate system », *Finance and Development*, juin 1977.

« Determinants of exchange rate practices », *Journal of money, credit and banking*, août 1978.

pays qui a rattaché sa monnaie au dollar des Etats-Unis détienne une très forte fraction de ses réserves de change en dollars. Deux influences peuvent jouer ici : d'une part le motif d'intervention mentionné ci-dessus, qui exige qu'un pays possède déjà des actifs aisément disponibles pour pouvoir financer une intervention sur le marché des changes et d'autre part le motif de portefeuille qui incite les pays soucieux d'éviter de brusques fluctuations de la valeur de leurs réserves à privilégier la devise qui leur sert de référence (3). Nous avons montré dans le chapitre précédent que durant les années 70, il y eut un large abandon du dollar dans les accords de change et qu'on pouvait en conséquence s'attendre à voir décroître la part des avoirs en monnaie américaine dans les réserves officielles.

On peut considérer que deux autres facteurs ont accentué cette tendance :

— la baisse de la part du dollar dans le commerce mondial dont nous avons parlé au début de cet article ;

— le changement de la structure en devises de l'endettement international. Il semble logique que les pays préfèrent répartir leurs avoirs en devises étrangères proportionnellement à la structure de leur endettement international afin de se protéger contre les fluctuations de parités. Tout comme les entreprises et les autres agents économiques, les pays cherchent à se couvrir contre les risques de change.

Devant l'importance croissante des monnaies autres que le dollar dans les opérations internationales de crédit, on peut donc s'attendre à voir se modifier la structure des réserves de change.

La tendance croissante des banques centrales à diversifier leur portefeuille de devises est particulièrement visible pour les dépôts officiels en devises étrangères effectués dans les banques commerciales. Alors qu'en 1976, les dépôts en dollars représentaient 72 % du total des dépôts officiels faits dans les banques commerciales situées hors des Etats-Unis, la part du dollar n'atteignait plus que 59 % à la fin de 1979. Les dépôts en DM représentent légèrement plus de la moitié de tous les dépôts officiels non en dollars, détenus dans les banques commerciales (tableau 9).

Globalement, les avoirs officiels en eurodollars atteignaient 10,5 milliards en 1970, tandis que les autres euromonnaies totalisaient seulement 0,4 milliard. En 1979, le montant des avoirs en euromonnaies autres que le dollar dépassait 50 milliards tandis que la part des dollars était d'environ 80 milliards.

Il est peut-être encore plus intéressant de noter l'évolution dans la composition des dépôts officiels qui ont « boudé » les banques situées

(3) H.R. Heller, M. Knight : « Reserve currency preferences of central banks », *Princeton essays in international finance*, n° 131, décembre 1978.

aux Etats-Unis, pour aller dans les banques situées à l'étranger qui sont devenues les établissements de dépôts privilégiés des banques centrales étrangères. Les dépôts officiels en dollars dans les filiales « off-shore » des banques américaines étaient de 6,4 milliards à la fin de l'année 1979 et de 11,8 milliards dans les banques situées aux Etats-Unis pour un total de 18,2 milliards. Ce chiffre contraste avec les quelque 73,3 milliards de dollars détenus par les institutions bancaires officielles étrangères dans les banques non américaines.

TABLEAU 9 - Dépôts effectués par les diverses banques centrales dans les banques commerciales étrangères (1)

(En milliards de dollars)

Monnaie	1976	1977	1978	1979
DM	9,3	14,2	19,9	27,5
Franc suisse	4,1	4,5	5,2	6,6
Yen	0,7	1,8	4,9	5,1
Livre sterling	1,5	1,9	1,9	3,4
Autres monnaies (sauf dollar)	2,6	3,2	4,7	7,9
Total non dollars	18,2	25,6	36,6	50,5
Dollars dans les banques américaines	47,2	53,0	52,8	73,3
Dépôts dans les succursales offshore de banques américaines	4,5	4,4	5,7	6,4
Total	69,9	83,0	95,1	130,2

(1) Europe, Canada, Japon.

Sources : Banque des règlements internationaux, rapports annuels, et I.M.F. survey, 3 juin 1980.

Ces tendances montrent qu'il n'y a pas seulement une diversification des avoirs au détriment du dollar des Etats-Unis mais une tendance de ces avoirs à être placés hors des Etats-Unis, ce qui traduit une diversification des lieux de dépôt. La crainte que les Etats-Unis puissent unilatéralement contrôler ou « geler » les dépôts a sans doute joué un rôle important dans cette évolution.

Les conséquences d'un système multi-polaire

Un système monétaire multipolaire s'est clairement dessiné au cours de la dernière décennie. Le système a été formellement reconnu par les articles de la Convention qui a créé le Fonds monétaire international et tout semble confirmer qu'il est aujourd'hui solidement établi.

Deux questions essentielles sont fréquemment posées : premièrement quel sera le futur rôle du dollar dans ce système multipolaire et deuxièmement ce système sera-t-il stable ou sera-t-il caractérisé par un état de crise permanent qui aboutirait finalement à son auto-destruction ? Il est évident que ces deux questions sont liées puisque le dollar pourrait difficilement rester stable dans un système vulnérable aux états de crise. Inversement, l'instabilité du système monétaire international entraînerait également l'instabilité du dollar.

Certains observateurs ont prétendu qu'un système monétaire multipolaire serait plus instable qu'un système monétaire international s'appuyant sur une monnaie de référence unique ou unifiée et accentuerait ainsi le risque de crise. Ce pessimisme s'explique par deux raisons :

— d'un côté, aucune institution n'est éternelle et la prédiction que le système s'effondrera finalement ne manquera pas de se vérifier un jour même lointain ;

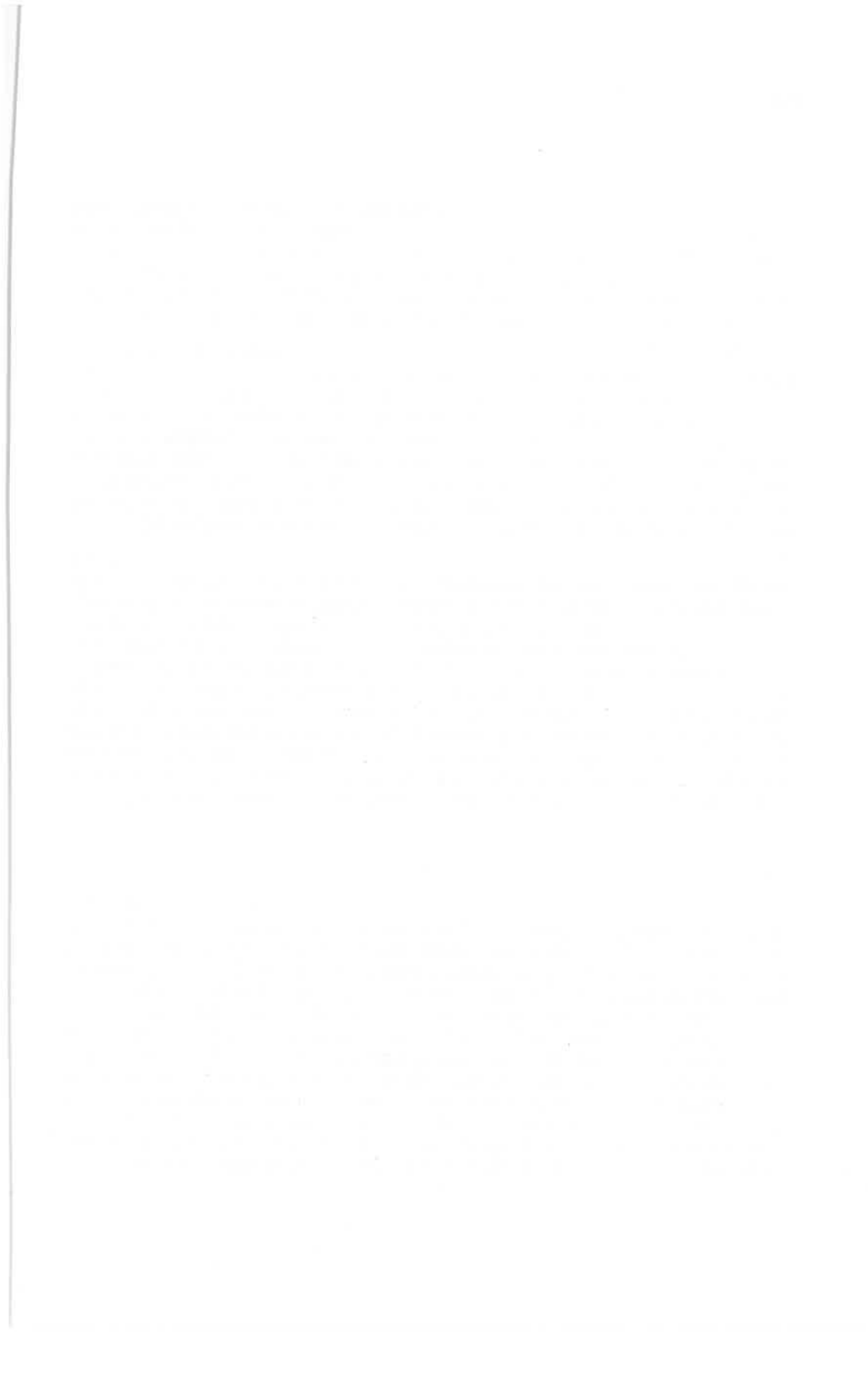
— de l'autre côté, le système monétaire multipolaire autorise à partir de transferts d'une devise vers une autre une aggravation des fluctuations de change.

Le revers de la médaille est, admettons-le, que les spéculateurs financiers réaliseront des profits à condition qu'ils sachent correctement anticiper les mouvements de devises.

Globalement, les spéculateurs devront veiller à la stabilité du système sous peine d'encourir des pertes qui, finalement, les mèneraient à la faillite.

En outre, le seul fait que le système soit susceptible d'osciller largement entre les diverses monnaies rendra les autorités monétaires plus attentives aux réactions potentielles des partenaires étrangers publics ou privés et ils les obligeront ainsi à se montrer plus prudentes dans leurs opérations. Il en résultera probablement un comportement moins déstabilisant de la part des autorités monétaires à mesure qu'elles identifieront les contraintes auxquelles elles doivent faire face.

Pour en revenir au rôle que le dollar tiendra dans un tel système financier international multipolaire, il est quelque peu déconcertant de constater que les autorités monétaires des Etats-Unis ne semblent pas disposées à garantir certains privilèges et libertés aux citoyens américains, alors que c'est chose faite pour d'autres devises étrangères. En particulier, l'Etat fédéral américain n'autorise pas les résidents américains à détenir dans les banques américaines des comptes libellés en devises étrangères. Cette interdiction peut s'interpréter, soit comme une mesure discriminatoire contre les banques ayant leur siège aux Etats-Unis (puisque ces mêmes résidents américains sont autorisés à ouvrir des comptes en devises dans les banques situées à l'étranger), soit comme un vote de défiance vis-à-vis de la politique monétaire nationale américaine. On peut penser que les autorités des Etats-Unis redoutent de voir les Amé-



En ce qui concerne plus spécialement le rôle du dollar dans le système monétaire international, nous pouvons dire en conclusion que les politiques annoncées par l'Administration Reagan et les mesures appliquées jusqu'à maintenant permettront au dollar de conserver une position sinon totalement dominante du moins essentielle en tant que « primus inter pares », premier entre ses pairs.

Cependant, le système monétaire multipolaire impose lui aussi de nouvelles obligations aux pays à monnaie-cle. La stabilité des cours de leurs monnaies sur les marchés intérieurs et extérieurs est devenue une nécessité absolue. Tout pays à monnaie-cle, qui laisse la valeur de sa monnaie nationale s'éroder rapidement se trouvera lui-même sujet à de nouvelles contraintes venues de l'extérieur. Mais dans la mesure où ces pays sont décidés à défendre la valeur interne et externe de leurs monnaies, il y a peu de raison de prédire que le système sera en lui-même générateur de crises.

En conclusion, je ne doute guère que le dollar continuera à jouer un rôle directeur prééminent, bien que non exclusif, au sein du système monétaire international. L'abandon de l'étalon-or en 1971 a abouti à un premier ajustement qui a renforcé le rôle que jouent les autres monnaies fortes dans l'économie mondiale. C'est en conséquence un système monétaire multipolaire qui s'est mis en place ; un tel système apparaît clairement mieux adapté au contexte économique international. Les Etats-Unis ne dominent plus l'économie mondiale comme ce fut le cas au cours des années qui ont suivi la Deuxième Guerre mondiale. Au contraire, le nouveau système monétaire multipolaire correspond assez bien aux réalités économiques et financières qui marqueront la décennie 80.

Américains acquérir des actifs en devises étrangères au cas où on les autoriserait à choisir les devises dans lesquelles sont libellés leurs dépôts. Refuser aux résidents américains la possibilité d'ouvrir des dépôts en devises étrangères implique que les autorités redoutent une évasion de capitaux appartenant aux résidents. Sinon, une telle interdiction ne s'explique guère. Il est d'autre part évident que les pays à monnaie forte qui accordent une telle liberté de choix à leurs propres ressortissants — comme la RFA ou la Suisse — n'ont jamais véritablement eu à faire face à d'importantes fuites de capitaux. Tant que sera maintenue cette réglementation on pourra légitimement mettre en doute la confiance qu'ont les autorités américaines dans leur propre monnaie. Une telle équivoque ne pourra être véritablement levée que par l'abolition d'une interdiction aussi peu justifiable.