

## Rapide historique du système monétaire international

L'étude du système monétaire international est au programme de deuxième année.

Ce complément de cours a pour objectif de vous donner quelques points de repère historiques utiles dans le cadre du chapitre consacré au financement de l'économie.

Définition de la notion de système monétaire international (SMI) :

« Un SMI est l'ensemble des règles, des mécanismes et des acteurs visant à organiser et à contrôler les échanges de capitaux entre pays. Un SMI doit assurer plusieurs fonctions : la convertibilité des monnaies, la conversion des prix étrangers en prix nationaux et la définition de la monnaie acceptée comme liquidité internationale. »

(<https://www.ecole-sup-paris.fr/cours-ligne-bts/economie/systeme-monetaire-international>)

### I. L'étalon-or : le SMI de la 1<sup>ère</sup> révolution industrielle à 1914

Dans le système de l'étalon-or, la création monétaire était limitée par le stock d'or disponible à la Banque Centrale avec des contraintes plus ou moins fortes selon les pays (35 % de couverture métallique en France contre 100 % en Angleterre au milieu du 19<sup>ème</sup>, à l'exception de ce qui permet de financer l'État, c'est-à-dire des achats par la Banque d'Angleterre de bons du Trésor).

#### 1. Les mécanismes économiques essentiels de l'étalon-or

- **Des taux de change fixes**

La valeur faciale de chaque monnaie est définie par une quantité d'or. Les Banques centrales s'engagent à changer contre de l'or les billets qui leurs sont apportés et pour lesquels elles ont le monopole d'émission.

La définition métallique de chaque monnaie permet de calculer un taux de change que l'on appelle le pair du change. Exemple : si un franc vaut 0,32 g d'or et un livre 8 g d'or alors une livre vaut  $8/0,32 = 25$  francs.

- **Le taux des changes sur le marché des changes ne peut s'éloigner de  $\pm 0,2$  % de ce taux de change fixe en raison des points de sortie et d'entrée or**

La marge de fluctuation du taux de change d'une monnaie s'explique par le coût de transport et d'assurance de l'or.

Le taux de change effectif résulte en effet de la libre rencontre de l'offre et de la demande d'une monnaie contre devises sur le marché des changes, mais il ne peut varier qu'entre des limites étroites appelées les points d'or.

Pour expliquer ce phénomène, il faut revenir au règlement des paiements internationaux :

- Les débiteurs (ceux qui doivent payer par exemple une marchandise importée) peuvent payer leur dette soit en or, soit en devises. Par exemple un importateur français peut payer en or ou en livre un exportateur anglais.

- Les débiteurs préfèrent souvent régler leurs dettes en devises, c'est-à-dire par lettre de change ou par virement bancaire plutôt que de supporter le coût du transport de l'or.

Les banques étaient donc amenées à acheter des devises pour leurs clients importateurs ou à vendre celles déposées par leurs clients exportateurs. Un marché des changes existait ainsi déjà et c'est sur ce marché qu'un cours libre se formait parallèlement au cours officiel.

Supposons qu'à un moment donné le franc soit moins demandé. Son prix aura tendance à baisser sur le marché des changes par rapport aux autres monnaies, la livre par exemple. La livre devenant plus chère, le débiteur français d'une dette en livre pourra avoir intérêt à acheter de l'or à prix fixe auprès de la Banque de France, à l'expédier en Angleterre et à le vendre à prix fixe contre des livres à la Banque d'Angleterre. Cependant, le coût du transport et les frais d'assurance de l'or impliquent

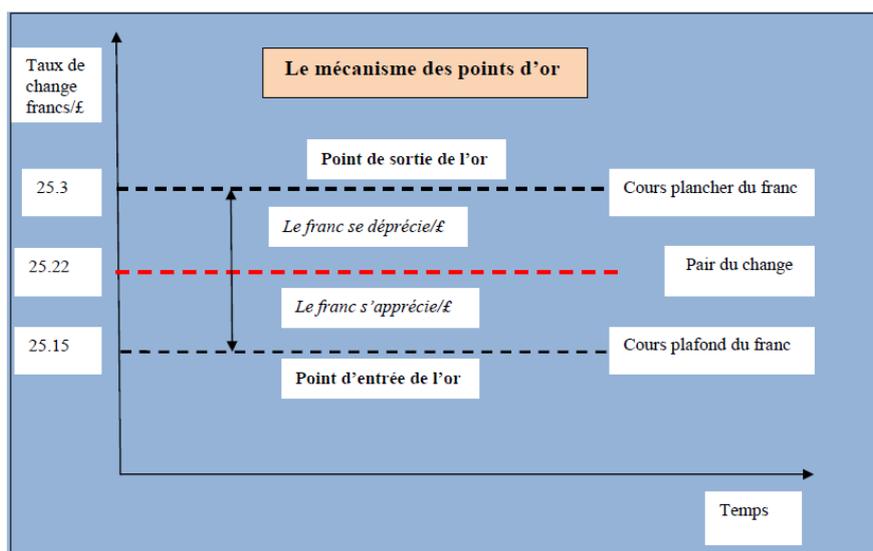
que cette opération n'est rentable que lorsque la monnaie nationale s'est suffisamment dépréciée, c'est à dire que le taux de change a atteint le point de sortie de l'or.

Sur le marché des changes, la demande de livres contre francs disparaît, ce qui fait baisser le prix de la livre et ramène le taux de change effectif à son niveau officiel.

On définit de manière symétrique le point d'entrée de l'or.

Ainsi, le taux de change d'une monnaie peut varier, en régime d'étalon or, entre les limites que forment les points d'or autour de la parité.

### Le mécanisme des points d'or



La possibilité de régler les paiements internationaux en or ou en devises expliquent que les variations du taux de change restent étroitement limitées à +/-0,2% autour du pair. En effet, la parité or des monnaies est restée inchangée du milieu du 19<sup>ème</sup> siècle jusque en 1914.

- **Comme l'émission de monnaie est basée sur la quantité d'or en circulation sur le territoire, un déséquilibre des échanges avec l'extérieur se traduit par de l'inflation ou par de la déflation**

Partons d'un exemple : Excédent des échanges avec l'extérieur => appréciation du change => entrée d'or => augmentation de la masse monétaire => augmentation du niveau général des prix

Explications de ce mécanisme :

- La Banque centrale transforme en billets l'or qui lui est apporté : la masse monétaire (quantité de monnaie à disposition des agents économiques) augmente
- Une augmentation de la quantité de monnaie en circulation va se traduire par une augmentation de la demande en produits nationaux qui va générer de l'inflation (les capacités de production peuvent difficilement augmenter à très court terme)
- Le mécanisme du réescompte (la Banque centrale a plus d'or donc elle peut pratiquer davantage le réescompte et baisse pour cela le taux d'intérêt qu'elle pratique) permet aussi de comprendre que l'augmentation de l'émission de monnaie se traduit par une baisse des taux d'intérêt qui va stimuler l'investissement et donc la demande en bien productifs.

À l'inverse : Déficit des échanges avec l'extérieur => dépréciation du change => sortie d'or => baisse de la masse monétaire => baisse du niveau général des prix

- **L'étalon or permet en outre le rééquilibrage automatique de la balance commerciale**

Déficit commercial => Baisse du niveau général des prix (cf précédemment pour explication du mécanisme) => Renchérissement des importations et Augmentation de la compétitivité-prix des exportations => Baisse des importations et Augmentation des exportations => Rééquilibrage des échanges commerciaux

A l'inverse :

Excédent commercial => Augmentation du niveau général des prix (cf précédemment pour explication du mécanisme) => Renchérissement des exportations et Augmentation de la compétitivité-prix des importations => Baisse des exportations et Augmentation des importations => Rééquilibrage des échanges commerciaux

Conclusion :

- Avantage de l'étalon-or : fixité des taux de change qui permet le développement des échanges internationaux de biens, des services et de capitaux à long terme.

- Inconvénient : à court terme, une dépréciation de la monnaie (qui peut être due à un déséquilibre des échanges avec l'extérieur mais aussi à des attaques spéculatives) se traduit par de la déflation, ce qui provoque une crise. Il y a notamment des crises périodiques au cours desquelles la baisse du niveau général des prix et la hausse des taux d'intérêt (qui vient de la réduction de la base monétaire) se traduit par une baisse de l'activité qui provoque des faillites. Il y a ainsi un ajustement coûteux de l'économie réelle aux variations du taux de change.

## **2. Le fonctionnement réel de l'étalon-or : une contrainte métallique beaucoup moins forte pour la Grande-Bretagne que pour les autres pays**

L'Angleterre va pouvoir garder une balance commerciale déficitaire sans que cela ne provoque de la déflation en raison du fait que la livre va être utilisée dans les règlements internationaux.

En effet, la livre circule au niveau mondial grâce à l'empire colonial britannique qui représente 1/5<sup>ème</sup> de la surface mondiale et 1/4 de la population mondiale.

Avec le développement des échanges internationaux, la livre va progressivement être utilisée à la place de l'or (raison pour laquelle on utilise aussi l'expression d'étalon-sterling pour qualifier l'étalon-or). Dans ces conditions, un déficit commercial ne se traduit pas par une sortie d'or d'Angleterre puisque les livres sont gardées par les non-résidents qui peuvent les utiliser dans les règlements internationaux.

## II. L'entre deux guerres et la mise en place de l'étalon change or

Ce nouveau SMI est également appelé le *gold exchange standard* ou *gold bullion standard*.

Pourquoi un changement de SMI ?

Le financement de la guerre a été permis par la suspension de la convertibilité des monnaies en or. C'est le mécanisme de la « planche à billets » : les Banques centrales émettent plus de monnaies qu'elles n'ont de réserves en or. Concrètement, elles achètent des titres de dette des États sans que la monnaie ainsi créée ne vienne d'un accroissement du stock d'or. Un économiste hongrois (Antal Frekete) a estimé que si l'étalon-or avait été maintenu, la guerre de 1914 n'aurait duré que trois mois faute de moyens pour la financer.

Donc après la guerre le cours des monnaies flote et les stocks d'or se sont drastiquement réduits en Europe : le franc perd 53 % de sa valeur (c'est-à-dire qu'il se déprécie de 53%), la livre 20 %.

Les pays se réunissent en 1922 (conférence de Gêne) pour mettre en place un nouveau SMI.

### 1. Le fonctionnement de l'étalon change or

Le principe : Or  $\Leftrightarrow$  Devises clé  $\Leftrightarrow$  Monnaies périphériques

- **Les devises clé sont rattachées à l'or mais chaque billet n'est pas convertible en or**

Seules les sommes de billets dont la valeur atteint le montant d'un lingot d'or peuvent être convertis en or auprès de la Banque centrale qui gère cette devise clé, l'objectif est de palier à la faiblesse des réserves en or des Banques centrales et d'éviter qu'elles ne s'amenuisent trop rapidement. Le mot de bullion vient de là puisque bullion signifie lingot en anglais.

- **Les pays ayant de faibles réserves en or se définissent par rapport à une devise clé et s'engage à défendre la fixité du change par rapport à cette devise clé**

Au départ la France est une devise clé puis elle deviendra monnaie périphérique en 1936.

En théorie, le GES fonctionne sur le même principe que l'étalon or : un déséquilibre des échanges avec l'extérieur doit se traduire par :

- Une entrée ou une sortie d'or, et l'ajustement de la masse monétaire qui en découle, dans les pays utilisant une devise clé
- Une entrée ou une sortie de devise clé, et l'ajustement de la masse monétaire qui en découle, pour les pays utilisant des monnaies périphériques.

### 2. le fonctionnement réel du *gold exchange standard*

Le SMI qu'est le GES ne va jamais fonctionner :

- Les fuites d'or du Royaume-Uni vont conduire la Banque d'Angleterre à suspendre la convertibilité or de la livre en 1931, son taux de change va devenir flottant et elle va perdre 30 % de sa valeur sur le marché des changes

- La baisse du cours de la livre va provoquer une fuite vers le dollar : les demandes de dollars contre livre puis de dollars en or vont fortement augmenter ce qui va conduire les américains à suspendre la convertibilité en or du dollar en 1933, puis à le dévaluer en 1934 pour revenir à l'étalon or (une once d'or = 35 dollars en 1933, 20,67 dollars en 1934)

- La France va aussi dévaluer sa monnaie en 1928 (franc Poincaré), puis en 1936, date à laquelle le franc devient monnaie périphérique (abandon du gold bullion standard).

Sur le plan économique, les politiques déflationnistes qui ont été nécessaires pour rester dans l'étalon change or en Allemagne, au Royaume-Uni et en France ont entraîné une baisse des salaires nominaux, des conflits sociaux et une montée du chômage.

### III. Le SMI de Bretton Woods (1943-1973)

#### 1. Le fonctionnement théorique

Or  $\Leftrightarrow$  Dollar  $\Leftrightarrow$  Monnaies de 29 pays

Le dollar devient la seule monnaie convertible en or (35 dollars l'once) et s'engage à changer tout dollar contre de l'or. Un taux de change fixe est défini pour chaque devise par rapport au dollar et les pays s'engagent à défendre leur monnaie si le taux de change sur le marché des changes s'écarte de  $\pm 1\%$  de ce cours officiel

Un fond, le FMI, est créé pour favoriser la stabilité des monnaies :

- Chaque pays verse au FMI une contribution dont le montant dépend de son poids dans le commerce mondial (jusqu'en 1976 25 % de la contribution est acquittée en or, le reste en monnaie nationale)

- Si l'intervention d'une Banque centrale sur le marché des changes (achats ou ventes de monnaie nationale contre dollar) n'est pas suffisante pour limiter les fluctuations du taux de change, elle peut obtenir un crédit du FMI proportionnel à sa quote-part (c'est ce qu'on appelle un droit de tirage spécial) :

- o jusqu'à 25 % de la quote-part, la tranche de crédit est automatiquement accordée
- o de 25 à 125 % de la quote-part, le FMI conditionne l'octroi du prêt à des politiques économiques qu'il définit

- Si malgré cela la devise se déprécie trop, le pays peut dévaluer sa monnaie (changer son taux de change officiel), sur accord du FMI si la dévaluation est supérieure à 10 %.

#### 2. Dans les faits, un système déséquilibré qui ne peut pas fonctionner

La place centrale du dollar dans ce SMI génère une asymétrie qui favorise les États-Unis.

Ces derniers ont en effet la possibilité de financer leur déficit commercial avec leur monnaie car cette dernière est acceptée en toute confiance dans les règlements internationaux du fait de sa convertibilité en or. Le déficit extérieur américain conduit ainsi à une émission de dollars (pour payer la différence entre la valeur des importations et celle des exportations) qui se traduit par trois éléments :

1. Une appréciation des autres monnaies qui entraîne des achats de dollars contre devises pour permettre un retour au change officiel

2. Une augmentation de la masse monétaire au niveau mondial qui se traduit par un risque inflationniste

3. Un écart croissant entre le montant des dollars qui circulent au niveau international et les réserves en or des États-Unis.

Le problème du SMI de Bretton Woods est connu sous le nom de dilemme de Triffin (économiste belge professeur à Yale en 1960) : l'approvisionnement de l'économie mondiale en dollars est incompatible avec la convertibilité or du dollar :

- Au niveau mondial, le développement des échanges se traduit par des besoins croissants en dollars

- Mais l'augmentation de la quantité de dollars disponibles au niveau mondial ne peut venir que d'une dégradation du déficit extérieur américain

- Et cette aggravation nuit à la confiance des agents économiques dans le dollar mais aussi creuse l'écart entre le montant des dollars qui circulent et le stock d'or.

Conclusion : l'utilisation du dollar comme monnaie de réserve suppose que cette monnaie soit rare pour que sa valeur soit garantie mais l'utilisation de cette monnaie comme moyen de paiement international implique une abondance de cette monnaie pour suivre l'accroissement des échanges.

### 3. Les dates clé de la chute du système de Bretton Woods

- 1968 : Les accords de Washington

Les banques centrales des principaux PDEM, à l'exception de la France, s'engagent à renoncer à demander la conversion de leurs dollars en or

- 1971 : Nixon annonce la suspension de la convertibilité-or du dollar => fin du GES.

Conséquences :

- Pas de suppression des changes fixes pour autant mais l'Allemagne et le Japon décident de laisser flotter leurs monnaies
- Puis réunion des principaux PDEM au Smithsonian Institute
  - dévaluation du dollar (38 dollars l'once)
  - définition de nouvelles parités pour les monnaies
  - marges de fluctuation portées à  $\pm 2,25\%$

- 1973 : nouvelle dévaluation du dollar (42 dollars l'once) puis flottement général des monnaies décidé

- 1976 : Accords de la Jamaïque

Démonétisation de l'or au niveau international : plus aucune monnaie n'est définie en or.

La liberté est laissée aux Banques centrales, si elles le souhaitent, d'intervenir sur le marché des changes pour réduire les fluctuations des taux de change de leurs monnaies par rapport à d'autres devises, des taux qui peuvent varier librement.

## IV. Le SMI depuis Bretton Woods

### 1. Au niveau économiques, quels sont les avantages des changes flottants ?

Dans un article de 1953, Milton Friedman condamnait vigoureusement les changes fixes et montrait les avantages d'un système de changes flottants :

- Il garantit lui aussi un équilibre des échanges avec l'extérieur :

Déficit extérieur => Dépréciation du taux de change => Baisse du prix des exportations, Augmentation prix des importations => Retour à l'équilibre

- Les changes fixes favorisent la spéculation

Si les spéculateurs s'attendent à ce qu'une monnaie soit dévaluée, ils vendent cette monnaie ce qui est susceptible de l'amener effectivement à se dévaluer. Si la monnaie se dévalue effectivement, ils gagneront de l'argent, si ce n'est pas le cas, ils n'auront rien perdu.

- L'abandon des changes fixes permet une plus grande indépendance nationale

C'est le triangle d'incompatibilité de Mundell : ce triangle permet de montrer qu'il est impossible d'avoir en même temps une autonomie de la politique monétaire, la mobilité des mouvements de capitaux et la stabilité du taux de change.

### 2. Qu'en est-il concrètement du SMI depuis la fin du système de Bretton Woods ?

Certaines Banques centrales défendent le taux de change de leur monnaie en dollar. C'est ce qu'on appelle l'arrimage. Cela leur permet d'attirer les capitaux dans leurs économies. C'est le cas par exemple du Japon.

Des crises de changes sont à l'origine de crise financières puis économiques. Exemple la crise asiatique de 1997 est d'abord une crise de change liée au fait que le Baht thaïlandais était arrimé au dollar et que les autorités thaïlandaises ont annoncé le 2 juillet qu'elles décidaient de le laisser flotter .

La BCE de son côté intervient très peu sur le marché des changes car elle n'a pas d'objectif de change.

On est donc pour ces monnaies dans un flottement impur d'où la notion de guerre des monnaies. Par exemple le président brésilien a déclaré en 2010 qu'avec le quantitative easing les américains faisaient une guerre des monnaies (c'est-à-dire qu'ils cherchaient à déprécier le dollar pour ralentir l'effet récessif de la crise des subprimes sur leur économie).