

## Faut-il un nouveau Bretton Woods ?

Si la question est posée, c'est que la réponse est affirmative.

La conférence de jeudi prochain ne portera pas sur l'ensemble du présent texte, mais uniquement sur la fin. Pour bien comprendre pourquoi il faut un nouveau Bretton Woods, il est nécessaire de faire l'histoire des événements du monde monétaire et financier depuis la fameuse conférence. La position du dollar américain et l'endettement des États-Unis constituent, actuellement, une menace à la stabilité économique internationale et provoquent des injustices inacceptables. L'intérêt général commande une mise en place d'un système monétaire et financier international. Ne soyons pas naïfs : tant et aussi longtemps que les États Unis ne sentiront pas que leurs intérêts sont immédiatement concernés, la situation ne changera pas.

### I - L'étalon-devise, un système boiteux

Depuis deux siècles nous n'avons connu qu'un seul système monétaire international (SMI) : le système de *l'étalon-devise*. Il prit deux formes, d'abord le *système étalon-sterling* qui se muta en *système étalon-dollar*.

Le système de l'étalon-or n'était qu'une chimère résultant de la théorie quantitative de la monnaie qui fonde « *la théorie de l'avantage comparatif* » et qui établit la nécessité *du libre-échange*. Mais la belle construction de Ricardo permit de mieux assurer la domination de la Grande-Bretagne. Le système de l'étalon-change-or (1944), fut une adaptation du premier au profit des États-Unis. À chaque fois que devaient vraiment s'appliquer les règles de la convertibilité-or de ces systèmes, la Grande-Bretagne, puis les États-Unis les suspendirent.


En réalité, la monnaie de l'économie dominante<sup>1</sup> devenait *la monnaie internationale*. L'hégémonie de la Grande-Bretagne et de sa livre sterling correspond à peu près au règne de la reine Victoria (1837-1901). Même si sa suprématie fut contestée dès les années 1880, la rupture se produisit à la Grande Guerre. En 1913, les États-Unis étaient déjà devenus la plus grande puissance industrielle avec plus du tiers de la production manufacturière de la planète. La part de la Grande-Bretagne n'était plus que de 14 %,

---

<sup>1</sup> L'économie dominante est celle dont le système productif est le plus performant, dont le système financier est le plus développé et enfin dont l'armée est la plus puissante.

derrière l'Allemagne bonne deuxième avec 19 %. Du statut de première créancière de la planète, *la perfide Albion* est devenue débitrice de son ancienne colonie les États-Unis d'Amérique. Fidèles à *la doctrine Monroe*, les Américains refusèrent de s'impliquer sur le plan international. L'impossibilité de rétablir l'étalon-sterling<sup>2</sup> (sous le couvert de l'étalon-or) et la Crise amenèrent plus de vingt ans d'instabilité monétaire. À cette époque, le problème principal de la Grande-Bretagne, maintenant déficitaire dans son commerce international, était sa balance sterling à éponger, c'est-à-dire le remboursement des livres sterling dispersées aux quatre coins de la planète.

## Les aléas du système étalon-devise

de 1840 à 1880	<i>la Grande-Bretagne est dominante</i>	£
de 1880 à 1913	<i>la concurrence</i> (États-Unis, France, Allemagne)	£
de 1914 à 1918	<i>la rupture</i>	£
de 1919 à 1939	<i>l'instabilité</i> , les Etats-Unis dominants mais refusent de prendre la place	\$
de 1945 à 1960	<i>les États-Unis sont dominants et en place</i>	\$
de 1961 à 1967	<i>la concurrence</i> (Europe, Japon)	\$
de 1968 à 1970	<i>la fin de l'Accord de Bretton Woods</i>	\$
de 1971 à 1985	<i>l'instabilité</i> , édification de la domination financière	\$
de 1986 à 2002	<i>le dollar refuge instrument</i> <i>de la domination financière</i>	€ ¥
 ? \$ <i>la nécessité d'un nouveau Bretton Woods</i> ? monnaies régionales € ! ¥		

Pour sa part, l'étalon-dollar fut institué à Bretton Woods en 1944. Toutes les monnaies devaient se définir en fonction du dollar et maintenir cette parité fixe (à  $\pm 1\%$ ). Seul le dollar avait une équivalence à l'or (35 USD l'once d'or). Les États-Unis étaient

<sup>2</sup> Les Britanniques s'obstinaient à vouloir rétablir la parité-or d'avant-guerre de la livre sterling, **dont l'once valait** [celle-ci était la même] depuis 1816, [l'once est à] 3 livres 17 shillings et 10 pence et demi.

devenus la puissance dominante, première en tout. La livre sterling était détrônée par le dollar qui se cachera lui aussi derrière l'or, mais pour moins longtemps.

*La Conférence monétaire et financière des Nations unies* de Bretton Woods (New Hampshire) a réuni 45 pays et conduit à un Acte final signé par 44 pays (du 1<sup>er</sup> au 22 juillet 1944). Cette conférence n'est pas importante uniquement parce qu'elle a permis de mettre sur pied des institutions qui joueront un grand rôle sur le plan international (*le Fonds monétaire international (FMI), la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD) et les Accords généraux sur le commerce et les tarifs (GATT)*). Non, Bretton Woods doit être retenue comme le lieu où furent mises en place des règles qui permettront la consécration du dollar des États-Unis au statut de la monnaie internationale, plutôt de *monnaie universelle*.

#### *Les faiblesses de l'Accord*

Dans le nouvel ordre économique mondial d'après-guerre, la place des États-Unis et le statut du dollar sont centraux. Ne disait-on pas que *le dollar était aussi bon que l'or* ? Chaque pays s'engageant à fixer et à maintenir la valeur de sa monnaie par rapport au dollar, il se doit ainsi d'intervenir sur le marché des changes pour respecter cet engagement. Mais ces interventions ne se font que contre le seul dollar, unique liquidité à détenir pour ces opérations. Par exemple si l'Allemagne et la France, chacune de leur côté, assuraient leur parité face au dollar, alors la parité entre le mark et le franc était respectée. Le dollar est donc la liquidité internationale, c'est-à-dire la monnaie détenue par les autorités officielles, qui permettait et qui permet encore d'ajuster le taux de change.

Comment obtenir cette devise si fondamentale pour respecter les engagements contractés en devenant membre du FMI ? Pour acquérir ces dollars, il faut un surplus commercial ou financier avec les États-Unis : *vendre plus aux Américains que l'on achète* ou accepter les investissements en dollars. Ce qui revient à dire acheter des dollars avec des marchandises produites, réelles, ou vendre une partie du patrimoine national. Mais ces dollars ne sont qu'une dette émise par le système bancaire américain. Qu'est-ce que cela signifiait ?

a) Que l'augmentation de la liquidité internationale, le dollar, exigeait un déficit du compte courant ou du compte capital de la balance des paiements des États-Unis. Pour que

la liquidité internationale augmente, il faut que les États-Unis aient un déficit extérieur. De ce fait l'offre des liquidités internationales repose sur les aléas d'une économie nationale, et non sur l'évolution de l'économie mondiale. On pourrait donc retrouver en pénurie ou en excédent de liquidité internationale en fonction du solde du commerce extérieur des États-Unis. Voilà qui va à l'encontre de l'intérêt général dirait J. M. Keynes.

b) Que les États-Unis pouvaient payer leurs achats à l'étranger (marchandises, actions, titres) avec leurs dollars en sachant que ces mêmes dollars ne seraient pas utilisés pour acheter des produits ou titres américains, mais seraient gelés dans les coffres des Banques centrales du reste du monde, ou dans ceux des banques commerciales. Les Américains se retrouvaient dans la situation *de pouvoir acheter sans vendre alors que les autres doivent vendre pour acheter*. Cette non-symétrie parmi les acteurs est source de discriminations défavorables au commerce mondial.

c) Qu'une masse importante de dollars serait hors des États-Unis, détenue par les autorités monétaires, mais aussi par des entreprises, des particuliers et des banques commerciales. Une telle répartition de la liquidité conduit à une perte de contrôle des flux des capitaux et donc une perte d'efficacité des politiques monétaire et financière.

d) Qu'une monnaie de crédit pouvant être créée par des banques privées, celle des États-Unis, devienne la liquidité internationale, ne correspond pas nécessairement à l'intérêt général. Contrairement à l'or qui était un produit, un avoir net, le dollar lui n'est qu'une dette, un passif, un engagement du système bancaire des États-Unis.

Ainsi, avoir attribué à une monnaie nationale un rôle de monnaie internationale est déjà la cause de la grande faiblesse du système. Encore plus, avoir voulu fixer à jamais la valeur de l'or, à 35 USD l'once, voilà qui relève d'une certaine candeur, pour ne pas dire d'une incompetence avouée (on n'avait prévu aucun mécanisme d'ajustement de la valeur du dollar !). Ainsi, le dollar américain ne saurait être dévalué ! La parité de 1934, qui est maintenue en 1944 et qui sera confirmée solennellement par le président Kennedy, à son arrivée à la Maison-Blanche en 1961, un peu comme un dogme, est aussi très surprenante. De 1934 à 1960, les prix avaient été multipliés par 2,2 rendant le maintien de cette parité totalement illusoire (Denizet, 1985, 34). Cette contradiction sera connue sous le nom de *dilemme de Triffin*. Cet économiste belge, installé l'Université Yale (Connecticut), posa le dilemme : soit les États-Unis luttent contre leur déficit extérieur et alors les dollars

étaient rares, ralentissant ainsi le développement de l'économie mondiale ; soit ils ne faisaient rien, laissant les dollars devenir abondant, remettant ainsi en cause la parité fixe dollar-or. Le problème surgit dès les années 60.

Keynes, qui connaissait bien les cycles économiques, avait inventé une monnaie internationale, *le bancor*, dont il ne fallait pas défendre la parité, puisqu'il n'y avait pas de marché pour lui. Ce qui n'est pas le cas du dollar. De plus, le FMI de Bretton Woods n'est pas une banque, puisqu'elle ne crée pas de monnaie, contrairement à l'Union Internationale de Compensations de Keynes (*International Clearing Union*, d'abord appelée *International Currency Union* (ICU)) qui pouvait créer des bancors au rythme des besoins de l'économie mondiale.

Le système d'étalon-dollar-or d'après-guerre, par la rigidité de ses règles, les parités fixes, rendait impératif le contrôle des liquidités internationales par les autorités monétaires. En particulier, l'alimentation en dollars devait être rigoureusement surveillée pour contrer tout déséquilibre, ce qui ne se fit pas. C'eut été mettre sous tutelle la première puissance mondiale ! Comment contraindre les États-Unis à réduire leur déficit extérieur ?

#### *Les conséquences du rôle donné au dollar*

La position du dollar est *la condition nécessaire* au désordre monétaire et financier actuel, qui n'a fait que croître en quarante ans. Alors que *la condition suffisante* est la création d'un marché de devises. Mais n'oublions pas que le statut qu'a obtenu le dollar à Bretton Woods est à l'origine de *la privatisation de la détention des liquidités internationales*. En effet, le statut du dollar, monnaie universelle, amène une demande privée. Le développement extraordinaire, de ce que l'on a appelé « l'euromarché », va conduire à l'écrasement du système de l'étalon-dollar-or en dix ans.

### L'écrasement de l'étalon-dollar-or par le marché

1958	La fin l'Union Européenne des paiements (UEP)	
1960	Octobre, 1 <sup>re</sup> Crise du dollar et de l'or, 40 USD	
1961	Création du Pool de l'or	création des « bons Roosa »
1964	Crise de la livre sterling	
1965	La France quitte discrètement le Pool de l'or	
1967	La livre sterling dévalue de 17 % Forte spéculation contre le dollar et donc sur l'or	
1968	Du 15 mars au 1 <sup>er</sup> avril on ferme le marché de l'or à Londres Suppression du Pool de l'or, en mars, en six mois il avait perdu 2417 tonnes d'or Création du double marché de l'or	
1969	Dévaluation du franc Flottement du mark, en septembre Création de l'Union monétaire Européenne	la fin « de fait » de Bretton Woods
1970	Janvier, le 1 <sup>er</sup> , première allocation de DTS	
1971	Août, le 15, les mesures Nixon, fin de la convertibilité-or du dollar Le stock privé de liquidités internationales dépasse celui des autorités monétaires	
1975	Août, le 31, le prix officiel de l'or est aboli	
1976	Janvier, l'Accord de la Jamaïque <b>la fin officielle de Bretton Woods</b>	

## II - Des marchés financiers de plus en plus dominants

### *Le début 1958-1971*

*La privatisation de la détention des liquidités internationales* a été le principal facteur qui a influé sur l'évolution du système monétaire et financier international. Cette privatisation découle directement de Bretton Woods. Ce phénomène a été simplement synonyme de la création, dans les années 1950, d'un marché financier international privé : *l'euromarché*. La détention privée de liquidités internationales constituait une fuite hors des circuits officiels et une source d'instabilité pour le système monétaire international établi à Bretton Woods. La spéculation contre le dollar, les déboires du Pool de l'or et les fluctuations des taux de change ont reflété la concurrence entre le système privé et le système public et la perte de ce dernier. L'euromarché remettait en cause une conception du monde basée sur une vision strictement nationale qui réduisait les rapports internationaux à une simple sommation des

activités nationales. Avec la création de l'euromarché, un nouvel élément s'ajoutait à ce tout, un espace international s'additionne aux espaces nationaux.

L'euromarché répondait à deux types d'impératifs. Le premier était le développement du commerce mondial sous l'égide des firmes multinationales, entraînant ainsi une demande de liquidités dépendant de critères autres que ceux des autorités monétaires. Il s'agissait non pas d'assurer la stabilité des taux de change et l'équilibre des paiements, mais plutôt de soutenir des opérations commerciales et financières privées. Le second type d'impératifs, lié au premier, était la remise en cause de l'ordre instauré à Bretton Woods. La contestation de l'hégémonie américaine témoignait de la puissance économique de l'Europe et du Japon et marquait le début de la guerre entre ces trois blocs pour occuper une place dominante.

Le marché des eurodevises, essentiellement en dollars, est *l'extériorisation* du marché monétaire et financier de New York. Il existait une demande de dollars hors des États-Unis à satisfaire. Les banques américaines vont installer des succursales à l'étranger et les alimenter en dollars, des dollars créés par le système bancaire américain. Cette offre sera stimulée par la politique monétaire des autorités américaines. Par exemple, pour lutter contre l'inflation, on plafonne les taux d'intérêt sur les dépôts aux États-Unis, encourageant les détenteurs de dollars à les placer dans les eurobanques plus généreuses. De même, pour limiter le déficit du compte financier de la balance des paiements, on a voulu limiter les emprunts étrangers sur le territoire américain, gonflant d'autant la demande de dollars sur l'euromarché qui appelait encore plus dollars. Cette situation paradoxale est le résultat de l'utilisation d'une monnaie nationale comme monnaie internationale. Lorsqu'en 1971, le stock des liquidités sur l'euromarché dépassera celui des autorités monétaires, la perte de contrôle de ces dernières sera complétée.

Après le rejet des règles de Bretton Woods, rien ne fut proposé pour arrêter la croissance de la balance extérieure des dollars, c'est-à-dire les dollars détenus par des non-Américains. Au contraire, le dollar fut de plus en plus utilisé. La position extérieure des États-Unis était très mauvaise, elle aurait dû entraîner une défiance face au dollar, mais l'absence d'alternative valable expliqua le maintien de sa demande.

### *Des changements quantitatifs et qualitatifs*

Une fois autonome, le marché financier international va s'adapter en fonction de l'évolution des risques dans un contexte d'instabilité monétaire et financière.

Les années 70 sont marquées par l'arrivée massive de fonds dans l'euromarché. Les deux chocs pétroliers (1973 et 1979-1980), à eux seuls, furent responsables du *recyclage* de 256 milliards USD. De ce total, 124 milliards furent déposés dans les eurobanques et, le reste, 132 milliards furent placés dans les pays industrialisés (investissements directs, valeurs mobilières). C'est aussi à cette époque, après 1975, que les banques lanceront une offensive dans *le financement du développement*. Très rapidement, elles supplanteront le secteur public, d'autant plus facilement que les économies des pays industriels étaient en *stagflation*, inflation et chômage simultanément. La faiblesse des taux d'intérêt réels en occident, qui ont même été négatifs, sera une autre bonne raison qui incitera les banques à prendre cette direction.

En cinq ans, 156 milliards USD, essentiellement sous forme d'euro-crédits seront déversés dans les pays du Tiers monde. Ces crédits seront surtout dirigés vers les pays qui semblent les plus solvables : producteurs de pétrole (Mexique, Venezuela, Nigeria) et à régime solide (Argentine, Brésil). Durant cette période, les pays du Tiers monde hors OPEP, décaissèrent 132 milliards d'intérêt à l'étranger (dont 97 milliards aux eurobanques) et accumulèrent 143 milliards de déficit commercial. Cet endettement ne semblait pas causer problème pour l'instant. Ne prévoyait-on pas un baril de pétrole à 100 USD pour 1985 !

Cette privatisation de l'endettement entraîne de nouvelles conditions de crédit. Termes plus courts que les crédits de l'aide publique, mais surtout des intérêts à taux variables. N'oublions pas que c'est durant les années 70 que s'implanta la pratique de ces taux d'intérêt. Ainsi, le risque de fluctuation des taux d'intérêt passe du créancier au débiteur, ces derniers seront fragilisés. Ce changement prendra tout son sens au début des années 80, lorsque les taux atteindront des sommets records (le taux d'escompte de la Banque du Canada dépassera 21 % en août 1981).



### Les années 80

Les économistes libéraux sont de retour au pouvoir, après trente ans d'exil. La Banque du Canada s'était déjà convertie au monétarisme en 1975. Margaret Thatcher (1979 à 1990) et Ronald Reagan (1981 à 1988) sont au pouvoir et seront les grands propagandistes de la Révolution libérale ou néo-libérale. Au Canada, Brian Mulroney est attendu (1984) et les discussions sur un accord de libre-échange Canada-États-Unis sont en cours. Déréglementations et privatisations sont à l'ordre du jour.

#### Encours des prêts bancaires internationaux nets <sup>1</sup> (1959 à 2001)

en milliards de USD

1959	<b>3</b>	1975 I	<b>260</b>	1984 I	<b>1 380</b>	1992	<b>3 645</b>
1961	<b>5</b>	1975 II	<b>280</b>	1984 II	<b>1 777</b>	1993	<b>3 845</b>
[...]	-	1976	<b>350</b>	1985	<b>1 882</b>	1994	<b>4 035</b>
1968	<b>30</b>	1977	<b>425</b>	1986	<b>2 082</b>	1995	<b>4 365</b>
1969	<b>48</b>	1978	<b>535</b>	1987	<b>2 382</b>	1996	<b>4 785</b>
1970	<b>60</b>	1979 I	<b>665</b>	1988	<b>2 607</b>	1997	<b>5 285</b>
1971	<b>72</b>	1979 II	<b>785</b>	1989 I	<b>2 640</b>	1998	<b>6 649</b>
1972	<b>98</b>	1980	<b>945</b>	1989 II	<b>2 875</b>	1999	<b>6 662</b>
1973	<b>134</b>	1981	<b>1 110</b>	1990	<b>3 340</b>	2000	<b>7 607</b>
1974 I <sup>2</sup>	<b>156</b>	1982	<b>1 205</b>	1991 I	<b>3 420</b>	2001	<b>7 972</b>
1974 II	<b>220</b>	1983	<b>1 290</b>	1991 II	<b>3 480</b>		

Source : Banque des règlements internationaux. *Rapport annuel*, diverses années, et le *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2001.

<sup>1</sup> Excluant les duplications d'écritures attribuables aux dépôts successifs entre banques.

<sup>2</sup> Le nombre de pays où les données sont répertoriées, « la zone déclarante », a augmenté à plusieurs reprises. Il y a donc un manque de continuité dans les données.

La décennie s'ouvre avec une nouvelle récession dans les pays du Nord, accentuée par des politiques anti-inflationnistes sévères. La baisse du prix du pétrole qui s'ensuivit, et les taux d'intérêt très élevés conduisirent à la crise d'endettement des pays du Tiers monde. Il est coutume de situer l'émergence de la crise à l'été 1982, lorsque le Mexique suspendit les paiements de son service de la dette. Le vendredi 13 mai 1982 (pour les superstitieux) le Mexique ferma son marché des changes et le dimanche 15 mai 1982, il fit connaître qu'il risquait de ne plus honorer ses échéances internationales. C'était le début d'une longue succession de suspensions de paiements des services de la dette dans le Tiers monde. Les grandes banques internationales fermèrent aussitôt le robinet des crédits. Mais, heureusement pour elles, au même moment, les pays industrialisés avaient à leur tour des

besoins importants de financement. Les banques ont de nouveaux clients plus solvables. On ferme au Sud, on ouvre au Nord.

Pour limiter leurs risques, les banques subordonnent l'octroi de nouveaux concours aux pays déjà endettés à une condition : que ces pays aient préalablement conclu un accord avec le FMI assorti d'un programme d'ajustement plus ou moins draconien.

**Variation annuelle des prêts des banques déclarantes \* au Tiers-monde (hors OPEP)**

<i>en milliards de USD</i>	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	Stock fin 1985
Amérique latine	+ 23,2	+ 27,4	+ 30,5	+ 12,1	+ 7,8	+ 5,7	+ 1,3	+ 217,9
Moyen-Orient	+ 1,2	+ 2,1	+ 2,3	+ 1,7	+ 0,3	- 0,3	- 0,4	+ 15,9
Afrique	+ 2,7	+ 2,0	+ 2,0	+ 1,7	+ 0,6	+ 0,1	+ 0,4	+ 21,1
Asie	+ 8,2	+ 7,4	+ 5,1	+ 4,3	+ 3,5	+ 4,9	+ 7,2	+ 94,7
<b>Total</b>	<b>+ 35,3</b>	<b>+ 38,9</b>	<b>+ 39,9</b>	<b>+ 19,8</b>	<b>+ 12,2</b>	<b>+ 10,4</b>	<b>+ 8,5</b>	<b>+ 349,6</b>

Source : Banque des règlements internationaux. 1986. *Rapport annuel*, p.109.

\* Les banques dont la Banque des règlements internationaux obtient les données, ± 95 % de toutes les opérations

Partout, spécialement aux États-Unis, on réduit les charges fiscales des hauts revenus pour encourager les entrepreneurs à entreprendre et ainsi à faire redémarrer l'économie. C'est la *reaganomics*, l'application de la nouvelle *théorie de l'offre*. Cette dernière nous dit qu'à court terme il y aura déficit budgétaire, mais à terme la reprise l'effacera. Malheureusement hauts revenus et entrepreneurs ne sont pas synonymes. En 1985, le déficit budgétaire américain dépassera les 300 milliards USD.

Les nouveaux revenus disponibles ne serviront pas ou peu à entreprendre. Ils seront investis en bourse et dans l'immobilier. Ces deux secteurs connaîtront des booms spectaculaires et des déconfitures tout aussi remarquables (krachs des cours de la bourse en 1987 et en 1989, effondrement du marché immobilier à la fin des années 80).

L'évolution des marchés financiers, dans les années 80, fut marquée par une croissance exponentielle, par une concurrence accrue, par une instabilité plus grande et surtout par l'innovation financière, ce que l'on appela les produits hors bilan. D'une part, l'instabilité des taux de change et des taux d'intérêt, à cette époque, firent augmenter *les risques dits de marché*. Pour se prémunir contre ces risques, l'utilisation des *instruments dérivés* se généralisa. D'autre part, la fragilisation des débiteurs (*risque de crédit*) modifia les pratiques des établissements financiers, notamment le recours grandissant à *des substituts au crédit* hors bilan. Ces changements furent source de préoccupation pour les

autorités de tutelle et de surveillance. Pouvait-on éviter les difficultés de trésorerie des établissements ?

Les pratiques prudentielles et comptables en vigueur il y a vingt ans n'étaient pas aptes à saisir tous ces changements. La mise en place de nouvelles normes comptables et prudentielles pour les établissements financiers s'imposait.

Les nouveaux instruments financiers [...] présentent de nombreux avantages pour les opérateurs [...]. Mais, en même temps, ces instruments sont eux-mêmes porteurs de risques [...]. Ces risques, bien qu'ils puissent avoir des répercussions importantes sur les résultats et la situation financière des entreprises, n'apparaissent souvent pas dans leurs états financiers (OCDE, 1988, 3).

Sous l'égide de la Banque des règlements internationaux (la BRI) et de son *Comité de Bâle*, les autorités de tutelle adoptèrent, en juillet 1988, de nouvelles normes internationales à appliquer par les établissements financiers. Aujourd'hui, les banques canadiennes et les sociétés de fiducie et de prêt sous juridiction fédérale doivent respecter *les normes de fonds propres* prescrites par le Surintendant des institutions financières du Canada. Les anciennes réserves obligatoires que les banques devaient garder ne répondaient pas aux nouveaux risques. Les réserves faisaient contrepartie au seul risque de retrait des dépôts dans les banques. Avec l'existence de l'Assurance dépôt (1967), un tel risque n'existe plus. D'aucune façon, les réserves ne permettent de se protéger des nouveaux risques. La Loi des banques de 1991 abolira, d'ailleurs, pour les banques à charte l'obligation de détenir des réserves de liquidité.

Dans un contexte d'incertitude, les établissements financiers vont vouloir aussi diversifier leurs opérations pour encore plus réduire leurs risques. Ce décroisement sera entériné par les modifications apportées au cadre législatif et réglementaire (la loi des banques de 1991, nouveau rôle du BSIF).

### **III - La période 1991-2002 : rien ne va plus**

La période s'ouvre une nouvelle fois sur une récession au Nord. Les crises financières et monétaires, dans les pays dits *en transition*, sont catastrophiques. La spéculation devient la norme. Les petites monnaies sont ballottées, la stabilité monétaire n'existe plus. Bretton Woods n'est plus qu'un rêve lointain. Deux grandes caractéristiques à cette période : les crises monétaires et financières seront des *crises de liquidité* et non de solvabilité, comme

dans les années 80 ; le dollar sera de plus en plus une valeur *refuge*, malgré ou à cause du sur-endettement des États-Unis.

### *Les crises de liquidité*

Toutes les crises monétaires et financières des années 90, dans *les pays émergents*, reposent sur un même scénario, à peu de choses près. Elles ont toutes comme préalable *l'ancrage des monnaies nationales au dollar*. Éliminer ainsi le spectre de la dévaluation garantissait la stabilité de la valeur de l'actif des investisseurs étrangers et, on l'espérait, leur venue. Cette garantie était d'autant plus nécessaire que la volatilité des placements était grande et la dépendance à l'égard des flux bancaires à court terme de certains emprunteurs était forte (70% du total de la dette bancaire de la Thaïlande et de la Corée était à court terme (BRI, 1997, 135)). Tout va bien, tant et aussi longtemps que le dollar est stable, mais s'il s'apprécie alors les problèmes surviennent.

La croissance de ces pays reposait essentiellement sur les exportations. Pour certains, comme les pays du Sud-Est asiatique, vers les pays industrialisés et le Japon en particulier. Toute hausse de la valeur de leur devise réduirait leur compétitivité sur les marchés extérieurs. Au milieu de 1996, la devise américaine avait commencé une ascension continue mettant ainsi en évidence la contradiction entre les entrées de capitaux étrangers et l'équilibre du compte commercial de la balance des paiements.

### **Flux de capitaux privés nets vers les économies émergentes**

<i>en milliards de USD</i>	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Total	42,8	97,4	107,0	128,6	142,3	211,4	224,7	115,2	66,2	67,4	36,4
dont :											
Investissement direct	19,0	32,2	35,7	57,9	81,0	95,8	119,5	141,3	151,6	154,6	141,9
Investissement de portefeuille	-0,9	25,1	62,7	76,8	105,0	41,4	79,6	39,4	0,3	4,8	17,3
Autres *	24,6	40,1	8,5	-6,1	-43,7	74,2	25,6	-65,6	-85,6	-91,9	-122,8

Source : Banque des règlements internationaux. 2002. « Activité bancaire et financière internationale », *Rapport trimestriel*, mars, p. 60.

\* Y compris prêts bancaires.

Devant un taux de change trop élevé pour continuer à exporter, les entreprises ne pouvaient plus faire face à leurs obligations financières. Les anticipations de dévaluations firent leur œuvre. L'arrêt du financement de portefeuille extérieur et le non-renouvellement

des prêts bancaires à court terme sont venus provoquer les nécessaires dévaluations monétaires. Le sort de l'Argentine nous est révélé tous les jours, mais cela fut le cas du Mexique (1994), du Sud-Est asiatique (1997) et du Brésil (1998).

Prenons l'Asie du Sud-Est comme modèle. Dans cette région, la hausse des taux d'intérêt de court terme pour sauver les meubles, les quelque 57 milliards de dollars mobilisés par le FMI pour répondre à une dette de court terme ou encore les changements de ministre rien n'y fit, la débâcle pulvérisa toutes les lignes de défense. Chaque jour l'ampleur de la crise devenait plus grande. Par exemple, d'abord évalué à 20 milliards de dollars, la dette des banques et des conglomérats coréens a été multipliée par plus de dix en deux mois. Les dévaluations des monnaies et les rationalisations d'entreprise préconisées par le FMI et la Banque mondiale, gonfleront la masse des pauvres. Les entreprises qui n'auront pas déposé leur bilan et les établissements financiers qui n'auront pas fermé leurs portes ne peuvent plus espérer le retour des capitaux étrangers. En quelques semaines, la région sera vidée de centaines de milliards de dollars. Le transfert de richesse a été d'autant plus rapide que les investisseurs eurent tous le même comportement, qu'ils soient des étrangers ou des nationaux. Tous vers le refuge ultime : le dollar.

« Les crises financières récentes ont ébranlé les opinions acquises sur la stabilité relative de divers flux de capitaux. Longtemps, les prêts bancaires ont été réputés plus stables que les financements par émission de titres, [...] : les banques prêteuses, ne pouvant aisément revendre ces créances sur le marché secondaire, accordent davantage d'importance aux données économiques fondamentales. Pourtant, la part croissante des prêts bancaires à court terme dans la première moitié des années 90 a sérieusement mis en doute cette stabilité présumée, car elle a permis aux banques de réduire rapidement leur exposition. Ces fermetures de lignes de crédit ont contribué à accentuer la volatilité des marchés durant la crise asiatique, créant de graves difficultés pour les pays de la région » (BRI, 2002, 59-60).

Monsieur Alan Greenspan évaluait à 700 milliards de dollars les pertes des investisseurs dues à la crise asiatique. Pertes en grande partie théoriques puisqu'il s'agit de gains non réalisés. Somme toute, selon ce dernier, la crise asiatique aura eu un effet « salutaire » sur l'économie américaine en contribuant à contenir l'inflation, à maintenir les produits importés de ces pays bon marché et la baisse des exportations vers ceux-ci amputera la croissance intérieure des États-Unis. En effet, en 1997, malgré la plus grande croissance du PIB américain en neuf ans (3,8%) et un taux de chômage très faible (4,7%) l'inflation reste absente du tableau. Monsieur Greenspan était un homme heureux !

Le bonheur des uns fait parfois le malheur des autres. Le reflux des capitaux vers les États-Unis, d'Asie mais aussi d'ailleurs, propulsa encore plus la devise américaine vers de nouveaux sommets. Valeur refuge de capitaux très nerveux, le dollar connaît, dans la seconde moitié de la décennie, une forte appréciation face aux autres monnaies, même pour les devises dites fortes. Les États-Unis étaient la seule région en croissance. Le cas de l'euro est révélateur, quelques mois après son lancement, le 1<sup>er</sup> janvier 1999, il perdit 25 % de sa valeur face au dollar. La situation de notre dollar nous est connue et pourtant les États-Unis ont d'énormes déficits commerciaux ? [pourquoi un point d'??] Les flux de capitaux, vers le dollar, expliquent ce paradoxe.

### *Le dollar roi*

Depuis dix ans, les États-Unis ont accumulé un déficit de leur compte commercial de plus de 2 000 milliards USD, le record étant le déficit de l'an 2000 avec 450 milliards. Les étrangers détiennent donc de plus en plus de créances sur les Américains. Par réciprocity comptable, ces derniers voient leurs engagements augmenter d'autant. Un tel déficit du compte commercial aurait dû donner un dollar faible, mais c'était sans compter sur la forte demande du dollar pour fin *de précaution spéculative*.

Le « Department of Commerce » publie la position extérieure des États-Unis en termes d'avoirs et d'engagements. Il s'agit du résultat, du stock accumulé qu'a dégagé année après année la balance des paiements. Ce bilan est devenu négatif en 1990. L'endettement net n'a cessé d'augmenter dans les années quatre-vingt-dix pour atteindre plus de 2 187 milliards en l'an 2000. Les étrangers ont des avoirs sur les États-Unis de 9 377 milliards, alors que les américains ne possèdent que 7 190 milliards. Au 31 décembre 2000, si les États-Unis avaient déposé leur bilan, ils n'auraient pas pu couvrir leur endettement extérieur. Ils n'étaient donc pas solvables, leur ratio de solvabilité était 0,767, c'est un état de faillite (le ratio du Canada était de 0,762). Mais les États-Unis ne sont pas une entreprise et leurs créanciers ont d'autres objectifs que ceux d'une entreprise. Ils ne veulent pas être remboursés !

Les non-Américains utilisent ces créances américaines entre eux, un peu comme on le fait avec la dette d'une banque. Les clients d'une banque utilisent leurs dépôts, qui représente la dette de la banque, comme instruments de paiement. Par chèque, par

transferts électroniques, les clients des banques soldent leurs transactions en se remettant les dettes des banques. Plus votre dépôt est bien alimenté, plus vous prêtez à votre banque. La situation est la même pour les États-Unis, ils sont la banque de la planète ou plutôt du reste de la planète. Comme au niveau national où les banques commerciales assurent la quasi-totalité de l'émission de la monnaie, les États-Unis ont le même privilège au niveau mondial. Les agents économiques de la planète ont besoin des créances sur les États-Unis pour transiger, ils sont donc prêt à faire crédit aux États-Unis à la hauteur de leurs besoins. C'est en ce sens qu'ils ne veulent pas être remboursés.

### Le bilan des investissements internationaux des États-Unis

<i>en milliards de \$ÉU</i>	1990	1995	2000
<b>Avoirs</b> (ce que les américains possèdent sur les étrangers)			
investissements directs à l'étrangers *	731,8	1 307,2	2 467,8
investissements de portefeuille	342,3	1 169,6	2 406,5
réserves officielles	174,7	176,1	128,4
(dont l'or)	(102,4)	(101,3)	(71,8)
(dont devises)	(52,2)	(49,1)	(31,2)
autres investissements	1 045,3	1 220,8	2 187,2
(dont les banques)	(695,7)	(768,1)	(1 276,7)
<b>total</b>	<b>2 294,1</b>	<b>3 873,6</b>	<b>7 189,8</b>
<b>Engagements</b> (ce que les étrangers possèdent aux États-Unis)			
investissements directs des étrangers *	539,6	1 005,7	2 736,9
investissements de portefeuille	613,1	1 329,9	3 603,7
avoirs officiels étrangers	373,3	671,7	922,4
autorités monétaires	85,9	169,5	251,8
autres investissements	846,7	1 115,4	1 862,5
(dont les banques)	(633,3)	(815,0)	(1 139,8)
<b>total</b>	<b>2 458,6</b>	<b>4 292,3</b>	<b>9 377,2</b>
(avoirs - engagements)			
<b>le solde</b>	<b>-164,5</b>	<b>-418,7</b>	<b>-2 187,4</b>

sources : FMI, *Statistiques financières internationales*. July 2001.

\* À la valeur du marché.

b des p US

Plus la dette américaine s'élève, plus les créanciers vont soutenir le dollar pour ne pas perdre leur propre richesse. La position privilégiée des États-Unis est unique et leur a été attribuée à Bretton Woods en 1944. Mais, jusqu'au cela peut-il aller ?

### *Les privilèges du \$*

Le système monétaire international établi à Bretton Woods, même s'il est bien mort depuis plus de trente ans, a permis de donner au dollar américain un statut très privilégié. Les États-Unis ont le privilège d'émettre la monnaie internationale. Ils sont, à la fois, État, banque centrale et banque de dépôt. *Leur dette extérieure sert de monnaie pour tous les autres.*

Les États-Unis possèdent ainsi un véritable droit seigneurial sur toutes les autres nations. Les devises étrangères, en 2000, dans les réserves officielles des États-Unis représentaient 31,2 milliards (Survey of Current Business, 2001, D-58). Par contre, le reste de la planète doit engranger un maximum de dollars pour sauvegarder la valeur de leur monnaie (1 212 milliards en 2000). Sur la base des seules réserves officielles, les Américains obtiennent un prêt de l'ordre de 1 180 milliards, leurs créanciers ne réclamant pas d'être remboursés. Le paradoxe ici est le suivant : ***plus les Américains sont endettés, plus le dollar est fort et plus les autorités monétaires, hors États-Unis, ont besoin de dollars pour soutenir leur monnaie.*** Si l'on ajoutait à ces dollars ceux détenus pour fins de transactions privées (légale ou non), certaines estimations évaluent à 10 000 milliards le total des dollars hors États-Unis.

Tout déficit du compte courant américain est financé, par symétrie comptable, par un surplus du compte financier. Ce surplus constitue une augmentation des engagements extérieurs des États-Unis, un prêt accordé par le reste du monde aux États-Unis. Les américains vivent à crédit et le reste du monde est d'accord, les encourageant même. Car tout revirement qui constituerait un manque de confiance envers le Seigneur, en faisant chuter le dollar ruinerait une bonne partie de la planète. Mais entretenir ce Seigneur coûte très cher, tous ne peuvent y arriver. Les Argentins en sont témoins et victimes.

Depuis 1990, les Canadiens se sont désendettés envers l'étranger, les avoirs nets sont moins négatif, à -203,4 milliards. Ce résultat provient des non-Américains, nos avoirs nets sont même positifs, à 28,9 milliards. Au contraire, avec les États-Unis, notre



endettement net a plus que doublé, à -232,3 milliards. Les Américains sont maintenant nos seuls créanciers nets. Mais, en proportion, nous sommes moins endettés envers eux qu'il y a onze ans, nos avoirs sur les États-Unis ont augmenté plus rapidement que nos engagements envers eux.

#### Bilan des investissements internationaux du Canada

<i>en millions de CAD</i>	1990	1995	2000	2001p
<b>Avoirs</b>	263 922	443 266	819 114	904 505
<b>dont</b>				
<b>États-Unis</b>	135 191	225 881	396 610	441 103
<b>Reste du monde</b>	128 731	217 385	422 504	463 402
<b>Engagements</b>	516 428	767 455	1 021 593	1 107 931
<b>dont</b>				
<b>États-Unis</b>	230 963	381 037	589 452	673 413
<b>Reste du monde</b>	285 465	386 418	432 141	434 518
<b>Avoirs nets</b>	-252 506	-324 189	-202 478	-203 426
<b>dont</b>				
<b>États-Unis</b>	-95 772	-155 156	-192 841	-232 309
<b>Reste du Monde</b>	-156 734	-169 033	-9 637	28 883
<b>Avoirs/engagements</b>	51,1%	57,8%	80,2%	81,6%

Source : Statistique Canada, Bilan des investissements internationaux du Canada, 67-202.

Globalement les Canadiens ont beaucoup plus investi à l'étranger en dix ans. Leurs avoirs couvrent aujourd'hui 81,6 % de leur passif, contre 51,1 % en 1990. Ceci explique en bonne partie la faiblesse de notre dollar. Puisqu'à peu près tous ces investissements sont libellés en dollars américains, même ceux dans le Reste du Monde, ceci explique la force du dollar de nos voisins. Notre surplus commercial est avec les seuls Américains et il était de l'ordre de 96 milliards de CAD en 2001, pour un total de 472 milliards depuis 1990.

#### IV - Un nouveau Bretton Woods

La situation des États-Unis et du dollar sont cause d'instabilité et d'injustice. Le rôle de refuge du dollar est la raison du dollar très fort, que ne justifie pas la capacité concurrentielle des produits américains, leurs exportations couvrent à peine plus de 60 % de leurs importations. Ce dollar trop élevé permet aux Américains d'acheter à bon marché, et à crédit, les produits de la planète. L'endettement des États-Unis est largement accepté grâce au rôle de monnaie universelle du dollar. Cet endettement actuellement n'est

remboursé justement parce que le dollar est la monnaie internationale. La force du dollar ne repose pas sur la puissance de l'économie des États-Unis, mais sur les privilèges obtenus à Bretton Woods et sur sa fonction de valeur refuge. L'achat des dollars, le plus souvent sous forme de titres libellés en dollars, repose largement sur un comportement spéculatif des investisseurs.

Que se passera-t-il si le dollar n'était plus valeur refuge ? Si les détenteurs de dollars n'en voulaient plus et qu'ils réclamaient d'être remboursés, les États-Unis le pourront-ils ? Cette défiance, une fois amorcée, sera amplifiée par le mimétisme du comportement des acteurs et le mouvement sera général.

Faut-il un nouveau Bretton Woods ? OUI !

*Ce qu'il faut mettre en place*

Idéalement, nous devons revenir au système préconisé par Keynes à Bretton Woods, ce qui implique la création d'une monnaie internationale.

Le plan de Keynes (« Proposals for an International Clearing Union ») voulait d'abord permettre un accès facile au crédit. Mais aussi, il mettait en place un mécanisme de *compensation* des créances et des dettes entre les pays. La mécanique proposée était semblable à ce qui existe dans les systèmes monétaires nationaux où la compensation des monnaies des banques privées se fait par l'intermédiaire de la monnaie de la banque centrale. Keynes propose : la compensation des monnaies des différents pays par l'intermédiaire de la *monnaie internationale* de l'Union de compensation internationale, il la nommera *le bancor*. Chaque monnaie nationale ayant une parité fixe avec la bancor. Keynes est très avant-gardiste, il est le premier à avoir inventé l'unité monétaire internationale.

Le but de tout système monétaire international, nous le savons, est d'assurer l'homogénéité et donc la convertibilité des différentes monnaies nationales entre elles. Il doit exister une unité monétaire qui permettra la liberté, la permanence et la stabilité des paiements. Un tel système suppose que l'on instaure *la multilatéralité* des paiements à travers *une unité de compte et de paiement différente de celles des acteurs qui doivent utiliser ce processus d'homogénéisation*. La création d'une véritable *monnaie internationale* distincte de toutes les monnaies nationales est donc indispensable et elle

était au centre du projet de Keynes. L'accord final de la conférence de Bretton Woods va plutôt consacrer la *bilatéralité des paiements*, le dollar et chacune des autres monnaies prises une à une. Le projet de Keynes visait précisément à éviter ce scénario qui, pour lui, serait source de déséquilibres futurs et de crises.

Avec un tel système, aucune monnaie nationale ne peut jouer un rôle internationale. Toute transaction internationale doit passer par l'Union et donc utiliser les bancors. La monnaie de chaque État sera comme celle de nos banques aujourd'hui. La monnaie Banque Royale ou Banque Nationale ou Caisse populaire St-Joseph est compensée centralement et si un solde demeure, il doit être payé en monnaie banque centrale, l'équivalent aux bancors.

L'émission de bancor n'est pas contrainte en quantité par un stock de métal, même s'il est défini en terme d'or. Le bancor est une monnaie à cours forcé dont l'émission, la création, est fonction des besoins de financement de l'économie mondiale. À ce titre, le bancor est conforme à la nature des monnaies centrales nationales modernes et au *banking principle*, il est à *cours légal*. L'évolution de l'économie mondiale ne doit pas être limitée par la production des mines d'or (Keynes, 1980 (XXV), 213). Comme au niveau national, Keynes veut établir un système monétaire international hiérarchisé où le bancor assure la convertibilité, et donc la reconnaissance, des différentes monnaies nationales.

Keynes voulait donc doter l'économie mondiale d'une institution monétaire et financière pour répondre, par une création de la monnaie internationale et par le contrôle des flux de capitaux, aux besoins de l'investissement et des encaisses liquides. C'était reconnaître dans l'économie internationale, comme pour les économies nationales, l'expression des demandes effectives des préférences pour la liquidité. Contrôle de l'offre de monnaie internationale, des prix et des stocks des matières premières, régulation conjoncturelle (on ajouterait aujourd'hui l'aide aux pays du Tiers monde) voilà tout un programme, celui d'un vrai *Gouvernement mondial* (Keynes, 1980 (XXV), 168 à 195). Cette façon de concevoir le rôle de l'ICU, montre bien la modernité du projet de Keynes.

« The advocacy of a control of capital movements must not be taken to mean that the era of international investment should be brought to an end. On the contrary, the system contemplated should greatly facilitate the restoration of international credit for loan purposes in ways to be discussed below. The object, and it is a vital object, is to have a means of distinguishing -

(a) Between movements of floating funds and genuine new investment for developing the world's resources : and

(b) Between movements, which will help to maintain equilibrium, from surplus countries to deficiency countries, and speculative movements or flights out of deficiency countries or from one surplus country to another » (Keynes, 1980 (XXV), 186-187).

Le déroulement des négociations américano-britanniques de Bretton Woods ne permit pas la mise en place du plan de Keynes. Les institutions créées à cette occasion consacrèrent la bilatéralité des paiements et non la multilatéralité des paiements implicite chez Keynes.

Soyons réaliste, la conjoncture politique actuelle et les rapports de forces au niveau international, ne nous permettent pas de croire que la sagesse puisse triompher des intérêts de plusieurs. Détrôner le dollar est beaucoup plus difficile que de lui mettre une couronne !

Pour limiter les effets de la détention privée de dollars, donc de la liquidité internationale, un certain nombre de mesures peuvent être mise en place.

a) Pour éviter en Afrique, en Amérique latine ou en Asie du Sud-Est ou ailleurs des désordres comme nous avons connu, il faut établir, sur le modèle de la zone euro ou de la zone CFA, des monnaies régionales qui pourront mieux résister à la volatilité des mouvements de capitaux.

b) Pour que les opérations monétaires reflètent mieux les échanges de produits et services, on devra limiter et même interdire l'utilisation des devises hors de leur pays d'origine, obligeant ainsi la conversion à la faveur de la monnaie du pays exportateur ou qui d'accueil des investissements. Par exemple, Hydro-Québec ne fera ses émissions de titres qu'en dollars canadiens et l'achat de pétrole saoudien devra être réalisé en riyals, l'utilisation des dollars serait prohibée. C'est la fin de la domination du dollar et des opérations sur devises non liées au compte courant.

c) Du paragraphe b, il découle une dé-privatisation de la détention des liquidités internationale, surtout des dollars. Il faut prévoir des mécanismes régulateurs de la réduction des balances dollars. Voilà, sans aucun doute, l'opération la plus délicate. Comment réduire la détention de dollars sans provoquer de panique et des coûts exorbitants, surtout pour les États-Unis ?

d) Un contrôle et une interdiction des financements d'investissements à long terme par des capitaux de courts termes.

e) La mise en place d'un système d'évaluation du risque et d'assurance à l'échelle mondiale, pour tout projet d'investissement.

Les humains, pour apporter des changements, ont toujours attendu des crises importantes. Même si une grave crise couve, rien pour l'instant ne semble vouloir être modifié de façon significative.

Bernard Élie

Université du Québec à Montréal

### **Bibliographie**

- Banque des règlements internationaux. 2002. « Activité bancaire et financière internationale », *Rapport trimestriel*, mars.
- Banque des règlements internationaux. 2001. *History of the Basel Committee and its membership*. Bâle, mars.
- Banque des règlements internationaux. 2001. *Vue d'ensemble du Nouvel accord de Bâle sur les fonds propres*. Bâle, janvier.
- Banque des règlements internationaux. 1995. *Recent Innovations in International Banking*. Bâle.
- Banque des règlements internationaux. 1995. *Central Bank Survey of Derivative Markets in April 1995 : Preliminary Global Findings*, tableau 6, communiqué de presse. Bâle, le 18 décembre.
- Banque des règlements internationaux. *Rapport annuel*. Diverses années.
- Keynes, John Maynard, Donald Moggridge (éd.). 1980. *The Collected Writings of John Maynard Keynes : Activities 1940-1944 : Shaping the Post-war World: The Clearing Union*, vol. XXV. London : Royal Economic Society, Macmillan-Cambridge University Press.
- OCDE. 1988. Nouveaux instruments financiers: publication d'informations et de comptabilisation. Paris.