

<p><b>ECONOMIE INTERNATIONALE : INTRODUCTION</b></p> <p><b>A LA FINANCE INTERNATIONALE</b></p>
--

**CHAPITRE 5 : « LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL »**

*Introduction*

**I- Les systèmes de l'étalon-or et de l'étalon de change-or**

*1- Le système de l'étalon-or (Gold Specie Standard)*

*2- Le système de l'étalon de change-or (Gold Exchange Standard)*

**II- Le système établi par les accords de Bretton-Woods**

*1- Les plans de restauration du Système Monétaire International (SMI)*

*2- Le contenu des accords de Bretton-Woods*

*3- La mise place du système : la prééminence du dollar (1946-1958)*

*4- La lente détérioration du système (1958-1971)*

*5- L'effondrement du système : la suppression de la convertibilité du dollar en or (15/08/1971)*

*6- Les tentatives de retour à un système de taux de change fixes*

### **III- L'instabilité du Système Monétaire International**

*1- Les accords de la Jamaïque*

*2- La gestion concertée des taux de change*

### **IV- Le Système Monétaire Européen et l'Union Economique et Monétaire**

*1- Le Système Monétaire Européen (SME)*

*2- L'Union Economique et Monétaire (UEM)*

*3- La zone euro*

### **V- Les liquidités internationales**

*1- Les avoirs en devises*

*2- L'or*

*3- Les prêts accordés par le Fonds Monétaire International (FMI)*

*4- Les droits de tirage spéciaux (DTS)*

*Conclusion*

## **ECONOMIE INTERNATIONALE : INTRODUCTION A LA FINANCE INTERNATIONALE**

### **CHAPITRE 5: « LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL »**

#### ***Introduction***

Le *Système Monétaire International* (SMI) se définit comme un ensemble de pratiques, de règles et d'institutions qui visent à organiser et à contrôler les échanges monétaires internationaux en déterminant les modalités de règlement, de financement et d'ajustement des soldes des balances des paiements des pays participant aux relations économiques internationales.

Pendant longtemps, les paiements se sont effectués au niveau international dans le cadre des systèmes de l'étalon-or et de l'étalon de change-or, puis les accords de Bretton-Woods, conclus en 1944, établissent un nouveau cadre qui a permis d'assurer le développement des échanges internationaux.

Mais, le fonctionnement de ce système monétaire s'est heurté à de nombreuses difficultés qui ont abouti à l'effondrement du système conduisant au flottement généralisé des monnaies et à une véritable instabilité du SMI.

Une certaine fixité des taux de change est cependant réalisée entre les pays appartenant à l'Union Européenne grâce à la mise en place du *Système Monétaire Européen* (SME), entré en vigueur en 1979. Cette fixité s'est ensuite révélée absolue et irrévocable pour les pays participant à l'*Union Economique et Monétaire* (UEM) qui, avec la coordination des politiques économiques et la création d'une autorité monétaire commune a permis un important rapprochement des économies européennes au cours des années 1990.

La nature du nouvel ordre monétaire international ainsi établi a une influence directe sur les liquidités internationales, constituées des liquidités officielles (réserves de change des Banques centrales) et des liquidités privées (avoirs en devises des banques et autres agents économiques).

## I- Les systèmes de l'étalon-or et de l'étalon de change-or

### 1- Le système de l'étalon-or (*Gold Specie Standard*)

Ce système se développe en Europe du Nord vers le milieu du XIX<sup>ème</sup> siècle et permet de faciliter les règlements internationaux jusqu'en 1914 :

- ✓ Définition de l'unité monétaire internationale par un certain poids d'or (parité) ;
- ✓ Convertibilité de la monnaie en or assurée par l'Institut d'émission ;
- ✓ Libre circulation de l'or entre les différents pays en raison d'absence de restriction de circulation de l'or.

Ce système offre l'avantage d'assurer lui-même une stabilité des taux de change car le cours des devises s'établit entre deux limites à partir desquelles les règlements s'effectuent par envoi d'or : la limite supérieure constitue le point de sortie de l'or et la limite inférieure le point d'entrée de l'or.

Un importateur français qui a une dette en livre sterling choisira de payer celle-ci en or dès lors que la valeur de la livre sterling par rapport au franc sur le marché des changes est supérieure au rapport des parités des deux monnaies compte tenu des frais de l'opération (transport de l'or, assurance...) L'or envoyé en Grande-Bretagne sera converti en livre sterling à la parité retenue pour la monnaie anglaise.

Ce système présente aussi l'avantage de favoriser un retour à l'équilibre de la balance des paiements, l'ajustement s'effectuant par des variations de prix intérieurs. Par exemple, des entrées d'or consécutives à un excédent de la balance des paiements doivent conduire à une hausse de la masse monétaire (lien étroit entre stock d'or et quantité de monnaie en circulation), ce qui conduit à de l'inflation qui engendre une perte de compétitivité et ainsi à un rééquilibrage de la balance des paiements (hausse des importations et baisse des exportations).

En fait, l'intervention des autorités monétaires pour éviter les sorties d'or, l'existence d'autres instruments de règlement (livre sterling notamment) et l'établissement du cours forcé des billets à l'issue de la Première Guerre mondiale conduisent à l'abandon du système lors de la conférence de Gênes en 1922.

## 2- Le système de l'étalon de change-or (Gold Exchange Standard)

Dans ce système, la monnaie nationale n'est plus convertible en or mais elle peut être échangée, à taux fixe, en une ou plusieurs devises clé pouvant être converties en or à un taux déterminé (dollar ou livre sterling). Le pays émetteur (Etats-Unis ou Grande-Bretagne) est appelé *pays centre* et les pays adoptant cette monnaie comme étalon les *pays satellites*.

Après avoir assuré pendant quelques années l'expansion du commerce international, ce régime se trouve compromis à la suite de la crise de 1929 et de l'abandon de l'étalon-or par la Grande-Bretagne en 1931.

## II- Le système établi par les accords de Bretton-Woods

### 1- Les plans de restauration du Système Monétaire International (SMI)

A la suite de nombreuses crises monétaires durant l'entre-deux-guerres, il s'agit d'assurer une meilleure stabilité du SMI. Des plans de restructuration serviront de base à un nouvel ordre monétaire international négocié lors de la conférence de Bretton-Woods en juillet 1944.

Dès 1942, les autorités monétaires anglo-saxonnes préparent des plans de réforme du SMI : l'un est dû à J. M. KEYNES, l'autre à un fonctionnaire de la Trésorerie américaine, H. B. WHITE :

Le plan de J. M. KEYNES	Le plan de H. B. WHITE
<ul style="list-style-type: none"><li>- Création d'une institution monétaire supranationale de compensation des règlements internationaux ;</li><li>- Une Banque des Banques centrales qui doit émettre une monnaie, le <i>bancor</i>, définie par rapport à un certain poids en or, selon les besoins du commerce mondial, et se substituer aux autres liquidités internationales ;</li><li>- Les Etats-membres peuvent obtenir des crédits libellés en <i>bancors</i> et le règlement des déficits doit s'effectuer par virement de <i>bancors</i> sur le compte des pays créditeurs.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Mise en place de simples organes de coopération volontaire à l'exclusion de toute autorité monétaire supranationale ;</li><li>- Création d'une unité monétaire internationale, l'<i>unitas</i>, rattachée à l'or par l'intermédiaire du dollar. L'<i>unitas</i> n'est pas un instrument de paiement international mais une simple unité de compte ;</li><li>- Mise en place d'un Fonds de stabilisation devant stabiliser les cours des devises par rapport à l'<i>unitas</i> et fixer les taux de change.</li></ul>

S'appuyant sur la suprématie du dollar et confiant la responsabilité du bon fonctionnement du SMI aux Etats-Unis, le plan WHITE sera adopté dans ses grandes lignes lors des accords de Bretton-Woods.

## **2- Le contenu des accords de Bretton-Woods**

La conférence réunit 44 pays et aboutit à la création du *Fonds Monétaire International* (FMI) qui doit remplir un rôle essentiel au sein du nouvel ordre monétaire international car il a pour but d'assurer la stabilité des taux de change et la convertibilité des monnaies, tout en distribuant des concours en liquidités aux pays dont la balance des paiements connaît un déficit provisoire :

### **- La stabilité des taux de change :**

✓ *Chaque Etat-membre doit déclarer une parité unique pour sa monnaie nationale, exprimée en termes d'or ou en dollars des Etats-Unis du poids et du titre en vigueur au 01/07/1944, c'est-à-dire par rapport à un dollar équivalent à 888.671 mg d'or fin, soit 35\$ l'once d'or ;*

✓ *La parité choisie ne peut être modifiée par les pays membres que pour corriger un déséquilibre fondamental de leur balance des paiements, une modification égale ou supérieure à 10% nécessite une autorisation préalable du Fonds, accordée éventuellement après examen de la situation économique et monétaire du pays concerné ;*

✓ *Les autorités monétaires de chaque pays s'engagent à maintenir leur monnaie à la parité définie ou dans les marges de fluctuation autorisées, les statuts du FMI précisant que les cours maxima et minima applicables aux transactions de change entre les monnaies des membres ne devront pas s'écarter de la parité de plus de 1%. La pratique des Banques centrales qui consiste à défendre la parité de leurs monnaies par rapport au seul dollar américain, en procédant à des achats ou à des ventes de dollars contre leur monnaie nationale, confère au billet vert le rôle de monnaie de réserve !*

### **- La convertibilité des monnaies :**

Les accords de Bretton-Woods posent le principe de la convertibilité externe des monnaies. Celle-ci ne peut se réaliser que très progressivement : c'est ainsi que le Franc, partiellement convertible dans le cadre de l'Union Européenne des paiements en

1950, n'acquiert la convertibilité au bénéfice des non-résidents, pour les opérations courantes, qu'avec l'Accord monétaire européen en 1958. Le principe de convertibilité entraîne également l'obligation pour tout pays membre de racheter les avoirs en sa propre monnaie qu'un autre Etat peut détenir, les statuts du Fonds précisant que *le membre acheteur aura la faculté de payer soit en la monnaie du pays demandeur, soit en or*. La possibilité de convertir la monnaie nationale en or n'est retenue que par les Etats-Unis qui, détenant à cette époque 70% du stock d'or mondial, s'engagent à échanger de l'or contre des dollars, au prix de 35\$ l'once, à toute Banque centrale lui en faisant la demande. La convertibilité du dollar en or au profit des Banques centrales étrangères ainsi que la convertibilité des autres monnaies entre elles et notamment en dollar, conduisent en fait à l'adoption d'un système d'étalon de change-or.

**- L'octroi de crédits :**

Le FMI s'engage à fournir aux Etats-membres des réserves de change additionnelles pour financer des déficits de leur balance des paiements. Ces crédits sont en principe accordés pour des déséquilibres de courte durée en attendant que ceux-ci puissent être résorbés par des mesures appropriées de politique économique. Les prêts sont accordés grâce aux contributions des divers pays membres, contributions proportionnelles à leur part dans le commerce mondial (quotas).

**3- La mise place du système : la prééminence du dollar (1946-1958)**

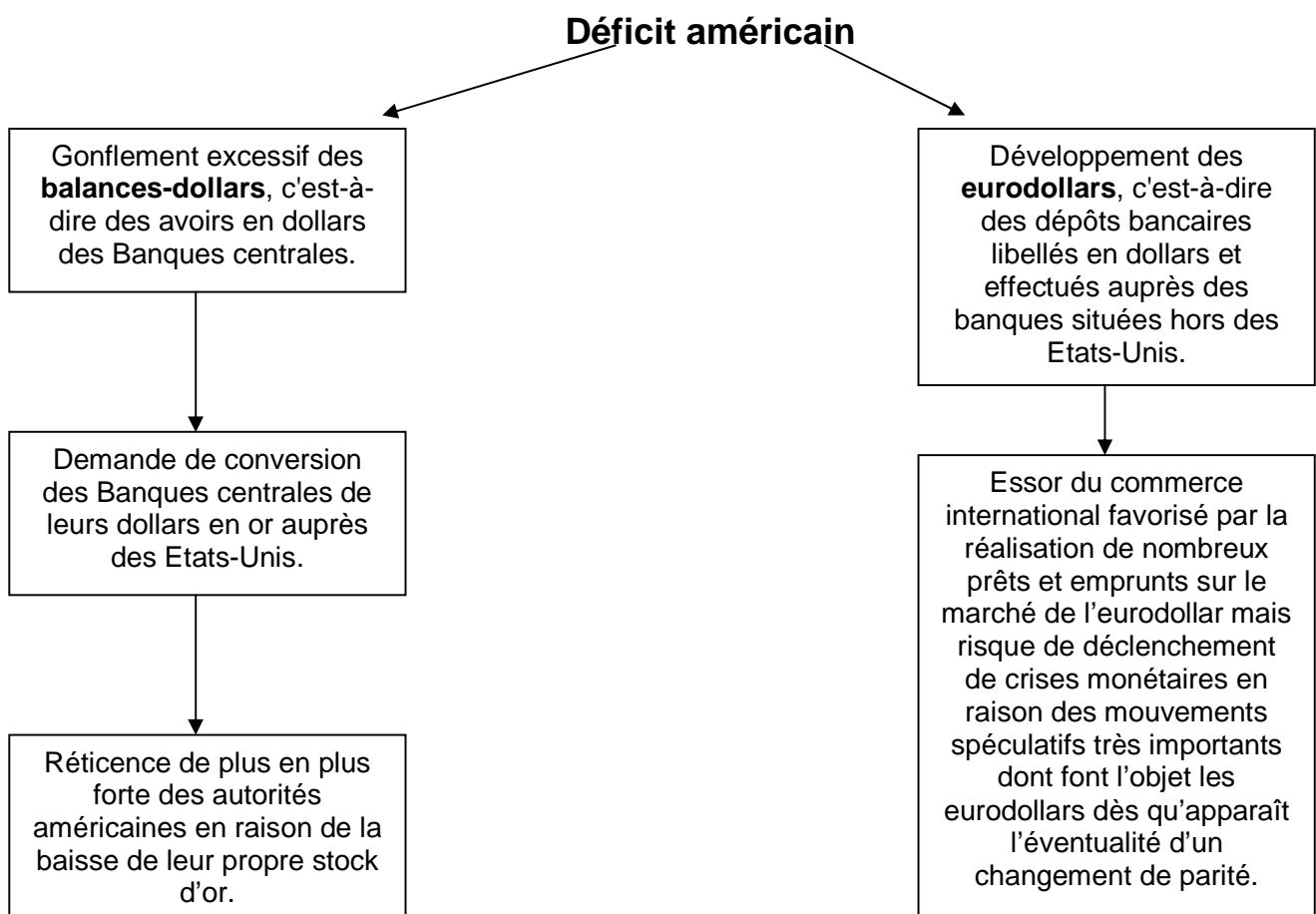
Après la Seconde Guerre mondiale, l'Europe a un besoin urgent de marchandises ainsi que de biens d'équipement et seuls les Etats-Unis peuvent satisfaire ces besoins. L'importance des exportations américaines entraîne un excédent de la balance des paiements et des rentrées massives d'or et de devises. Monnaie très recherchée et relativement rare, le dollar devient alors le support de la plus grande partie des transactions entre les divers pays et assume, de ce fait, les fonctions de monnaie internationale.

A la suite de l'aide économique américaine (Plan MARSHALL) ayant permis de reconstituer le potentiel productif européen, et après de nombreuses dévaluations par rapport au dollar, la balance américaine des paiements connaît un déséquilibre quasi permanent. Les Banques centrales accumulent des dollars en réserve, sans en demander la conversion en or, en raison de la confiance dans la devise américaine.

#### 4- La lente détérioration du système (1958-1971)

##### - Déficit américain et abondance des dollars :

Une baisse de l'excédent de la balance commerciale des Etats-Unis et d'importantes sorties de capitaux, consécutives à l'achat d'actifs étrangers (essentiellement en Europe) par des entreprises américaines, provoquent une aggravation du déséquilibre de la balance américaine des paiements ayant des conséquences directes sur la devise américaine :





- **La décote du dollar par rapport à l'or :**

Des mouvements spéculatifs sur les marchés libres de l'or et, notamment, sur le plus important d'entre eux, celui de Londres, font progresser les cours de l'or jusqu'à près de 40\$ l'once ! Craignant que le cours du marché libre ne s'éloigne trop de la parité officielle, reflétant ainsi une décote du dollar face à l'or, les autorités monétaires des grands pays industriels constituent, en octobre 1961, à l'initiative du gouvernement américain, le *pool de l'or*, qui a pour objet de réguler l'évolution du cours de l'or sur le marché libre. Cependant, devant fournir des quantités d'or de plus en plus importantes (à cause de la spéculation), les membres du pool sont contraints de suspendre leurs interventions sur le marché libre de l'or. Avec la suppression du pool en mars 1968, il se crée un double marché de l'or :

- *Le marché de l'or monétaire* : il concerne l'or détenu par les Banques centrales et son prix est garanti à 35\$ l'once. L'or contribue, sur la base de ce cours et concurremment avec les autres instruments de réserve, à régler les déficits extérieurs ;
- *Le marché de l'or industriel* : les Banques centrales n'interviennent pas sur ce marché, le prix s'établit en fonction des offres et des demandes (thésauriseurs, orfèvres, dentistes...)

**5- L'effondrement du système : la suppression de la convertibilité du dollar en or (15/08/1971)**

Dès la fin des années 1960, les crises monétaires se succèdent et deviennent très importantes dès le début 1971, notamment lors d'une vive spéculation contre le dollar au printemps, sous la forme d'entrées massives de capitaux flottants en Europe et au Japon.

Dans ce contexte, le Président R. NIXON décide, le 15/08/1971, de suspendre la convertibilité en or du dollar. Par cette décision, les Etats-Unis mettent officiellement un terme au système de l'étalon de change-or pour le remplacer par le système du dollar-étalon qui existait, en fait, depuis 1968. Cette mesure s'accompagne de la mise en place d'un programme de redressement économique (blocage des prix, des salaires...) et de l'institution d'une surtaxe de 10% sur les importations.

Face à cette décision qui crée une période d'incertitude en matière de règlements internationaux, la plupart des pays adoptent des taux de change flottants. La France adopte un double marché des changes :

- *Un marché du franc commercial* : destiné aux opérations courantes, à un cours maintenu à sa valeur, dans le cadre du système de taux de change fixes, par les interventions du Fonds de Stabilisation des changes ;
- *Un marché du franc financier* : il est réservé aux transactions en capital qui s'effectuent à un cours fluctuant librement, les autorités monétaires françaises ne procédant à aucune intervention particulière.

## 6- Les tentatives de retour à un système de taux de change fixes

### - Les accords du Smithsonian Institute (18/12/1971) :

L'adoption quasi-généralisée des taux de change flottants conduit les autorités monétaires à se concerter afin de rétablir les bases d'un système monétaire cohérent de taux de change fixes. Conclues le 18/12/1971 à Washington, les accords du Smithsonian Institute comportent la suppression de la surtaxe de 10% sur les importations aux Etats-Unis, l'établissement d'une nouvelle grille de parités (par exemple, le dollar est déprécié puisque l'once d'or passe à 38\$, la parité du franc s'établit à 5.11F pour 1\$), le retour à un système de taux de change fixes avec élargissement des marges de fluctuations à 2.25% autour de la parité par rapport au dollar.

### - Le Serpent monétaire européen (12/04/1972) :

L'élargissement des marges de fluctuation présente de graves inconvénients pour les relations intracommunautaires car les marges de fluctuation entre deux monnaies de la *Communauté Economique Européenne* (CEE) peuvent atteindre jusqu'à 9% dans le temps, ce qui fausse, au sein de la CEE, les conditions de concurrence dans les échanges et compromet la bonne application des politiques communes. Ainsi, les ministres des Finances des Six décident, le 12/04/1972 à Bâle, d'instituer un mécanisme de rétrécissement des marges de fluctuations entre les monnaies de la CEE : l'écart de cours entre la monnaie la plus faible et la plus forte ne doit pas dépasser 2.25%, les Banques centrales européennes devant continuer de maintenir chacune des monnaies européennes à plus ou moins 2.25% par rapport au dollar. Ainsi, les Banques centrales des pays de la CEE doivent intervenir, d'une part pour maintenir l'ensemble des monnaies européennes à l'intérieur d'un « Serpent communautaire » dont le diamètre est au maximum de 2.25 et, d'autre part, pour maintenir ce « Serpent » à l'intérieur d'un « tunnel » dont le diamètre est au maximum de 4.5 (2.25% + 2.25%). Les mécanismes

de rétrécissement des marges de fluctuation prévus dans le cadre du Serpent monétaire européen apparaissent rapidement comme trop contraignants. Par ailleurs, le dollar fait toujours l'objet de vives spéculations et l'on assiste, depuis 1973, à un certain flottement des monnaies qui va progressivement donner naissance à un nouvel ordre monétaire international.

### III- L'instabilité du Système Monétaire International

#### *1- Les accords de la Jamaïque*

##### **- Le flottement généralisé des monnaies :**

A la suite d'une nouvelle crise spéculative à l'encontre du dollar au début de 1973, les Etats-Unis décident de dévaluer la monnaie américaine le 13/02/1973, le changement de parité étant réalisé pour la première fois par référence aux *Droits de Tirage Spéciaux* (DTS) et non par rapport à l'or. Malgré cette dévaluation, le cours du dollar se met à baisser rapidement et la spéculation se développe à nouveau. Face à cette situation, les pays de la CEE renoncent, à compter du 19/03/1973, à intervenir sur le marché des changes pour soutenir le dollar tout en maintenant, cependant, entre leurs monnaies, la marge réduite de 2.25% décidée à Bâle. Ainsi, le Serpent monétaire continue d'exister mais il n'est plus tenu de se situer dans le « tunnel ». A la fin de 1973, la très forte hausse des prix du pétrole, après la guerre du Kippour, entraîne un déficit de la balance des paiements des pays consommateurs, ce qui a des incidences directes sur la situation monétaire internationale. Utilisé comme monnaie de paiement pour les pays producteurs de pétrole, le dollar devient une devise très recherchée... Par contre, les monnaies de la plupart des pays industriels font l'objet d'importantes attaques spéculatives provoquant de lourdes pertes en devises. Dans ce contexte, le Gouvernement français décide, le 19/01/1974, de quitter le Serpent monétaire européen en laissant flotter le franc.

##### **- Le contenu des accords de la Jamaïque (Kingston, 07-08/01/1976) :**

Un système presque général de flottement des monnaies s'étant instauré, il devient nécessaire de procéder à une réforme du SMI :

- *Abandon des taux de change fixes et légalisation d'un nouveau système de taux de change : chaque pays peut adopter le régime de son choix :*

- Maintien de la valeur de la monnaie à une parité fixe définie par rapport aux DTS ou à toute autre référence, excepté l'or ;
  - Accords de flottement concerté du type de celui conclu au sein de la CEE (Serpent monétaire) ;
  - Libre flottement sur le marché des changes.
- *Rôle de surveillance attribué au FMI* : la surveillance doit permettre d'assurer un système relativement stable, elle s'exerce sur les politiques menées par les différents pays. Ces politiques doivent encourager une croissance économique dans une stabilité des prix et éviter une manipulation des taux de change qui serait effectuée dans le but d'empêcher un ajustement effectif des balances des paiements ou d'obtenir certains avantages compétitifs à l'égard des autres pays ;
  - *Elimination du rôle de l'or au sein du SMI et place prépondérante accordée aux DTS* : suppression de toute référence à l'or dans les statuts du FMI, le prix officiel de l'or (42.2\$ l'once après la dévaluation de février 1973), est aboli et les Banques centrales peuvent désormais effectuer des transactions sur l'or à un prix dérivé de celui du marché libre. Les DTS deviennent l'unité de compte officielle du système.

## 2- La gestion concertée des taux de change

Conscientes des nombreux problèmes soulevés par un libre flottement des monnaies, les autorités des différents pays s'efforcent de mettre en place une véritable coopération monétaire. Cette coopération internationale s'avère d'autant plus nécessaire que la devise américaine connaît d'importantes fluctuations aux conséquences directes tant sur l'économie américaine que sur celle des pays industrialisés ou des pays en développement.

De nombreuses réunions soulèvent la nécessité d'une meilleure surveillance des marchés des changes ainsi que d'une coopération économique et monétaire plus étroite :

- **Juin 1982 : le sommet de Versailles** : les autorités monétaires des pays du G7 (Etats-Unis, Allemagne, France, Grande-Bretagne, Japon, Italie, Canada) affirment leur *responsabilité conjointe [...] de travailler à une plus grande stabilité du système monétaire international [...] et être prêts, si nécessaire, à procéder à des interventions sur les marchés des changes pour contrecarrer des situations de désordre* ;

- **Juin 1983 : Williamsburg** : volonté du G7 de *promouvoir la convergence des résultats [...] d'accentuer la stabilité des taux de change [...] de mettre en œuvre des interventions coordonnées sur les marchés des changes dans des cas où il est convenu que de telles interventions seraient utiles* ;
  
- **Septembre 1985 : les accords du Plaza (New-York)** : les pays du G5 (Etats-Unis, Allemagne, France, Grande-Bretagne, Japon) s'engagent à favoriser, par des interventions coordonnées sur les marchés des changes, une baisse du cours de la devise américaine qui atteint des niveaux préoccupants. En effet, entre octobre 1978 et le 26 février 1985, le dollar connaît une très forte appréciation, passant de 4 francs à 10.61F, à cause d'une hausse des taux d'intérêt plus élevée aux Etats-Unis, doublée d'un différentiel d'inflation favorable aux Etats-Unis, une reprise de la croissance et une diminution du chômage. Si cette appréciation permet aux Etats-Unis de lutter contre l'inflation (notamment importée), elle entraîne cependant une perte de compétitivité de l'économie américaine avec, à terme, une grave détérioration de la balance commerciale. Pour l'Europe, la hausse du dollar permet une certaine expansion (avantage en compétitivité interne et externe) mais elle entraîne quand même des effets inflationnistes dus à la hausse des produits importés libellés en dollars (produits américains, pétrole, gaz...) Enfin, pour les pays en développement, la hausse de la devise américaine alourdit de façon très importante le poids de leurs dettes. Pour *ramener la devise américaine à un niveau reflétant les données économiques fondamentales* et éviter ainsi toute mesure protectionniste, les Etats-Unis s'engagent à réduire leur déficit public, reconnaissant alors que le déséquilibre extérieur américain est une source de difficultés importantes pour l'économie mondiale et que les taux de change doivent mieux refléter les rapports économiques entre les pays (données économiques fondamentales). Le Japon décide d'ouvrir plus largement son marché aux producteurs étrangers, il admet la sous-évaluation du yen et s'engage sur la voie d'une hausse de son cours ; les pays européens doivent s'efforcer de réduire leur déficit public et la pression fiscale et de prendre des mesures de libéralisation financière ;
  
- **Mai 1986 : le sommet de Tokyo** : les pays du G7 décident de définir un certain nombre d'indicateurs (croissance, inflation, chômage, balance commerciale, taux d'intérêt...) afin de faciliter la convergence des politiques économiques et monétaires des différents pays ;

- **Février 1987 : les accords du Louvre (Paris)** : conclus par le G7, ils tendent à mettre un terme à la baisse du dollar (6.50F au début de l'année 1987) et à assurer une stabilisation des taux de change aux niveaux existants. En effet, aux termes de ces accords, *les Ministres et les Gouverneurs ont reconnu que les évolutions substantielles des taux de change intervenues depuis les accords du Plaza contribueront de façon croissante à la réduction des déséquilibres extérieurs et ont désormais conduit leurs monnaies dans des bandes de fluctuation globalement compatibles avec les données économiques fondamentales, compte tenu des engagements de politique économique résumés dans cette déclaration. De nouvelles variations substantielles de leurs monnaies pourraient compromettre la croissance et les perspectives d'ajustement dans leurs pays. C'est pourquoi ils sont convenus, dans les circonstances présentes, de coopérer étroitement pour promouvoir la stabilité des taux de change autour des niveaux actuels.*

Ainsi, les grands pays industrialisés recherchent une certaine stabilisation des taux de change comme cela est de nouveau réaffirmé par le G7 en juin 1988 au sommet de Tokyo. Pour atteindre cette stabilité, les différents pays doivent mettre en œuvre une coordination de leurs politiques économiques et monétaires autour d'objectifs nationaux bien précis : taux de change, taux d'intérêt... Dans les faits, une telle coordination dans une situation de *flottement concerté des monnaies* est bien délicate à assurer !

## **IV- Le Système Monétaire Européen et l'Union Economique et Monétaire**

Le Serpent monétaire européen n'atteint pas ses objectifs : dès juin 1972, la Grande-Bretagne laisse flotter la livre et l'Italie prend la même décision en février 1973. Le franc quitte le Serpent monétaire en janvier 1974, le réintègre en juillet 1975 puis flotte à nouveau en mars 1976. Le Serpent monétaire devient une zone de stabilité monétaire limitée puisque, dès 1978, il ne fonctionne plus que pour quatre monnaies : le mark allemand, le florin hollandais, le franc belge et la couronne danoise.

Dans ce contexte, lors du sommet de Brême en juillet 1978, les chefs d'Etat et de gouvernement des pays de la CEE décident de mettre en place un *Système Monétaire Européen* (SME), qui vise à établir une coopération monétaire plus étroite devant aboutir à une zone de stabilité des

taux de change en Europe. Adopté à Bruxelles à la fin de 1978, le SME entre en application le 13/03/1979.

Même si le fonctionnement du SME se révèle être relativement efficace, il comporte cependant certaines insuffisances. Aussi, pour en limiter les inconvénients et assurer un renforcement de l'intégration monétaire au sein de la CEE, les douze Etats-membres décident, lors des conseils européens de Madrid en juin 1989 et de Strasbourg en décembre 1989, de s'engager sur la voie d'une *Union Economique et Monétaire* (UEM).

### 1- Le Système Monétaire Européen (SME)

#### - Les caractéristiques du SME :

Ce système se caractérise par la création d'une nouvelle unité monétaire européenne, l'ECU, ainsi que par la mise en place d'un mécanisme de change et d'intervention, d'un mécanisme de règlement et de divers mécanismes de crédit.

✓ *L'ECU (European Currency Unit) est l'élément central du SME* : sa valeur dépend de montants fixes des diverses monnaies communautaires, déterminés suivant l'importance économique de chaque pays. Sa valeur peut être calculée dans chacune des monnaies communautaires sur la base des cours constatés sur le marché des changes pour les diverses monnaies composant l'ECU. Sa composition fait l'objet de révisions tous les cinq ans ou, sur demande, si le poids de l'une des monnaies a varié d'au moins 25%.

L'ECU sert de *numéraire* dans le mécanisme des taux de change : c'est par rapport à lui que sont déclarées les parités (*cours-pivots*) de chacune des monnaies européennes. Il constitue l'*unité de référence* pour le fonctionnement d'un nouveau dispositif, l'*indicateur de divergence*. Il est aussi un *instrument de règlement* pour les transactions entre les Banques centrales des pays membres. Enfin, l'ECU est l'*unité de compte* pour les opérations effectuées dans le cadre du système de crédit ;

✓ *Le mécanisme de change et d'intervention* : le SME comporte un mécanisme reposant sur une fluctuation limitée autour des *cours-pivot* et sur l'existence d'un *indicateur de divergence* : chaque monnaie européenne possède un *cours-pivot* par rapport à l'ECU et, en effectuant le quotient des *cours-pivots* exprimés en ECU, on établit une grille de *cours-pivots* bilatéraux entre les monnaies des pays membres. Les monnaies peuvent fluctuer autour de ces *cours-pivots* dans le cadre de marges de fluctuation de plus ou moins 2.25%, les Banques centrales devant intervenir sur les marchés des changes pour respecter cette obligation. L'expérience du Serpent monétaire a montré qu'il n'était pas

très équitable que la charge des interventions repose essentiellement sur les pays à monnaie faible, la responsabilité de la tension entre deux monnaies pouvant provenir de la monnaie la plus forte, notamment lorsque celle-ci fait l'objet d'une spéculation particulière ; par ailleurs, si les obligations d'intervention s'appliquent théoriquement aux deux monnaies en opposition aux extrémités de la marge de fluctuation maximum, en fait, la charge est beaucoup plus lourde pour les pays à monnaie faible, tenus de puiser dans leurs réserves de change, que pour les pays à monnaie forte, qui se contentent d'émettre de nouvelles liquidités. L'*indicateur de divergence* permet de détecter les monnaies dont l'évolution de change diverge trop par rapport à la « moyenne communautaire » représentée par l'ECU, il est donc un dispositif d'alerte destiné à favoriser la prise de mesures adéquates par les autorités monétaires, avant même que les marges d'intervention obligatoires ne soient atteintes. Le *seuil de divergence* tient compte du poids de la monnaie dans l'ECU, une monnaie doit d'autant moins s'écarter par rapport à l'ECU qu'elle est fortement représentée dans le panier. Différentes mesures peuvent être prises par un pays lorsque la monnaie franchit le *seuil de divergence* : des interventions sur le marché des changes en différentes monnaies (répartir le fardeau...), des mesures de politique monétaire interne (taux d'intérêt), des mesures de politique économique (politique budgétaire et de revenus), des modifications de *cours-pivots* (dévaluations ou réévaluations) ;

✓ *Les mécanismes de règlement*: le *Fonds Européen de Coopération Monétaire* (FECOM), mis en place en avril 1973 pour gérer progressivement les réserves des Banques centrales au niveau communautaire, voit son rôle renforcé. Les pays participant au SME apportent au FECOM 20% de leurs réserves en or et en dollars et reçoit en contrepartie des écus émis par le FECOM sous forme d'une inscription de compte. Pour le règlement de ses dettes, un pays dispose, à côté de ses réserves en or et en devises, d'avoirs libellés en écus. Le règlement entre Banques centrales peut ainsi s'effectuer totalement ou partiellement en écus, ce qui se traduit dans les livres du FECOM par le débit du compte du pays débiteur et par le crédit du compte du pays créancier. Le FECOM facilite alors les règlements monétaires entre Banques centrales au sein de la Communauté, il permet une mise en commun d'une partie des réserves des pays membres de la CEE et assure une compensation multilatérale entre Banques centrales ;



✓ *Les mécanismes de crédit* : afin de faire face à des déséquilibres, différents mécanismes de crédit communautaires sont prévus :

- Le financement à très court terme : des facilités de crédit de très courte durée et d'un montant illimité, que les Banques centrales participantes s'accordent mutuellement à travers le FECOM pour procéder aux interventions en monnaie communautaire ;
- Le soutien monétaire à court terme : il permet de faire face à un besoin de financement à court terme, consécutif à un déficit temporaire de la balance des paiements dû à des difficultés accidentelles ou à des divergences conjoncturelles ;
- Le concours financier à moyen terme : ce concours est accordé pour faire face à des difficultés ou à des menaces graves de difficultés en matière de balance des paiements.

- **Le fonctionnement du SME :**

Dans son fonctionnement, le SME a permis la réalisation, totale ou partielle, des objectifs qui lui avaient été assignés :

✓ *La stabilité des taux de change* : les mécanismes mis en œuvre ont permis d'assurer une relative stabilité des taux de change intracommunautaires et les modifications de parité opérées l'ont toujours été suite à consensus, compte tenu des écarts d'inflation. Cependant, la révision possible des *cours-pivots* entraîne toujours une incertitude sur l'évolution future des taux de change. Par ailleurs, compte tenu des marges de fluctuations prévues, les monnaies peuvent connaître des variations non négligeables, un phénomène accentué par le maintien de certaines devises composant l'ECU (livre sterling...) en dehors du mécanisme de change, ce qui fait parfois ressentir la nécessité d'une intervention, surtout pour les pays à monnaie faible...

✓ *La convergence des politiques économiques* : Au début du fonctionnement du SME, les tensions se sont manifestées à cause de disparités de politique économique, qui peut notamment faire courir un risque de comportement de *passager clandestin* (cf. Théorie des jeux) et conduisant à des déséquilibres économiques importants et à de fortes tensions sur le marché des change. Peu à peu, le SME a contribué à assurer une certaine convergence dans la conduite des politiques économiques, notamment dans la lutte contre l'inflation ;

✓ *Un rôle central attribué à l'ECU*: l'ECU officiel ne remplit pas son objectif, son utilisation comme instrument de réserve des Banques centrales demeure limitée. L'ECU privé connaît un essor important car il amortit les risques de change par rapport à chacune des monnaies communautaires et offre de bons niveaux de rémunération. Ainsi, des obligations sont directement libellées en écus, avec des règlements en écus pour la souscription, les remboursements, les intérêts. De même, les banques constituent dans leurs livres des dépôts en écus et proposent à leur clientèle des crédits en écus. Enfin, l'ECU est utilisé par certains grands groupes (Saint-Gobain, Lesieur...) comme monnaie de facturation pour l'ensemble des transactions entre leurs filiales européennes.

Si le SME a obtenu des résultats significatifs, il a subi, à partir de septembre 1992, une crise particulièrement grave aboutissant à des modifications de parités, à une sortie du SME de deux monnaies (lire italienne et livre sterling) et à un très important élargissement des marges de fluctuation passant, en août 1994, de 2.25% à 15% de part et d'autre des *cours-pivots*.

## **2- L'Union Economique et Monétaire (UEM)**

La perspective du grand marché intérieur européen à l'horizon 1992 et la mobilité extrême des capitaux, qui peut amplifier les mouvements spéculatifs sur les monnaies, amènent les pays de la CEE à une plus forte intégration monétaire, celle-ci devant s'insérer dans un processus général de rapprochement des économies de la Communauté.

S'appuyant sur les conclusions des travaux du comité présidé par J. DELORS, qui avait pour mission *d'étudier et de proposer les étapes concrètes devant mener à l'UEM*, les Douze s'engagent à la fin de 1989 sur la voie de l'UEM :

- *Une fixité absolue et irrévocable des taux de change* : cette fixité doit assurer une protection contre le risque de change et éliminer toute spéculation sur les monnaies. L'UEM implique l'absence de marges de fluctuation (fixité absolue) et de modification de parité dans le futur (fixité irrévocable) ;
- *La création d'une autorité monétaire commune : la Banque Centrale Européenne (BCE)* : la création de monnaie devant être appréhendée au niveau de l'Union, il est nécessaire de mettre en place une politique monétaire commune et des interventions communes sur le marché des changes vis-à-vis des monnaies tierces ;

➤ *La coordination des politiques économiques et budgétaires* : l'interdépendance beaucoup plus forte des économies résultant de l'union monétaire exige un net renforcement de la coordination des politiques économiques, notamment au niveau budgétaire en raison des risques inflationnistes pouvant résulter de déficits nationaux excessifs ou financés par des moyens monétaires.

Ces principes se sont imposés progressivement au sein de l'UEM :

1. **01/07/1990** : coordination accrue des politiques économiques des pays de la Communauté par l'institution d'une surveillance multilatérale des politiques des Etats-membres, l'élargissement des compétences du comité des gouverneurs des Banques centrales qui doit être consulté avant la fixation des politiques monétaires nationales...
2. **01/01/1994** : Francfort, création de l'*Institut Monétaire Européen* (IME) dont sont membres les Banques centrales des Etats de la Communauté. L'IME a pour mission de préparer l'introduction de la future politique monétaire unique, de renforcer la coordination des politiques monétaires, notamment pour assurer la stabilité des prix, de superviser le fonctionnement du SME ;
3. **01/01/1997 - 31/12/1999** : instauration et mise en œuvre effective de l'UEM par la fixation irrévocable des parités, le transfert à l'autorité monétaire commune de la responsabilité de la formulation et de l'application de la politique monétaire, la transformation des orientations de politique économique en décisions contraignantes (imposition de contraintes aux budgets nationaux...), la mise en commun de la totalité des réserves, le passage, enfin, à une monnaie communautaire unique.

### 3- La zone euro

Le traité de Maastricht (1992), qui consacre l'UEM, prévoit l'adoption d'une monnaie unique pour les Etats satisfaisant les critères de convergence :

1. Un taux d'inflation ne dépassant pas de plus de 1.5% les trois meilleures performances des Etats-membres ;
2. Un taux d'intérêt à long terme ne dépassant pas de plus de deux points la moyenne des taux des trois meilleurs Etats dans le domaine de l'inflation ;

3. Un déficit public ne dépassant pas 3% du PIB ;
4. Une dette publique ne dépassant pas 60% du PIB ;
5. Le respect des marges de fluctuation au sein du SME pendant deux ans au moins sans dévaluation.

Le passage à la monnaie unique s'est effectué de façon progressive, conformément au scénario définitivement adopté lors du Conseil européen de Madrid en décembre 1995 et en s'appuyant sur les règlements communautaires relatifs au passage à l'euro et approuvés à Amsterdam en juin 1997.

Après une période transitoire (01/01/1998 – 01/01/1999) au cours de laquelle est établie la liste des Etats-membres pouvant adopter l'euro dans le cadre de l'UEM, une période transitoire (01/01/1999 – 01/01/2002) est adoptée pour permettre la naissance de la monnaie unique et assurer la fongibilité des monnaies entre elles.

Cette phase transitoire permet la fabrication des billets de banque et des pièces en euro, et aux banques commerciales de basculer la totalité de leur activité en monnaie unique.

La période finale (01/01/2002 – 01/02/2002) permet le remplacement progressif par l'euro des monnaies nationales, qui n'ont plus cours légal depuis le 18/02/2002.

- **La notion de zone monétaire optimale :**

Une zone monétaire est une zone géographique dans laquelle les échanges se règlent, totalement ou partiellement, en une monnaie commune ou, en une monnaie unique qui supprime les monnaies nationales. Si la zone est trop petite, les coûts de transaction avec le reste du monde restent importants ; si elle est trop grande, les pays ont des chances d'avoir des fonctionnements et des dysfonctionnements trop différents.

L'analyse s'appuie sur la notion de *chocs exogènes asymétriques* : ce sont des chocs spécifiques à certains pays de la zone ou des réactions nationales spécifiques à des chocs communs. Le principe de la zone monétaire a pour effet de supprimer un processus privilégié d'ajustement, l'ajustement par le change. Pour limiter au maximum le coût de cette renonciation au processus d'ajustement par le change, il faut une zone qui ne soit ni trop petite, ni trop grande : il faut que la zone soit « optimale ».

Les chocs asymétriques s'opposent aux chocs symétriques, c'est-à-dire ceux qui frappent toutes les économies dans les mêmes conditions. A cette distinction, il faut ajouter la distinction chocs généralisés/chocs localisés, selon que leurs conséquences se propagent ou non à l'ensemble des pays de la zone. Les premiers appellent une réponse

nationale alors que les seconds nécessitent une action coordonnée (politique monétaire, de change...) De tous les critères avancés pour délimiter le périmètre d'une zone optimale, il convient de retenir que soit minimisé le coût de l'abandon de l'ajustement par le change auquel conduit l'adoption d'une monnaie unique. Différentes théories s'affrontent :

- ☑ R. MUNDELL (1961) a proposé comme critère de définition un fort degré de mobilité du facteur travail, celui-ci étant considéré comme un bon substitut à l'ajustement par le change : un pays exposé à un choc exogène défavorable ne peut stabiliser son chômage que si la main-d'œuvre a la possibilité de s'expatrier dans les pays où l'activité économique est plus forte ;
- ☑ R. I. MAC KINNON (1963) avance comme critère un fort degré d'ouverture des économies (part du secteur des biens échangeables par rapport au secteur des biens non échangeables ; part élevée du commerce intrazone dans le PIB). Lorsque les économies d'une zone sont très ouvertes, la monnaie unique se justifie dans la mesure où la solution de la flexibilité des changes est non seulement peu efficace mais aussi coûteuse en ce sens que l'ajustement par les changes flexibles peut désorganiser les prix relatifs des biens non échangés ;
- ☑ P. B. KENEN (1969) met en avant le critère de la diversification de la production : tout pays soumis à un choc exogène peut mieux le résorber si sa production domestique est suffisamment diversifiée, ce qui atténue le besoin d'un ajustement par le change et justifie davantage l'Union monétaire ;
- ☑ J. M. FLEMING (1971) et P. DE GRAUWE (1975) ont énoncé les conditions que doivent remplir des économies voulant constituer une union monétaire dans le but d'assurer entre elles une harmonisation conjoncturelle et structurelle : faibles écarts d'inflation, de taux d'intérêt, d'agrégats monétaires, de soldes extérieurs, de taux de croissance..., c'est-à-dire les conditions macro-économiques !

Les critères de convergence du Traité de Maastricht ont été définis selon cette dernière approche, le but étant d'assurer aux pays candidats à l'euro la parenté la plus étroite possible. Dans les années 1980, une forte mobilité internationale des capitaux est considérée comme une condition favorable à l'Union monétaire, puisque les mouvements de capitaux peuvent aussi permettre d'absorber tout déséquilibre affectant l'offre et la demande d'épargne, sans modification du taux de change. Durant les années 1990, plusieurs auteurs évaluent les gains et les pertes qu'une telle stratégie peut

entraîner... Ainsi, une zone monétaire est dite optimale lorsqu'elle rassemble des pays présentant :

→ *Une grande proximité de structures*, c'est-à-dire des produits voisins, des rythmes de croissance et des gains de productivité proches, des cycles d'affaires synchrones, des institutions politiques et sociales similaires, des cultures et des mentalités compatibles, des objectifs économiques communs...

→ *Des marchés très intégrés* : forte intégration économique avec un commerce intrazone majoritaire et une forte intégration financière avec une mobilité internationale des capitaux élevée.

Ainsi, des économies d'une même zone qui présentent ces caractéristiques ont des réactions identiques aux chocs exogènes (dits alors *symétriques*), ce qui annule pour elles le coût de renonciation à l'ajustement par le change. La zone euro apparaît optimale si l'on choisit le critère de R. I. MAC KINON : le commerce extérieur intrazone des pays de l'Euroland est très élevé dans leurs échanges extérieurs. Elle l'est également au regard du critère de P. B. KENEN car les productions sont suffisamment diversifiées pour donner à leur secteur réel une certaine flexibilité et réduire ainsi le coût des ajustements. D'après les critères de J. M. FLEMING et de P. DE GRAUWE, la zone euro est optimale car il n'est pas contestable que la discipline des critères de convergence a rapproché les économies et que la libéralisation financière a permis une intégration des marchés de capitaux européens. Mais la zone euro est moins optimale si l'on observe le critère de R. MUNDELL : à cause des barrières linguistiques et culturelles, des différences entre les régimes institutionnels des marchés du travail, la mobilité internationale du travail est très faible en Europe, ce qui fait craindre que les ajustements, incontournables en cas de chocs asymétriques, ne soient des ajustements par le chômage et par l'investissement et qu'ils ne créent, par conséquent, une Europe à plusieurs vitesses ! Par ailleurs, la probabilité de chocs exogènes et asymétriques n'est pas négligeable malgré l'application des critères de convergence (cf. rapport OFCE, 1992) et les économies nationales européennes restent marquées par des spécificités sur leur rythme de croissance, leur fonctionnement économique et social, leur système productif (accentuation de la spécialisation internationale, d'où accroissement du risque de chocs asymétriques), leur mode de financement et la structure du système bancaire et financier, le marché du travail (facteurs démographiques, comportementaux, niveaux d'intervention étatique...)

- **Avantages et inconvénients de la monnaie unique :**

<b>AVANTAGES</b>	<b>INCONVENIENTS</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>- Plus de conversions de monnaies nationales ;</li><li>- Elimination du risque de change ;</li><li>- Economies sur les prix en raison de l'absence de variations de change et de la suppression des commissions de change ;</li><li>- Economies de couverture du risque de change (entreprises), d'où également diminution du risque sur les investissements internationaux ;</li><li>- Comparaison instantanée des prix, d'où renforcement de la concurrence ;</li><li>- Renforcement des mouvements internationaux de main-d'œuvre ;</li><li>- Meilleure efficacité des politiques budgétaires nécessairement coordonnées ;</li><li>- Meilleure crédibilité de la politique monétaire commune.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Suppression de l'ajustement par le change ;</li><li>- Abandon de la souveraineté monétaire au profit de la BCE, indépendante, qui a pour seule mission la stabilité des prix (monétarisme strict).</li></ul>

## **V- Les liquidités internationales**

### ***1- Les avoirs en devises***

Ils représentent une partie très importante des liquidités internationales, les devises sont essentiellement composées de dollars, même si l'euro et le yen occupent une place non négligeable.

La prépondérance du dollar résulte du rôle joué par les Etats-Unis dans le SMI au niveau des Banques centrales, car le dollar est à la fois une unité de mesure, une monnaie de règlement, une monnaie de réserve et la principale monnaie d'intervention sur le marché des changes. Cette prépondérance s'explique également par l'essor considérable du marché de l'eurodollar, qui s'est ensuite élargi à d'autres devises pour former le marché des eurodevises.

Ce marché des eurodevises a largement contribué à l'essor du marché des euro-émissions, sur lequel sont négociés des titres, libellés en eurodevises et émis par l'intermédiaire d'un syndicat bancaire international.

## **2- L'or**

La part de l'or a progressivement diminué dans le cadre du système de Bretton-Woods car les Banques centrales ont peu à peu constitué leurs réserves essentiellement en devises et surtout en dollars. Ceci s'explique par la réticence des Etats-Unis à satisfaire les demandes de conversion de dollars en or et par l'attrait des gains réalisés sur les placements en devises, l'or ne procurant aucun revenu particulier.

Cette évolution a été largement favorisée par les Etats-Unis qui souhaitaient une démonétisation de l'or, officiellement consacrée en janvier 1976 par les accords de la Jamaïque (07-08/01/1976), qui ont ôté tout rôle monétaire à l'or dans les statuts du FMI.

## **3- Les prêts accordés par le Fonds Monétaire International (FMI)**

Les ressources du FMI sont constituées par les quotes-parts, ou quotas, des Etats-membres, dont le montant dépend de la puissance économique de chacun d'eux.

Ces crédits peuvent être :

- *Les tirages automatiques* : obtention automatique des devises à concurrence du quart de leur quote-part (*tranche de réserve*) ;
- *Les tirages sur les tranches de crédit* : après accord du Fonds, tirage sur quatre tranches de crédit correspondant, pour chacune d'elles, à 25% de la quote-part du pays tireur ;
- *Financement compensatoire* : institué en 1963, il permet d'accroître l'aide financière aux pays connaissant une baisse anormale et passagère de leurs recettes d'exportation ;
- *Financement des stocks régulateurs* : mis en place en 1969, il a pour but d'aider certains pays membres à financer leurs contributions à la constitution de stocks régulateurs ;
- *La facilité élargie* : créé en 1974, ce système permet d'aider les pays membres à remédier à des déficiences structurelles de leurs balances des paiements dans le domaine de la production, du commerce, des prix...



➡ *Le mécanisme pétrolier* : institué en 1974, ce mécanisme a pour but d'aider les pays dont la balance des paiements est déficitaire à cause du relèvement des prix du pétrole ;

➡ *Le financement supplémentaire* (M. H. J. WITTEVEEN) : créé en 1977, il a pour objet d'accorder aux pays membres une assistance financière dépassant les possibilités offertes par les tranches de crédit. Le financement supplémentaire est devenu, en 1981, le mécanisme de *la politique d'accès élargi aux ressources du Fonds* ;

➡ *La Facilité d'Ajustement Structurel (FAS) et la Facilité d'Ajustement Structurel Renforcé (FASR)* : créées en 1986 et 1987, ces financements sont destinés à aider les pays en développement à faible revenu aux prises avec des difficultés de balance des paiements et effectuant des efforts d'ajustement.

#### **4- Les droits de tirage spéciaux (DTS)**

Créés en 1969, ils sont censés permettre d'augmenter le volume des liquidités internationales. Ils sont attribués à chaque Etat-membre en fonction de leur quota auprès du FMI. Les DTS permettent d'acquérir des devises étrangères, les pays participant s'engagent, dès qu'ils sont désignés à cet effet par le FMI, à fournir des devises en échange de DTS.

A l'origine, les DTS ont été définis par rapport à l'or et actuellement par référence à un panier de monnaies, dont le dollar, le yen et la livre sterling.

#### **Conclusion**

L'adaptation du volume des liquidités internationales aux besoins engendrés par les échanges internationaux constitue un problème très important pour les autorités monétaires, que l'on soit en présence d'un système de taux de change fixes, pour lequel les pays doivent disposer d'un volume suffisant de liquidités pour faire face aux déséquilibres temporaires de leur balance des paiements, ou d'un système de *flottement impur*, chaque Banque centrale doit s'efforcer de gérer le flottement de sa monnaie de la façon la plus appropriée...

Si l'accroissement des liquidités internationales doit donc être suffisant pour assurer l'essor du commerce international, il ne doit pas cependant devenir excessif et favoriser alors le développement de l'inflation mondiale !