

Article

« Un étalon-dollar : passé et futur »

Vély Leroy

L'Actualité économique, vol. 49, n° 3, 1973, p. 323-341.

Pour citer cet article, utiliser l'information suivante :

URI: <http://id.erudit.org/iderudit/803004ar>

DOI: 10.7202/803004ar

Note : les règles d'écriture des références bibliographiques peuvent varier selon les différents domaines du savoir.

Ce document est protégé par la loi sur le droit d'auteur. L'utilisation des services d'Érudit (y compris la reproduction) est assujettie à sa politique d'utilisation que vous pouvez consulter à l'URI <http://www.erudit.org/apropos/utilisation.html>

Érudit est un consortium interuniversitaire sans but lucratif composé de l'Université de Montréal, l'Université Laval et l'Université du Québec à Montréal. Il a pour mission la promotion et la valorisation de la recherche. Érudit offre des services d'édition numérique de documents scientifiques depuis 1998.

Pour communiquer avec les responsables d'Érudit : erudit@umontreal.ca

UN ÉTALON-DOLLAR : PASSÉ ET FUTUR

« *Gold went off sterling in 1931.* »

J.M. Keynes

Depuis Bretton Woods, la galaxie des monnaies a été dominée par le dollar. Parmi les facteurs économiques et financiers qui soustendaient cette réalité, quelques-uns demeurent encore. Toutefois, de nouveaux horizons se découvrent au fur et à mesure des progrès de l'intégration au sein de l'Europe du Traité de Rome, de l'accession du Japon au rang de puissance économique mais aussi du rapprochement avec l'Est. Enfin, la vigilance accrue des pays producteurs de matières premières contribue à modifier le ton des propositions sur la question monétaire internationale.

Plus fondamentalement, les circuits d'activité se sont transformés. En témoignent les adaptations de notre vocabulaire : firme *multi-nationale*, banque *multi-nationale*, monnaie *trans-nationale*, conséquences terminologiques des mutations de structure de la production et des circuits financiers. Une plus grande sophistication jointe à une meilleure efficacité caractérise ces circuits, valant ainsi aux capitaux une mobilité de mieux en mieux démontrée.

Le dollar a contribué à tous ces progrès, au point même que l'expression étalon-dollar revêt plusieurs sens, comme l'a signalé R.A. Mundell [1]¹.

Dans cet essai, nous posons la question de l'étalon-dollar, passé et futur. Un rapide tour d'horizon du dossier du système de Bretton Woods en précédera l'examen.

I — LE DOSSIER : LES PRINCIPAUX PROBLÈMES²

Le dossier du système monétaire issu de la Conférence de Bretton Woods n'a pas fait l'objet d'un accord unanime chez les critiques. Il révèle des forces et des faiblesses. Si l'expansion du commerce mondial durant ces quelques vingt dernières années figure largement au crédit du système, en revanche la multiplication des signes de malaise n'est pas sans

* Rapport présenté lors du 13^e Congrès annuel de la S.C.S.E. tenu à Montréal en mai 1973.

1. Les nombres entre crochets réfèrent à la bibliographie en fin d'article.

2. Il s'agit essentiellement d'une rétrospective. Aujourd'hui, certains des problèmes se présentent sous un jour très différent. Voir plus loin, pp. 334-335.

inquiéter non plus. De l'avis de certains, ces symptômes dénotent essentiellement une crise de confiance. L'idée que le dollar demeurerait somme toute une monnaie-signes s'accommodait de moins en moins des enseignements contraires de l'expansion continue des balances dollars à l'étranger, de dollars privés de l'appui d'un stock adéquat d'or aux Etats-Unis. Cette situation a été exacerbée, à son tour, par l'insuffisance des stocks monétaires mondiaux.

Pour d'autres, les signes de malaise témoignent essentiellement d'une pénurie de liquidités internationales. L'accroissement des balances dollars à l'étranger atténue cette pénurie mais au hasard des fluctuations de la balance des paiements des Etats-Unis.

D'autres, au contraire, estiment que ces symptômes trahissent essentiellement des déséquilibres dans les comptes extérieurs, plus particulièrement de certains pays. Les balances de paiements ne s'ajustent pas. Les procédés usuels d'ajustement semblent voués à l'impuissance, quand ils ne sont pas tout simplement mis au rancart.

Pour d'autres, des malaises naissent essentiellement des tendances d'un système qui privilégie la déflation en raison du fait que ce système inscrit les torts du côté des pays déficitaires principalement. Il ne présume pas suffisamment des responsabilités des pays excédentaires. Or, les Etats-Unis, pays à monnaie de réserve, sont par la force même des choses *le* pays déficitaire³.

Voilà l'essentiel en ce qui intéresse les grands problèmes. Des propositions ont été avancées, qui véhiculent l'idée d'une réforme souhaitable du système monétaire international.

Il est clair que les difficultés du système s'entretiennent mutuellement. Ainsi, une certaine méfiance à l'endroit du dollar précipite des mesures déflationnistes aux Etats-Unis. Leurs chances de produire un redressement des comptes extérieurs seraient réelles si seulement cette politique pouvait compter sur l'appui de mesures expansionnistes dans certains autres pays. La probabilité qu'un tel appui leur soit refusé, sinon retiré, augmente à mesure qu'il se développe une pénurie de liquidités internationales ou lorsque la conjoncture des marchés intérieurs dans certains pays clés participe de celle de leur commerce extérieur avec les Etats-Unis, directement ou indirectement.

L'ordre de succession des événements est réversible. Une certaine méfiance vis-à-vis du dollar peut avoir pour origine une politique expansionniste aux Etats-Unis. L'expansion provoque la dégradation de leurs comptes extérieurs à moins que d'autres pays ne s'engagent plus avant dans la voie de l'expansion ou que l'accroissement des balances dollars ne soit un développement activement recherché par le reste du monde.

3. Le rôle particulier des Etats-Unis suggère, il va de soi, des interprétations tout aussi particulières de sa position de pays déficitaire.

Il y a là matière pour une théorie de la demande et de l'offre dans l'analyse des déficits récurrents de la balance des paiements des États-Unis [2]. L'idée, quoique intéressante, demeure abstraite. Car il existe aussi des facteurs extra-monnaïres sous-jacents. L'application intégrale d'une théorie de l'offre et de la demande exigerait l'instauration d'un régime de change flexible. Sous des formes modifiées, cette approche a, cependant, conduit à la flottaison des principales monnaies vis-à-vis le dollar.

Néanmoins, le Comité des Vingt⁴ s'est dit favorable à un régime de parités « stables » mais « ajustables ». Voilà une option qui pose le problème de l'étalon monétaire international.

Comment ce problème s'est-il présenté dans le passé, comment peut-il être abordé dans l'avenir ?

II — LE PASSÉ

L'usage abusif du mot « étalon » est sans doute à l'origine de la pluralité des noms composés donnés au système de Bretton Woods. *International gold standard* [3], *gold-dollar system* [4], *de facto dollar standard* [1], *dollar-exchange standard* [5], *dollar-standard* [6], *paper-dollar standard* [7], sont différentes appellations du système monétaire d'avant ou d'après 1971. Mais P.A. Samuelson prétend que l'étalon-dollar n'a pas été le régime monétaire que nous avons connu depuis Bretton Woods, pas plus que l'étalon-sterling n'a été celui du régime de jadis [8]⁵.

Tous admettent cependant la suprématie du dollar commercial et du dollar financier. Conséquemment, les différences qui les séparent ne sauraient résider ailleurs que dans des interprétations divergentes de l'étalon monétaire international.

W.E. Mason a consacré un ouvrage à cette question [10]. Il y a intérêt à s'en inspirer.

a) L'expression « étalon monétaire » peut servir à désigner l'unité universelle de compte. Au plan international, c'est la monnaie d'expression des parités, des cours de change, des prix et des valeurs.

b) L'expression peut servir à désigner la monnaie *standard*, c'est-à-dire celle en laquelle toutes les autres sont déclarées directement convertibles.

c) En groupant a) et b), on transforme l'étalon-monnaire en monnaie d'intervention pour la défense des parités, sinon pour le maintien d'une certaine marge de fluctuation.

d) L'expression peut servir à désigner l'étalon de valeurs en termes de biens et de services. Nous n'insisterons pas davantage.

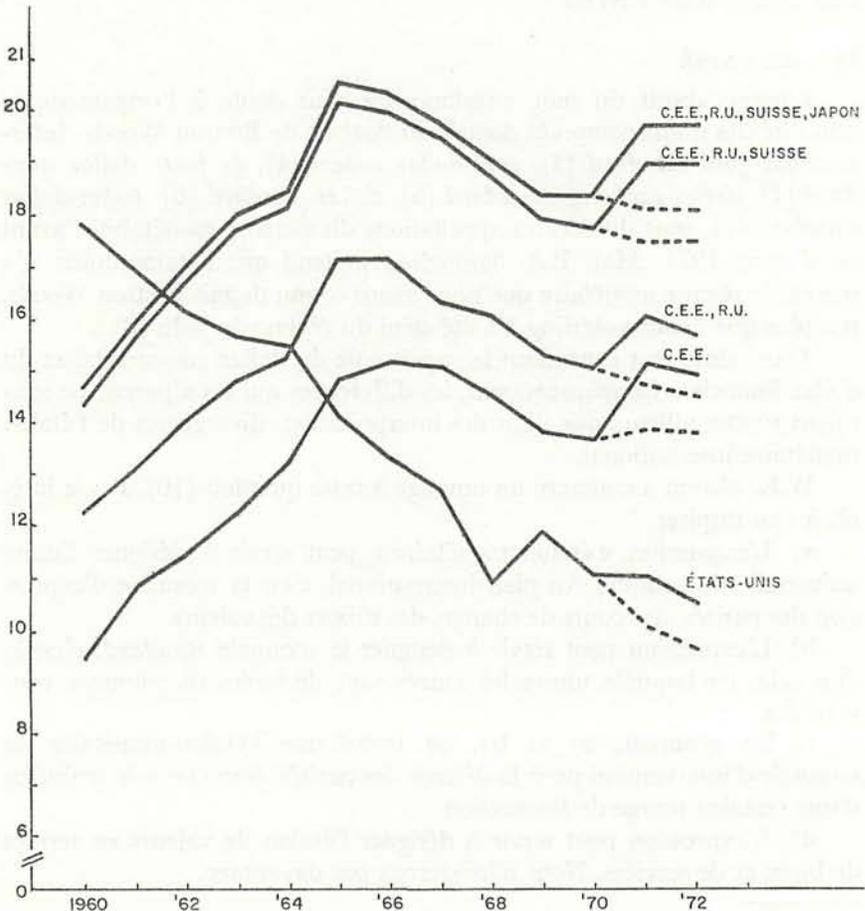
4. Voir : *IMF Survey*, 9 avril 1973.

5. « *The world has never been on a dollar standard, any more than it was earlier on a pound standard* ». *Ibid.*, p. 446. R. Dehem exprime des idées contraires, à en juger par le titre de son récent ouvrage. Voir [9].

e) Plus récemment, certains auteurs en sont venus à l'utiliser pour exprimer le principe même en vertu duquel le volume de monnaie en circulation connaît *ultimement* des limites. La monnaie-étalon serait alors rien moins qu'une composante essentielle des réserves qui soutiennent l'émission de monnaie nationale ailleurs que dans le pays à monnaie de réserve, il va de soi.

Un étalon-dollar parfait confirmerait la validité de ces cinq interprétations, prises simultanément. Pour un étalon partiel, seules les deux

GRAPHIQUE 1
STOCKS D'OR ¹
(en milliards de dollars É.-U.)



SOURCE : IMF, *International Financial Statistics*.

1. De 1960 à 1970, l'once d'or est évalué à 35 dollars ; en 1971, à 38 dollars : ligne pleine ; à 35 dollars, ligne brisée.

premières suffisent. D'une part, l'inflation, et d'autre part, l'absence de règles effectives, la neutralisation délibérée des entrées et des sorties de liquidités internationales de même que le développement de la monnaie scripturale, expliquant la non-pertinence des interprétations d) et e) ⁶.

Le dollar aurait-il été l'étalon monétaire international au sens indiqué en a) et b) ?

Certains répondent par l'affirmative encore que pour des raisons différentes, dont les unes tiennent surtout au rôle du dollar comme unité universelle de compte et les autres, à son rôle de monnaie-standard, ou encore, aux deux à la fois. D'autres retiennent l'interprétation e) : le dollar soustend l'édifice du crédit international, et partant, plus ou moins aussi celui du crédit à l'intérieur de pays autres que les Etats-Unis, bien entendu.

Tandis que P.A. Samuelson prétend que l'étalon-dollar est un mythe. Il s'explique en ces termes :

« Under the automatic gold standard the dollar and gold were interchangeable : the dollar was as good as gold but no better ; gold was as good as the dollar. The dollar could be better than gold only in the event that the automatic gold standard broke down in a downward revaluation of the dollar price of gold. » [8], p. 446.

Les appellations diverses du système accentuent l'une ou l'autre des interprétations possibles de l'étalon monétaire. Les interprétations a) et b) s'accordent particulièrement avec les expressions : *dollar-exchange*, *dollar-standard*, *paper-dollar standard* ; l'interprétation c) avec *reserve-currency system* ; l'interprétation d) avec les appellations : *international gold standard*, *gold-dollar system*. L'affirmation de Samuelson, à l'effet qu'une parfaite équivalence entre le dollar et l'or signifie que le régime monétaire n'est pas un régime d'étalon-dollar, pas plus qu'il n'est un régime d'étalon-or, s'accorde le mieux avec l'appellation *gold-dollar system*.

Il y a une part de vérité dans toutes ces approches, à la fois celles qui mettent l'accent sur le dollar, celles qui groupent le dollar et l'or, et la thèse de Samuelson.

Partis d'interprétations différentes de l'étalon monétaire, les auteurs ont posé des diagnostics différents et proposé des remèdes conséquemment différents. Il suffira de comparer les conclusions auxquelles arrivent Bernstein [13], Haberler [6] [17], Triffin [11], Samuelson [8], Mundell [2], ou Rueff [14] pour ne nommer que ceux-là.

Dans une tentative de réconciliation, sinon des approches, du moins des intentions qui les ont précédées, on pourrait tenter un examen de la

6. A ce propos, voir Triffin, R. [11], partie I ; et l'ouvrage classique de Nurkse [12].

TABLEAU 1
RÉPARTITION DES STOCKS D'OR MONDIAUX : ÉTATS-UNIS ET CINQ PAYS EUROPÉENS
(Estimations, en pourcentages)

Pays	Moyennes annuelles				1966	1967	1968	1969	1970	1971
	1934-38	1946-48	1949-59	1960-65						
Les cinq pays européens ^a	20.26	4.63	10.13	28.56	35.19	36.18	35.59	33.69	33.08	33.83 ^b
Les États-Unis	49.18	66.53	59.71	38.15	30.64	29.00	26.62	28.91	26.82	24.76 ^b
<i>Pour les États-Unis :</i>										
Passif liquide extérieur en dollars	—	.31	.59	1.62	2.26	2.76	3.11	3.52	3.91	6.2 ^b
Stock d'or en dollars										

SOURCES : Chiffres calculés à partir de données puisées dans : *Banking and Monetary Statistics*, septembre 1943 ; *Supplement to Banking and Monetary Statistics*, section 14, octobre 1962 ; *Federal Reserve Bulletin* ; *Treasury Bulletin* ; et rapports du *Fonds Monétaire International*.

a. Belgique, France, Allemagne, Italie et Hollande.

b. L'or à 35 dollars l'once. La convertibilité-or du dollar est suspendue le 15 août 1971. Une dévaluation escomptée du dollar vis-à-vis l'or fait partie intégrante du « Smithsonian Agreement » du 18 décembre 1971. Les États-Unis dévaluent officiellement le 3 avril 1972, faisant passer le prix officiel de l'or de 35 à 38 dollars l'once.

conjoncture de l'or et du dollar depuis Bretton Woods⁷. Nous ne l'entreprendrons pas, encore qu'il suffise de s'adresser au tableau 1 et au graphique 1 qui situent fidèlement la position des Etats-Unis vis-à-vis un groupe de pays à différentes époques.

Plus fondamentalement, on pourrait vouloir aborder le problème du conditionnement des valeurs et se demander si l'or monétaire tire son prestige du dollar ou si, au contraire, le dollar tire son prestige de l'or. 1931 a-t-elle été l'année de l'effondrement de l'étalon-sterling ou de l'étalon-or⁸ ?

Ainsi posée, la question intéresse les rapports de forces. Cet élément est loin d'être négligeable. Il a d'ailleurs servi de caution à maintes approches, en particulier celle de Despres-Kindelberger-Salant [18]⁹.

Le problème des rapports de forces avait été déjà posé par D.H. Robertson dans *Money* (édition de 1929). En dépit du contexte historique différent, nous trouvons intérêt à le citer :

« If we assert that at the present day the quantity of money in every gold-standard country, and therefore its value, depends on the value of gold, we shall be in grave danger of falling once more in Alice's trouble about the thunder and the lightning. For the world's demand for gold includes the demand of the particular country which we are considering ; and if that country be very large and rich and powerful, the value of gold is not something which she must take as given and settled by forces outside her control, but something which up to a point at least she can affect at will. It is open to such a country to maintain what is in effect an arbitrary standard, and to make the value of gold conform to the value of her money instead of making the value of her money conform to the value of gold. » [16] p. 86.¹⁰

La conjoncture a évolué depuis. L'économie mondiale a subi plusieurs changements fondamentaux. Néanmoins, et en dépit de l'interdiction qu'on eût cru sérieuse lorsqu'on prend à témoin certains faits¹¹, le dollar demeure une monnaie dominante.

L'égalité des monnaies sur la scène internationale, une institution de droit, se révèle une fiction économique¹². En raison de ce fait, l'emploi

7. Un excellent résumé de la conjoncture de l'or et du dollar, de 1960 à 1971, est donné dans [15], chapitre 1 ; aussi consulter M. Gilbert [4].

8. Dans ce contexte, la citation de J.M. Keynes, reproduite au début de cet article traduit une nette préférence pour l'étalon-sterling : « *Gold went off sterling...* »

9. Voir la contre-réaction de E.M. Bernstein [18].

10. Mots soulignés par nous. A noter que D.H. Robertson donnait de l'étalon-or, une définition qui se voulait pratique. Pour lui, l'expression ne pouvait signifier en réalité qu'un régime par lequel un pays maintient à égalité la valeur d'une unité de sa monnaie et d'une quantité déterminée d'or — l'or servant d'unité de compte et rien de plus. *Ibid.*

11. Par exemple, la dégradation de la position des Etats-Unis. (Voir les données du tableau 1). Consulter Haberler, G. [17] et Johnson, H.G. [19], pour la période postérieure à 1971.

12. Consulter R. Triffin [20], *passim*.

d'un instrument de réserve « apatride » peut être perçu comme un moyen de forcer à tout le moins un ralentissement de la « dollarisation » du monde. C'est l'aspect politique commun à la thèse des partisans de l'or¹³ et à celle de la création d'une unité de réserve divorcée de l'or tout autant que de l'image d'une monnaie nationale¹⁴.

L'instrument « apatride » existe. Ce sont les Droits de Tirage spéciaux (DTS). Un étalon-dollar partiel subsiste mais se porte de plus en plus mal. L'or s'est détaché du dollar et la spéculation n'a pas abdicqué. Les monnaies ont été réalignées et les marges tolérées par le Fonds monétaire international, portées de ± 1 à $\pm 2\frac{1}{4}$ p.c. En revanche, le mouvement d'intégration monétaire au sein de la Communauté économique européenne (CEE) tempère les effets escomptés en raison du fait que les marges sont plus restreintes entre les monnaies impliquées. Il en est résulté le « zigzag dans le tunnel » (*snake in the tunnel*). Le recours aux monnaies mêmes de la CEE pour fins d'intervention en est un trait essentiel.

De leur côté, les Etats-Unis, depuis l'entente intervenue au Smithsonian Institute en décembre 1971, sont intervenus sur le marché des changes au moyen des instruments prévus dans l'accord passé entre, d'une part, la Federal Reserve Bank of New York, et, d'autre part, des banques centrales étrangères ainsi que la Banque des Règlements Internationaux¹⁵. Après l'institution de la taxe de péréquation des taux d'intérêt en juillet 1963, ils ont arrêté de nombreuses mesures à la défense du dollar. Des pays européens n'en firent pas moins à la défense de leurs parités, surtout après la crise d'août 1971¹⁶. Cette année-là, la balance des paiements des Etats-Unis enregistrait un déficit de 29.8 milliards de dollars sur la base des transactions officielles, contre 9.8 milliards en 1970. Au total, leur passif liquide envers le reste du monde s'élevait à un peu plus de 64 milliards de dollars à la fin de 1971, en regard d'un stock d'or d'environ 10.2 milliards de dollars¹⁷.

Enfin, deux dévaluations du dollar se sont succédé depuis le 18 décembre 1971, date du « Smithsonian Agreement ». Ensemble, elles représentent un recul de 17.1 p.c. du dollar par rapport à l'or, au prix officiel.

Une dévaluation effective du dollar vis-à-vis d'autres monnaies est intervenue. Elle emporte dans l'oubli plusieurs thèses, dont deux en particulier.

13. Mentionnons J. Rueff, *op. cit.* ; avec certaines réserves, Sir Roy Harrod [21].

14. En particulier Triffin, R. [11], [18], [20].

15. A ce sujet consulter les articles de C.A. Coombs dans le *Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review*, numéros de mars et de septembre. Au 9 mars 1973, ces accords prévoyaient des facilités de tirage de l'ordre de 11,730 millions de dollars. A la même date, l'encours des utilisations s'élevait à 1,555 millions de dollars contre 2,855 millions au 1er janvier 1972.

16. Au prix de 35 dollars l'once.

17. A ce sujet, consulter le document du Fonds monétaire international, *Exchange Restrictions*, 23^e Rapport annuel, Washington, D.C., 1972.

a) D'aucuns soutenaient qu'un changement de la parité-or du dollar serait automatiquement imité par d'autres pays ; ils en ont déduit l'impossibilité pour les États-Unis de pratiquer unilatéralement une politique de taux de change qui lui soit propre.

Or, le dollar américain a été dévalué deux fois vis-à-vis toutes les principales monnaies, comme en témoigne le tableau 2.

b) D'autres prônaient une « politique de passivité » (*benign neglect*). Ils forment deux groupes :

1) les « modélistes », dont R.I. McKinnon [22], posent le problème du déficit des États-Unis en termes de « N-1 » pays à politiques actives de balance des paiements, et d'un « Nième » qui se doit de rester passif

TABLEAU 2

LES TAUX DE CHANGE : APPRÉCIATIONS CONSÉCUTIVES
AUX DÉVALUATIONS DU DOLLAR DEPUIS 1971

Pays	Taux-pivots (<i>Central rates</i>)		Accroissement entre le 1er mai 1971 et le 1er mars 1973 (en p.c.)	Commerce extérieur des États-Unis	
	Au 1er mai 1971	Au 1er mars 1973		Exporta- tions	Importa- tions
	(en cents E.-U.)			(en millions de dollars)	
Royaume-Uni	240.00	250.00 ^a	4.17 ^b	2,658	2,986
Japon	27.78	37.75 ^a	35.90 ^b	4,941	9,064
Italie	16.00	17.97 ^a	12.34 ^b	1,425	1,756
Suisse	22.93	31.95 ^a	39.34 ^b	652	150
Autriche	3.85	4.77	23.99	96	173
Belgique	2.00	2.48	23.96	1,138	968
Danemark	13.33	15.92	19.39	258	367
France	18.00	21.72	20.62	1,610	1,369
Allemagne	27.32	34.48	26.18	2,811	4,249
Pays-Bas	27.62	34.24	23.96	1,831	639
Norvège	14.00	16.72	19.43	213	241
Suède	19.33	21.93	13.45	472	601
Accroissement moyen pondéré par le commerce des États-Unis :			24.46	—	—

a. Taux au comptant sur le marché de New-York, au 1er mars 1973.

b. Monnaies flottantes. Base de comparaison : taux moyens calculés à partir des « taux-pivots » au 1er mai 1971 et au 1er janvier 1973 respectivement.

SOURCE : EMB (Ltd.), Report No. 73/5 : *Statement of Edward M. Bernstein to the Subcommittee on International Finance of the Committee on Banking and Currency, U.S. House of Representatives.*

— sa position étant automatiquement déterminée par celle de l'ensemble des autres ; les Etats-Unis sont le « Nième » pays ;

2) les partisans d'un « dollar standard », dont Haberler et Willet [17], [6], soutiennent que la taille de l'économie des Etats-Unis et l'importance relativement minime du secteur extérieur en regard de l'activité intérieure, justifient que les Etats-Unis assignent aux politiques fiscales et monétaires la tâche de stabiliser leur économie avant toute autre considération — les autres n'auront qu'à s'ajuster.

Ces idées ont été balayées par les pratiques de change découlant du « Smithsonian Agreement » et par d'autres événements. Plus fondamentalement, les nombreux développements intervenus depuis déjà près de dix ans, laissent planer des doutes sérieux sur le sens jusqu'ici réservé à l'expression « étalon-dollar » dans la plupart des écrits. Nous sommes confrontés à un paradoxe.

D'une part, s'il a existé un étalon-dollar depuis Bretton Woods, alors cet étalon s'est *officiellement* effondré avec la suppression, en août 1971, de la convertibilité-or du dollar. Il s'est effondré parce qu'il a été en réalité un étalon partiel : le dollar a servi d'unité de compte et de monnaie-standard. Il a failli dans son rôle de mesure de la valeur. En conséquence il a pesé beaucoup moins qu'il n'aurait dû dans les décisions des pays d'aligner leurs politiques monétaires en partie sur leurs avoirs-dollars. C'est un refus du dollar que traduit la réaction de certains pays, à l'effet que les déficits récurrents de la balance américaine des paiements des Etats-Unis véhiculent des pressions inflationnistes. Ce refus s'est traduit par des restrictions de change en 1971.

D'autre part, puisque dès le début des années '60 le dollar avait cessé, à toutes fins utiles, d'être convertible en or, l'étalon-dollar était d'ores et déjà une fiction monétaire. Cette fiction n'aurait pas survécu sans les nombreux replâtrages du système¹⁸. Cela n'avait pas été nécessaire dans la période antérieure à 1960, qui marque la première crise du dollar¹⁹, c'est-à-dire tant et aussi longtemps que le dollar était l'égal de l'or, que l'or était l'égal du dollar.

A moins de réserver un sens particulier à l'étalon-dollar, étranger au vocabulaire scientifique de la monnaie, on voit difficilement comment justifier l'usage de l'expression. Clairement, si par étalon-dollar on entend cette position exceptionnelle du dollar qui a inspiré en gros la politique du *benign neglect*, le régime monétaire aura été dominé par le dollar.

Il ne conviendrait pas de dire qu'il s'est aligné sur le dollar, l'employant comme la mesure universelle de la valeur en termes de biens et de services. En fait, la dominance d'une monnaie est acquise une fois que cette monnaie sert universellement d'unité de compte et/ou de moyen

18. Voir R. Triffin [23].

19. L'or était monté à 40 dollars l'once sur le marché de Londres à la fin d'octobre 1960. Au sujet des développements, consulter [15], chapitre 1.

de paiement. Il importe ici de ne point confondre dominance et système²⁰. Le système de Bretton Woods s'est effondré. La dominance du dollar demeure néanmoins. C'est une réalité qui s'estompera avec les progrès de l'intégration européenne²¹. De même, la livre sterling avait été progressivement écartée par le dollar à mesure que la place financière de New York, aidée des séquelles de la première puis de la seconde guerre mondiale, livrait une concurrence de plus en plus forte à la cité de Londres.

Ainsi, pour Samuelson²² l'expression « étalon-dollar » ne peut servir qu'à désigner le dollar comme mesure de la valeur et non comme unité de compte et/ou moyen de paiement. Si le dollar avait mieux accompli la fonction de mesure de la valeur, il en serait résulté certes de meilleures conditions pour la balance commerciale des États-Unis de même que pour la poursuite et le maintien de la stabilité de l'économie américaine. Particulièrement révélatrice a été la réaction de la Deutsche Bundesbank, après le réaligement des monnaies en décembre 1971 :

*« There is a good chance that the position of the dollar as the Key Currency (Leitwährung) will again become stronger, if the US succeeds in regaining sufficient internal stability. »*²³

L'importance, pour le dollar, de démontrer une meilleure capacité d'accomplir la fonction de mesure de la valeur a été soulignée par l'un des défenseurs de la thèse du « dollar standard » : G. Haberler [6], [17]²⁴. Les dévaluations du dollar depuis 1971 ont essentiellement été un moyen de hâter la réalisation de cet objectif, particulièrement au plan des rapports de prix entre les États-Unis et leurs principaux concurrents. Que le dollar, en dépit des deux dévaluations successives depuis 1971, soit demeuré non convertible en or, voilà, à notre avis, un fait des plus significatifs. Les dévaluations ont visé surtout, et presque exclusivement, un réaligement des monnaies clés et, par ce biais, le redressement de la position compétitive du dollar commercial. Dans la mesure où l'inflation aux États-Unis progresse plus vite que dans le reste du monde, il est à craindre que les effets favorables escomptés de ces dévaluations ne soient définitivement compromis.

La crainte d'une telle éventualité est à l'origine d'un certain pessimisme qui s'est manifesté, a) par la flambée du prix de l'or sur le marché libre, postérieurement à la dévaluation intervenue en 1971, puis à nouveau en 1973 ; b) par l'immobilisation des stocks monétaires d'or, en parfaite harmonie avec la loi de Gresham.

20. Consulter l'excellent article de R. Triffin [24].

21. Consulter, par exemple, H.C. Wallich [25].

22. [8], p. 452.

23. Cité par G. Haberler [6], p. 4.

24. Consulter aussi Johnson, H.G. [26], pp. 417-420.

Toutefois, l'inactivité des stocks monétaires reflète moins le souci de rétablir la convertibilité-or du dollar que la préoccupation et l'intérêt des banques centrales pour le prix qu'ils obtiendraient en échange des lingots d'or, ou encore, des Droits de Tirage spéciaux qui figurent à leur actif²⁵. La question de l'or est loin d'être vidée, quand bien même que l'accord aurait été réalisé sur l'importance décroissante du précieux métal dans les avoirs-réserves à l'avenir. Le prix de l'or constitue, en soi, une question indépendante de celle du rôle de l'or physique dans les réserves internationales.

La suppression de la convertibilité-or du dollar et sa dévaluation, la thésaurisation de l'or par les banques centrales, la lenteur de la balance des paiements des Etats-Unis à se redresser²⁶ en dépit de la réévaluation des monnaies des pays de la CEE et du yen, les assauts répétés de la spéculation — tous ces développements conseillent plus de souplesse dans les politiques du taux de change. Mais le retour à des parités stables, prôné par le Comité des Vingt, présuppose le choix d'un « pivot ». De toute évidence, ce pivot ne sera ni le dollar ni l'or.

III — LE FUTUR

Le système de Bretton Woods n'est plus. La nature des problèmes qui appellent des solutions a changé, elle aussi.

1) Les crises de confiance se traduisent par une plus grande fréquence des déplacements de capitaux spéculatifs qui jouent les monnaies les unes contre les autres, vu l'inconvertibilité du dollar en or ou en quelque autre instrument de réserve.

2) Les tendances déflationnistes reprochées à l'ancien système n'ont en réalité jamais vu le jour. Au contraire. Les forces inflationnistes sont demeurées vives.

3) Il n'y a pas pénurie de liquidités internationales. Au problème de quantité a succédé toutefois un problème de qualité. Les crises sont devenues, en conséquence, plus fréquentes.

4) Les ajustements des balances des paiements ne se font toujours pas. Les pays excédentaires ont consolidé leur position. La CEE s'est élargie et son élargissement laisse présager des transformations dans le courant des échanges en direction d'une intensification du commerce intra-européen²⁷.

25. Ce point de vue a été exprimé par F. Machlup [27], p. 288.

26. Une récente étude a permis de fixer entre 3 et 5 ans le délai d'ajustement des courants commerciaux à des changements de prix. Elle paraîtra dans le numéro de mai 1973 de l'*American Economic Review* sous le titre : « Price Competitiveness in Export Trade Among Industrial Countries », par Junz, H.B. et Rhomberg, R.R.

27. C'est à compter du 1er janvier 1973 que l'Europe des Six est devenue l'Europe des Neuf, par l'intégration de la Grande-Bretagne, du Danemark et de l'Irlande aux six pays signataires du Traité de Rome : la Belgique, la France, l'Allemagne, l'Italie, le Luxembourg et les Pays-Bas. Le même jour, une Zone européenne de Libre Echange dans

5) L'existence d'un problème « d'équité » dans le partage du fardeau de l'ajustement est largement reconnue, de même en est-il des asymétries entre pays²⁸.

6) Le problème de l'aide aux pays du tiers monde et ses rapports possibles avec les émissions de DTS (*SRD link proposal*) ont contribué à faire revivre certains aspects du plan originalement proposé par Sir Maxwell Stamp [29].

7) Finalement, le renforcement des DTS à la fois pour servir de « pivot »²⁹ et de réserves, de préférence à l'or et aux monnaies nationales³⁰, a été examiné d'un point de vue qui permet le passage à des politiques concrètes de réforme du système monétaire international.

En revanche, les objectifs assignés à un système international de paiements peuvent être ramenés aux quatre suivants : le système doit faciliter :

- a) la poursuite et le maintien de la stabilité au plan intérieur ;
- b) l'équilibre à réaliser dans le temps entre, d'une part, la balance courante, et, d'autre part, les mouvements de capitaux ;
- c) la poursuite et le maintien de la stabilité au plan des relations économiques internationales ;
- d) l'essor des échanges internationaux avec un minimum de contraintes sur le commerce et sur les mouvements de capitaux.

A la poursuite de ces objectifs les gouvernements disposent principalement des moyens suivants : a) les politiques fiscales et monétaires, b) la politique commerciale, c) la politique de taux de change et d) le recours au financement international. L'appel à ces moyens se fait dans le cadre des contraintes imposées, entre autres, par un système international de paiements. Conséquemment, il y a possibilité de conflits entre les objectifs d'ordre interne et les objectifs d'ordre externe ; ou encore, entre les intérêts de groupes différenciés de pays.

Le dollar étant inconvertible en instruments de réserve internationale, l'attention a été naturellement centrée sur deux problèmes, essentiellement :

- 1) le choix d'un « pivot » autre que le dollar pour définir les parités ;

le domaine des produits manufacturés était fondée ; elle englobe l'Europe des Neuf plus cinq autres pays membres de l'ancienne Zone de Libre Echange : l'Autriche, le Liechtenstein, le Portugal, la Suède et la Suisse. Pour plus de renseignements, consulter le *IMF Survey*, 8 janvier 1973.

28. Consulter l'article de R.N. Cooper [28] ; aussi, H.G. Johnson [26] et P.A. Samuelson [8].

29. Voir J. Williamson [30].

30. Voir J.M. Fleming [31], [32] ; R. Triffin [24].

- 2) le « *dollar overhang* » ou l'encours du passif liquide des États-Unis envers le reste du monde, certes un obstacle de taille au rétablissement de la convertibilité du dollar en instruments de réserve internationale.

Nous sommes enclins à penser que la solution du second problème est liée à celle du premier. Il a toujours été observé qu'un retour valable à la convertibilité dépendait, en premier lieu, du succès de la solution apportée au problème de choix d'une parité. Il semble toutefois exister un accord sur la nécessité d'une politique plus souple en matière de taux de change, ce dont témoigne l'agrandissement des marges de ± 1 p.c. à $\pm 2\frac{1}{4}$ p.c., décidé à l'occasion du « *Smithsonian Agreement* ».

Les perspectives

a) Tout d'abord, il importe de redonner aux États-Unis une liberté de manœuvre identique à celle des autres pays, en ce qui intéresse le taux de change. Or, cela n'est réalisable que par l'élimination de la fonction de numéraire remplie par le dollar aux termes mêmes de l'article IV, section I(a) des statuts du Fonds monétaire international³¹. La reconnaissance de cette attribution au dollar le place sur un pied désavantagé dû au fait que la marge effective de fluctuation d'une devise par rapport à sa parité-dollar est plus restreinte — aujourd'hui $\pm 2\frac{1}{4}$ p.c. — en comparaison de l'écart qui peut la distancer d'une tierce monnaie — $\pm 4\frac{1}{2}$ p.c. Cela signifie que la limite de dépréciation du dollar par rapport à une monnaie telle que le deutsche mark est la moitié de celle de la dépréciation du franc français vis-à-vis le deutsche mark³². Cette situation avantage le franc comparativement au dollar dans ce cas précis. Elle constitue une entrave de plus à l'ajustement des balances de paiements.

31. Cet article concerne la définition des parités : « *The par value of the currency of each member shall be exposed in terms of gold as a common denominator or in terms of The United States dollar of the weight and fineness in effect on July 1, 1944.* »

32. Cela se démontre ainsi. Soit $\overline{\text{PFD}}$, la parité-dollar du franc français ; $\overline{\text{PMD}}$, la parité-dollar du deutsche mark (DM). Écrivons, pour désigner la limite supérieure du franc vis-à-vis le dollar :

$$\overline{\text{PFD}'} = \overline{\text{PFD}} (1 + .0225)$$

et :

$$\overline{\text{PMD}''} = \overline{\text{PMD}} (1 - .0225)$$

pour désigner la limite inférieure du DM. La parité du DM en termes de francs, *via* le dollar, équivaut à :

$$\overline{\text{PFD}} / \overline{\text{PMD}}$$

Le franc à sa limite supérieure par rapport au dollar comporte un écart de $+2\frac{1}{4}\%$. Le DM à sa limite inférieure par rapport au dollar comporte un écart de $-2\frac{1}{4}\%$. Dans cette conjoncture le rapport DM/franc implique un écart double de $2\frac{1}{4}\%$:

$$\frac{\overline{\text{PFD}} (1 + .0225)}{\overline{\text{PMD}} (1 - .0225)} - \frac{\overline{\text{PFD}}}{\overline{\text{PMD}}} \Bigg/ \frac{\overline{\text{PFD}}}{\overline{\text{PMD}}} = .0460$$

soit, approximativement, $2.04 \times 2\frac{1}{4}\%$.

La rétentio n d'un numéraire autre que le dollar redonnerait à ce dernier la possibilité de varier sur une échelle plus grande, en principe identique à celle des autres monnaies. Les unités de DTS ont notre préférence pour servir de numéraire ³³.

b) Les DTS étant liés à l'or, la question du prix de l'or intervient. Elle importe non pas tant pour assurer le retour à la convertibilité-or du dollar mais bien plus en raison de l'intérêt légitime des pays détenteurs d'or. Ceux-ci, les Etats-Unis tout autant, considèrent l'or comme un avoir-réserve, d'où le problème de la valeur d'échange de l'or contre, soit des DTS, soit des dollars ou tout autre actif monétaire. La question est indépendante de celle du rôle futur de l'or comme instrument de réserve. Pour les raisons indiquées, nous estimons souhaitable une opération *comptable* qui élèverait sensiblement le prix officiel de l'or mais sans condition de retour à une convertibilité-or.

c) Le relèvement du prix de l'or s'impose pour diverses raisons. Il y a, d'une part, le cours de l'or sur le marché libre, qui a récemment dépassé les cent dollars. Un tel fait ridiculise le prix officiel actuel, fixé à 42 dollars ³⁴, et contribue à la spéculation. Il y a, d'autre part, la double fonction fondamentale de tout actif monétaire, à savoir : être une mesure et un réservoir de valeur. De fait, les économistes après avoir, certains ouvertement (cf. [5]) et la plupart subtilement, adopté la thèse du dollar dominant, ont commis l'erreur d'ériger la dominance du dollar en système. Des velléités de transformation de ce qui était conjoncture en structure quasi permanente, sont apparues, plus nettement avec Despres-Kindleberger-Salant [18]. Plus récemment, H.G. Johnson [26] et P.A. Samuelson [8] en sont venus à distinguer dominance et système, pour s'interroger sur les conditions essentielles d'un fonctionnement harmonieux d'un système monétaire duquel participent des économies de taille différente ³⁵. Il en est ressorti, principalement, ce que le bon sens recommande toujours : la monnaie-étalon est véritablement celle dont le pouvoir d'achat démontre le plus de stabilité, toutes proportions gardées ³⁶. Clairement, l'or est un actif monétaire, et son prix dans les transactions inter-banques centrales a été gardé ridiculement bas. Ceci a conduit à sa thésaurisation. Quand même l'or disparaîtrait des réserves, l'échange des

33. Au sujet de certains détails techniques, consulter Williamson, J. [30].

34. Plus exactement 42.222222 dollars l'once d'or fin.

35. En particulier, voir H.G. Johnson [26], pp. 409 et suivantes.

36. Nous citons H.G. Johnson : « *In an important and relevant sense, one can say that the international monetary system functioned satisfactorily for the world economy's prosperity and economic growth up until 1965 or so because the United States for one reason or another conformed to Simon's prescription and preserved a reasonable degree of price stability, thus providing other countries with an international asset of relatively stable real purchasing power superior to gold because it yielded enough interest to compensate for the effects on real purchasing power of the creeping inflationary trend.* » [26], p. 412.

stocks monétaires contre des DTS, des IMFUs (*IMF Units*) ou des RUs (*Reserve Units*) pose le problème de son prix dans un monde depuis longtemps gagné par l'inflation.

d) Le prix de l'or n'est pas sans liaison, toutefois, avec le *dollar overhang*. L'approche la plus réaliste consisterait à déterminer, d'une part, les balances dollars excédentaires³⁷ à échanger contre d'autres instruments de réserves, et d'autre part, la propension des Etats-Unis eux-mêmes à garder un stock d'or. De la combinaison de ces éléments d'information se déduit un prix « réaliste » pour l'or monétaire, et partant, pour les DTS aussi longtemps que ceux-ci comportent une garantie-or absolue.

Notre proposition soulève des problèmes d'ordre technique, qu'il n'est pas de notre propos d'examiner dans le cadre de cet essai³⁸.

e) Le choix des DTS pour servir de numéraire réglerait le problème de l'asymétrie des positions respectives du dollar et des autres monnaies, pour ce qui a trait à la politique de taux de change. Mais un numéraire est une monnaie partielle. Or, les DTS souffrent précisément du fait que le FMI, qui est chargé de les émettre, ne dispose point d'un secteur économique réel dont la performance pourrait servir de guide pour l'appréciation de la stabilité même du pouvoir d'achat des DTS. C'est ici que les propositions de J. Williamson [30] prennent toute leur importance : le rythme des émissions de DTS serait variable et fonction, entre autres, de la direction la plus fréquente des changements de parités, par application du critère d'optimalité suivant : maintenir constante la valeur de l'unité « or-DTS » en termes d'un certain nombre de monnaies, réserve faite de leur importance relative³⁹.

f) La suggestion de Williamson présuppose l'existence d'un régime de *crawling peg*, c'est-à-dire que les parités peuvent faire l'objet d'ajustements fréquents et petits à la fois. L'option *crawl* ne semble pas avoir gagné la faveur du Comité des Vingt. Et si, par ailleurs, les marges de fluctuation ont été agrandies, il n'en reste pas moins que la politique agricole commune des pays de la Communauté économique européenne vient tempérer de beaucoup les espoirs, de même que le mouvement d'unification monétaire.

g) En guise de conclusion, rappelons que le bon sens n'est pas l'ennemi de l'ingéniosité. Tout instrument de réserve « apatride », ou de

37. R. Triffin propose que les pays souhaitent garder, sous la forme de devises étrangères, au maximum 15 p.c. du montant global de leurs réserves individuelles. Consulter [24], pp. 386 et suivantes.

38. Les intéressés peuvent consulter R. Triffin [24], J. Williamson [30], J.M. Fleming [31].

39. Voir [30], pp. 18 et suivantes. La proposition de Williamson mérite un examen beaucoup plus approfondi. Certains problèmes nous viennent à l'esprit, par exemple, les écarts entre les politiques conjoncturelles des pays à monnaie clé, la vitesse de réaction de leurs gouvernements en présence de situations inflationnistes, etc.

création véritablement internationale, aura besoin de l'appui d'au moins une monnaie nationale clé qui tire sa valeur de son pouvoir de commande sur les biens et les services. Le dollar et l'Europe de l'avenir sont les prétendants actuels. Toutefois, le dollar jouit de l'avance que lui valent une puissante économie et un marché financier intégré. Il aura à démontrer, à l'avenir, une plus grande capacité de réservoir de valeur. Après tout, le rôle de mesure de la valeur conditionne le plus naturellement du monde le motif de détention d'une monnaie pour fin de spéculation au sens où nous l'enseignent J.M. Keynes dans sa *Théorie Générale* et J.R. Hicks, dans ses *Critical Essays in Monetary Theory*.

Vély LEROY,
Université du Québec à Montréal.

BIBLIOGRAPHIE

- [1] MUNDELL, R.A., « The International Monetary System and the European Region », dans *L'union Monétaire en Europe*, Études et Travaux de l'Institut universitaire des Hautes Études Internationales, n° 11, Genève, 1971, pp. 45-67.
- [2] MUNDELL, R.A., *The Dollar and The Policy Mix : 1971*, Princeton Essays in International Finance, No. 85, mai 1971, Princeton University.
- [3] BERNSTEIN, E.M., « Alternatives to Gold », in *Gold and World Monetary Problems*, a publication of the National Industrial Conference Board, The Macmillan Company, New York, 1966, pp. 58ss.
- [4] GILBERT, M., *The Gold-Dollar System : Conditions of Equilibrium and The Price of Gold*, Essays in International Finance, n° 70, novembre 1968, Princeton University.
- [5] KINDLEBERGER, C.P., *The Politics of International Money and World Language*, Essays in International Finance, No. 61, août 1967, Princeton University.
- [6] HABERLER, G., « Prospects for The Dollar Standard », paru dans le *Lloyds Bank Review*, juillet 1972.
- [7] SEGRE, C., « The Future of International Monetary Management », dans *Euromoney*, mai 1973, pp. 9ss.
- [8] SAMUELSON, P.A., « Heretical Doubts about The International Mechanisms », dans *Journal of International Economics*, vol. 2, n° 4, septembre 1972, pp. 443-453.
- [9] DEHEM, Roger, *De l'Étalon-Sterling à l'Étalon-Dollar*, Calmann-Lévy, 1972.
- [10] MASON, W.E., *Clarification of The Monetary Standard, The Concept and its Relation to Monetary Policies and Objectives*, The Pennsylvania State University Press, 1963.

- [11] TRIFFIN, R., *Our International Monetary System : Yesterday and Tomorrow*, Random House, New York, 1968.
- [12] NURKSE, R., *International Currency Experience*, League of Nations, 1944.
- [13] BERNSTEIN, E.M., « How a Reserve Settlement Account Would Operate », EMB (Ltd), lettre du 10 octobre 1969 ; « A Reserve Settlement Account for The International Monetary System », lettre du 23 mars 1971.
- [14] RUEFF, J., « Gold Exchange Standard a Danger to the West », dans H.G. Grubel, *World Monetary Reform*, Stanford University Press, Stanford, 1963.
- [15] Bank for International Settlements, *Fourty-Second Annual Report*, juin 1972.
- [16] ROBERTSON, D.H., *Money*, édition de 1929.
- [17] HABERLER, G., « U.S. Balance of Payments Policy », reproduit dans *Convertibility, Multilateralism and Freedom*, Essays in honor of R. Kamitz, Vienna and New York, 1972.
— HABERLER, G., WILLETT, T., *A Strategy for U.S. Balance of Payments Policy*, American Enterprise Institute, Washington, D.C., 1971.
- [18] OFFICER, L.H., WILLETT, T.D., *The International Monetary System*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1969.
— DESPRES, E., KINDLEBERGER, C.P., SALANT, W., « The Dollar and World Liquidity », pp. 41-52.
— BERNSTEIN, E.M., « Does The United States have a Payments Deficit ? », pp. 53-56.
— TRIFFIN, R., « Neither Gold nor the Dollar », pp. 3-11.
- [19] JOHNSON, H.G., « The Bretton Woods System, Key Currencies, and The 'Dollar Crisis' of 1971 », *The Three Banks Review*, juin 1972, pp. 3-22.
- [20] TRIFFIN, R., *Gold and The Dollar Crisis*, Yale University Press, 1961.
- [21] SIR HARROD, R., *Reforming The World's Money*, Macmillan, London, 1966.
- [22] MCKINNON, R.I., *Private and Official International Money : The Case for the Dollar*, Essays in International Finance No. 74, 1969, Princeton University.
- [23] TRIFFIN, R., *The World Money Maze*, Yale University Press, 1966.
- [24] TRIFFIN, R., « International Monetary Collapse and Reconstruction in April 1972 », dans le *Journal of International Economics*, vol. 2, n° 4, septembre 1972, pp. 375-400.
- [25] WALLICH, H.C., « The United States and The European Economic Community : A Problem of Adjustment », dans *The Atlantic Community Quarterly*, été 1969, pp. 271-286.
- [26] JOHNSON, H.G., « Political Economy Aspects of International Monetary Reform », dans le *Journal of International Economics*, vol. 2, n° 4, septembre 1972, pp. 401-423.
- [27] MACHLUP, F., « International Money : The Way Forward Now », dans *The Banker*, mars 1972, pp. 287-296.

- [28] COOPER, R.N., « Eurodollars, Reserve Dollars, and Asymmetries in The International Monetary System », dans le *Journal of International Economics*, vol. 2, n° 4, septembre 1972, pp. 325-344.
- [29] STAMP, Maxwell (Sir), « The Stamp Plan — 1962 Version », reproduit dans H.G. Grubel, *World Monetary Reform, op. cit.*, pp. 80-89.
- [30] WILLIAMSON, J., *The Choice of a Pivot for Parities*, Essays in International Finance, No. 90, novembre 1971, Princeton University.
- [31] Fleming, J.M., « Towards a New Regime for International Payments », dans le *Journal of International Economics*, vol. 2, n° 4, septembre 1972, pp. 345-373.
- [32] FLEMING, J.M., *Toward Assessing The Need for International Reserves*, Essays in International Finance, No. 58, février 1967, Princeton University.