

Zeitschrift: Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales
Herausgeber: Société d'Etudes Economiques et Sociales
Band: 30 (1972)
Heft: 2

Artikel: Le dollar et l'Europe
Autor: Aschinger, François E.
DOI: <https://doi.org/10.5169/seals-136909>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. [Siehe Rechtliche Hinweise.](#)

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. [Voir Informations légales.](#)

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. [See Legal notice.](#)

Download PDF: 30.03.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>

Le dollar et l'Europe¹

François E. Aschinger

Professeur en économie, conseiller économique
de la Société de Banque Suisse, Zurich

« Le dollar et l'Europe »: ce thème, qui fait l'objet de notre exposé, s'est trouvé plus d'une fois au cœur des discussions de politique monétaire durant l'après-guerre. Alors que la première période a été marquée par une pénurie de dollars, un excédent de dollars est apparu peu à peu à la fin des années 50, en raison des déficits chroniques enregistrés par la balance des paiements américaine. Ce serait porter de l'eau à la rivière que de disserter sur les origines de la crise de confiance dont le dollar a souffert. A la suite des déficits importants de la balance des paiements américaine, les engagements à court terme en dollars vis-à-vis de l'étranger ont passé de 7 milliards de dollars après la guerre à 60 milliards de dollars à mi-août 1971, les obligations envers les créanciers officiels ayant atteint, à elles seules, 43 milliards de dollars. L'encaisse or des Etats-Unis s'est par contre réduite, durant la même période, de 25 à 10 milliards de dollars environ. La position de liquidité du dollar s'est ainsi fortement affaiblie.

L'événement attendu depuis un certain temps déjà est intervenu le 15 août 1971: le président Nixon s'est vu contraint de tirer le signal d'alarme en décrétant l'arrêt de la convertibilité du dollar en or et en toutes autres réserves et, parallèlement, en introduisant une taxe à l'importation de 10 % et des mesures fiscales discriminatoires envers l'étranger. Ces dernières mesures devaient servir de moyen de pression pour amener les principaux partenaires commerciaux des Etats-Unis à réévaluer leurs monnaies par rapport au dollar et à libéraliser leur commerce extérieur à l'égard de l'Amérique. Par ailleurs, le Gouvernement américain s'est longuement opposé à une dévaluation du dollar par le truchement d'une réévaluation du prix officiel de l'or. Les Etats-Unis ont également demandé à leurs alliés de participer davantage au fardeau de la défense commune de l'Occident. Le président Nixon a annoncé que son pays était prêt à contribuer au rétablissement de sa balance des paiements en luttant contre l'inflation par une politique des revenus. Selon ce plan, la balance américaine des opérations courantes devrait s'améliorer en quelques années de 13 milliards de dollars pour présenter un excédent de 9 milliards de dollars. Cet objectif devrait être atteint, pour l'essentiel, grâce à une réévaluation de 11 % en moyenne par les pays de l'OCDE.

I. La portée de la crise du dollar

La crise du dollar, puis les mesures et les exigences américaines, ont affecté tantôt provisoirement, tantôt durablement de nombreux éléments constitutifs du système monétaire, à savoir le système des changes, les règles de convertibilité, les principes de réajustement, le rôle de l'or monétaire et des droits de tirage spéciaux, ainsi que le mécanisme du

¹ Conférence donnée au Palais de l'Athénée à Genève, le 17 janvier 1972, dans le cadre de la Classe industrie et commerce de la Société des arts.

Fonds monétaire International. Nous nous attacherons surtout à quelques aspects importants de ces répercussions pour nous consacrer ensuite plus particulièrement aux rapports du dollar avec l'Europe dans les nouvelles circonstances.

1. La conséquence la plus directe et la plus spectaculaire de la crise a été l'effondrement temporaire du *système des taux de change fixes*. Celui-ci avait déjà tremblé sur sa base en mai dernier, à la suite de la libération du cours du mark et du florin. L'embargo américain sur l'or provoqua le « flottement » des monnaies les plus importantes. En se libérant de l'obligation d'acheter et de vendre de l'or à un prix fixe contre des avoirs officiels en dollars, les Etats-Unis ont, de facto, suspendu la parité or du dollar et en ont libéré le cours. Les autres pays s'estimèrent alors, eux aussi, dispensés d'observer les prescriptions du Fonds monétaire international, qui prévoient une marge de fluctuation de $\pm 1\%$. Afin d'endiguer l'afflux de dollars, de nombreuses banques d'émission se sont vues contraintes de renoncer à accepter des dollars à leur niveau d'intervention antérieur et de libérer les taux de change de leurs monnaies par rapport au dollar.

Mais en fait, une flexibilité réelle et totale n'a pas pu se développer, les pays industrialisés ayant été obligés, en raison du danger que représentait un cours surfait par rapport aux autres monnaies ou pour d'autres motifs, d'appliquer des restrictions draconiennes à l'importation de devises ou même d'intervenir directement sur le marché des devises. La France a cherché refuge dans le double marché des changes. Tout ceci eut pour conséquence de créer entre les monnaies de certains pays industrialisés des disparités évidentes, qui menaçaient d'entraîner de nouveaux déséquilibres, sur lesquels nous reviendrons ultérieurement.

Cette évolution montre d'ailleurs que la réalité ne correspond pas toujours aux vues optimistes des partisans des taux de change flexibles. La libération des cours n'a pas supprimé les contrôles, mais au contraire, dans certains pays, comme la Suisse, elle n'a été possible qu'au prix de mesures de blocage énergiques en matière de mouvements de capitaux. Elle a rapidement engendré une pratique d'intervention du genre « *beggar my neighbour policy* ». Malgré la flexibilité, les cours ne trouvèrent pas leur équilibre naturel. Pour bénéficier des avantages théoriques qu'offrent des taux de change libres, tous les pays devraient s'en tenir à un certain code de bonne conduite. Mais si cela était, le système des taux de change fixes prêterait, lui aussi, moins le flanc aux attaques.

2. La suspension de la convertibilité du dollar en or a rendu entièrement inconvertible la monnaie la plus importante du monde. En effet, *l'arrêt de la convertibilité du dollar* s'étend, comme l'a annoncé le président Nixon, à *tous* les genres de réserves, y compris les devises et les droits de tirage spéciaux. Cela a pour conséquence que les avoirs en dollars détenus par les banques d'émission ne peuvent plus être échangés contre d'autres monnaies que sur le marché des devises en faisant pression sur les cours. D'où la fin de l'étalon or-dollar et le passage à l'étalon dollar. Selon le gouvernement américain, l'inconvertibilité du dollar devrait subsister jusqu'à ce que la balance des paiements américaine retrouve un équilibre durable. Mais même dans ce cas-là, la réintroduction pleine et entière de la convertibilité du dollar en or n'est guère pensable.

Cela nous amène à une constatation importante: tant que dure l'inconvertibilité totale du dollar, il ne peut y avoir de retour sûr et durable à un système international de taux de change fixes, dollar inclus, car cela reviendrait à obliger les banques d'émission étrangères à continuer de reprendre des montants illimités de dollars inconvertibles pour main-

tenir leurs marges de fluctuation, ce que l'on ne saurait exiger d'elles. En conséquence, on pourrait assister à de nouvelles vagues de spéculation vers des pays susceptibles de réévaluer leur monnaie. De plus, l'inconvertibilité du dollar, à un taux de change fixe, devrait inciter les Etats-Unis à pratiquer de nouveau une politique de laisser-aller en matière de balance des paiements. La question du futur système des taux de change dépend donc étroitement de la convertibilité du dollar. « Rétablir le système des parités fixes tant que pour le dollar cette condition (la convertibilité) n'est pas satisfaite », affirmait récemment à juste titre Jacques Rueff¹, « c'est créer les conditions d'une nouvelle crise. » L'inconvertibilité du dollar rend ainsi difficile une solution du système des taux de change; elle empêche en outre, dans une large mesure, le développement normal des opérations du Fonds monétaire International.

3. Alors que l'inconvertibilité du dollar et l'atteinte à sa valeur de monnaie d'intervention qui en résultera devraient être de nature passagère, on peut attendre que le rôle du dollar, en tant que *monnaie de réserve* universellement utilisée et comme aliment de la liquidité, s'estompera au moins partiellement de façon durable, à la suite des récents événements. En dehors des Etats-Unis, il existe l'opinion répandue selon laquelle le dollar devrait être progressivement désaffecté comme monnaie de réserve et, aux Etats-Unis même, on s'est rendu compte que le système de financement de la balance des paiements appliqué jusqu'ici a fait son temps, au vu de la disproportion qui existe entre les réserves monétaires américaines et les engagements à court terme en dollars vis-à-vis de l'étranger.

Cependant, il ne s'agit pas seulement de ne plus constituer de *nouveaux* avoirs en dollars dans les banques d'émission étrangères. Ce sont surtout les immenses engagements existant en dollars envers l'étranger qui forment de lourds nuages au-dessus de la monnaie américaine et représentent un obstacle au retour à sa convertibilité.

On ne saurait, cependant, trop s'alarmer du fait que les avoirs officiels à court terme en dollars détenus par l'étranger ont atteint 43 milliards de dollars avant que ne soit annoncé le programme d'urgence américain. Lorsque le dollar sera de nouveau engagé sur la voie d'un équilibre durable de la balance des paiements et que la situation monétaire internationale se sera calmée, on peut s'attendre, comme certains signes le laissent entrevoir, à ce que les avoirs en dollars des banques centrales diminuent fortement, étant donné que de nombreux particuliers qui, vu l'insécurité monétaire, avaient récemment réduit leurs disponibilités en dollars au minimum requis par le fonds de roulement, les reconstitueront à nouveau en les rachetant aux banques d'émission. On peut estimer d'autre part que le dollar maintiendra sa position de monnaie d'intervention internationale au sein du nouveau système des taux de change fixes. En outre, les pays du continent américain et ceux qui entretiennent d'étroites relations commerciales avec les Etats-Unis conserveront un certain montant de dollars comme monnaie de réserve. Cependant, même sous ces conditions, il devrait subsister entre les mains des banques d'émission étrangères un important excédent de dollars, qui pourrait constituer un obstacle au retour à la convertibilité du dollar, si l'on ne prend pas les mesures adéquates. Comme nous le verrons plus loin, l'abolition radicale du dollar en tant que monnaie de réserve n'est ni nécessaire ni souhaitable. En effet, il faut se garder de jeter l'or avec les crasses.

4. L'embargo américain sur l'or aura par ailleurs des effets durables sur *la position de l'or* au sein du système monétaire. Un retour à la convertibilité du dollar en or est peu

¹ *Le Monde* du 30 novembre 1971.

probable, cela non seulement pour des raisons pratiques, mais aussi à cause de l'attitude négative à l'égard de l'or qu'observent les autorités américaines en matière monétaire. Le Gouvernement américain a fait connaître son intention d'éliminer progressivement l'or monétaire du système monétaire. Il est cependant douteux qu'une telle évolution intervienne dans un proche avenir. L'or devrait au contraire conserver sa fonction d'étalon monétaire et de moyen de réserve. Sa part du total des réserves reculera toutefois graduellement en faveur des droits de tirage spéciaux. Exprimée en termes de dollars dévalués, la valeur de l'encaisse or mondiale est réévaluée de 8,6 %. Cependant, vu la situation du marché de l'or, le poids de l'encaisse or mondiale ne devrait plus s'accroître sensiblement. Du fait de la suspension de la convertibilité du dollar en or, le métal jaune pourrait désormais être moins utilisé dans les règlements internationaux. La tendance de conserver l'or comme ultime réserve devrait aller en se renforçant. Cela rendra toutefois plus difficile la coexistence des genres de réserve. De même, la fermeture du canal de l'or via le dollar obligera le Fonds monétaire, qui demandait jusqu'ici qu'un quart des contributions lui soient versées en or et pour lequel son important stock d'or représentait un élément dominant de sa liquidité, à se tourner davantage vers d'autres genres de réserve.

5. En refusant longtemps de dévaluer le dollar, le Gouvernement américain s'est aussi mis en contradiction avec les règles de réajustement établies par les Accords de Bretton Woods, selon lesquelles un pays qui se trouve en état de « déséquilibre fondamental » doit procéder à une correction du taux de change de sa monnaie. C'est à juste titre que les Américains ont, par le passé, critiqué l'asymétrie de ce mécanisme d'ajustement au profit des pays excédentaires. Pour eux-mêmes, en revanche, ils ont longtemps préconisé une asymétrie en leur faveur. Cela peut s'expliquer par le fait que le Gouvernement américain voulait éviter de devoir demander un changement de parité au Congrès. Par contre, l'argument avancé longtemps contre une dévaluation du dollar par rapport à l'or, affirmant que la plupart des pays suivraient l'exemple américain et que cette mesure deviendrait de ce fait inopérante, a perdu de sa validité. Toute une série de pays avaient en effet fait savoir qu'en cas de dévaluation limitée du dollar, ils seraient prêts à ne pas suivre une dévaluation du dollar ou à réévaluer simultanément leur propre monnaie par rapport à l'or. Le refus de dévaluer le dollar n'était — sous ces conditions — plus soutenable, même dans l'optique de l'idéologie américaine en vue de la démonétisation de l'or, puisqu'une augmentation de l'encaisse or, exprimée en monnaies dévaluées, correspond à une diminution en monnaies réévaluées.

6. « Last but not least », les mesures d'urgence prises par les Etats-Unis en matière de commerce extérieur, à savoir l'introduction unilatérale d'une taxe à l'importation de 10 % et les allègements fiscaux sur les biens d'investissement, discriminatoires à l'égard de l'étranger, constituaient un grave *manquement* aux engagements pris dans les statuts du *GATT*. Si leurs partenaires commerciaux n'ont pas recouru immédiatement à des mesures de rétorsion c'est parce que le Gouvernement américain leur avait donné l'assurance qu'il ne s'agissait que de dispositions temporaires et qu'il les a retirées au moment du réajustement des taux de change.

Les répercussions de la crise monétaire internationale et les mesures d'urgence prises par les Etats-Unis se font sentir dans le monde entier. Elles portent également préjudice aux pays en voie de développement. Cependant, les pays industrialisés d'Europe et le Japon ont été les plus directement touchés par la crise, puisqu'ils représentent près de 60 % du commerce mondial et des réserves monétaires, et qu'ils forment avec les Etats-Unis le noyau des pays responsables du fonctionnement du système monétaire international.

Comment l'Europe a-t-elle jusqu'ici réagi à la crise ? Quel rôle a-t-elle joué dans son dénouement ? Quelles tâches est-elle appelée à assumer au sein du nouveau système monétaire ? Telles sont les questions auxquelles tentera de répondre la suite de cet exposé.

II. L'Europe face au défi américain

Au début, l'Europe a eu de la peine à adopter une attitude commune envers la crise du dollar. Déjà lors de la crise de mai 1971, la Communauté économique européenne, qui tentait fièrement de réaliser une union économique et monétaire, avait éclaté sous la pression de l'afflux de dollars et de la spéculation sur le mark. L'Allemagne et les Pays-Bas ont cherché refuge dans la libération de leurs taux de change, alors que les autres pays membres maintenaient leurs parités. Il s'en est suivi, au sein même du Marché commun des taux de change flottants qui ont repoussé les efforts en vue de créer une union monétaire, paralysé la politique agricole commune et menacé l'intégration dans son ensemble. Le pas franchi par l'Allemagne et les Pays-Bas n'avait, il est vrai, été toléré par le Conseil ministériel de la CEE que dans la ferme attente qu'il ne s'agissait là que d'une dérogation temporaire aux parités antérieures.

Ces conditions ont toutefois été réduites à néant par la crise d'août et les mesures américaines. Ces dernières qui, outre le Japon, étaient adressées avant tout à l'Europe, offraient l'alternative suivante: soit laisser monter les taux de change par rapport au dollar, soit se soumettre passivement à l'étalon dollar.

Mais même ce défi n'a pu tout d'abord inciter les pays membres de la CEE à fournir une réponse commune. Tandis que l'Allemagne et les Pays-Bas maintenaient le flottement par rapport au dollar, la France a cherché refuge dans un dédoublement du marché du dollar. Après une période intérimaire, la Belgique a adopté une politique d'intervention commune avec les Pays-Bas vis-à-vis du dollar. L'Italie et la Grande-Bretagne se sont tirées d'affaire en pratiquant une politique de flexibilité limitée. Excepté l'Allemagne, la plupart des pays industrialisés se sont retranchés derrière des mesures de défense toujours plus sévères contre les importations de capitaux. En outre, le degré de flexibilité des taux de change variait fortement d'un pays à l'autre, l'un intervenant plus, l'autre moins.

A la suite de cette politique du « sauve qui peut », il s'est développé au sein des principaux pays industrialisés une sorte de jeu de la « dame de pique » et une tendance à la sous-évaluation compétitive, qui ne s'est même pas arrêtée aux portes de la CEE. Au contraire, il s'est formé entre le mark, qui avait déjà été réévalué de plus de 9 % en 1969 et dont la libération du cours depuis mai 1971 avait entraîné une nouvelle hausse de 13 % par rapport au dollar, et le franc français, qui avait lui été dévalué de 11 % en 1969 et qui, du moins pour les transactions commerciales, avait maintenu son ancienne parité même après le 15 août 1971, une distorsion de cours manifeste d'autant plus grave que les deux pays étant membres de la CEE sont étroitement liés sur le plan économique. Le cours de plus en plus surfait du mark a finalement obligé même les autorités monétaires allemandes à intervenir sur le marché des devises. Par ailleurs, la France et d'autres Etats se sont vus contraints de serrer davantage la vis aux importations de capitaux pour éviter un afflux plus important de dollars. L'appel bien intentionné de M. Schiller et de M. Connally en vue d'un « floating pur » étendu à tous les pays ne s'est pas concrétisé.

Les distorsions de cours et les tensions économiques nées du droit du poing appliqué à la politique des taux de change, appelaient un retour rapide à l'ordre. L'insécurité moné-

taire portait aussi préjudice aux relations monétaires et financières internationales. De même, la nécessité de rétablir des taux de change fixes entre les pays de la CEE, pour des raisons de politique d'intégration, devenait toujours plus impérative. En outre, le danger d'une guerre commerciale à l'échelon international augmentait au fur et à mesure que restaient en vigueur les mesures de politique commerciale prises par l'Amérique. Sous la pression de cette évolution, la Communauté économique européenne est parvenue, à mi septembre, à adopter une position commune qui cherchait à montrer la voie d'une solution de la crise monétaire.

Ce manifeste de la CEE demandait avant tout que la réforme du système monétaire respecte le principe des parités fixes, « qui – je cite – est nécessaire à la sécurité des transactions et à l'expansion des échanges ». Afin de rétablir l'équilibre des relations de paiement internationales sur la base de parités fixes, il était nécessaire — c'était là le deuxième point de la déclaration — de procéder à un « réalignement différencié des parités ». « Un tel réalignement devrait » selon le communiqué des Six « inclure les monnaies de *tous* les pays concernés, y compris le dollar. » La Communauté exigeait ainsi une dévaluation du dollar. La nouvelle fixation des parités devait en outre comprendre une extension limitée des marges d'intervention, afin de mieux prévenir les mouvements de capitaux antistabilisateurs. La déclaration de la CEE lançait aussi un appel aux Etats-Unis pour qu'ils lèvent leurs mesures unilatérales, qui faussaient l'établissement de taux de change réalistes et empêchaient le « réalignement ».

Pour ce qui concerne la politique des réserves à long terme, la CEE se prononçait pour le maintien de l'or monétaire, la diminution graduelle du rôle des monnaies de réserve nationales et le développement du système des droits de tirage spéciaux. Les compétences du Fonds monétaire International devraient être renforcées. Un équilibre durable des paiements internationaux ne pourra cependant être atteint que si tous les pays se soumettent à l'obligation d'ajuster leur balance des paiements.

La Grande-Bretagne s'est ralliée à la position de la CEE dans la question monétaire.

La demande de dévaluation du dollar formulée par les pays européens s'est tout d'abord heurtée à une forte opposition de la part du Gouvernement américain. Placés devant le front uni de ses partenaires commerciaux, lors de la session de novembre du Groupe des Dix, les Etats-Unis ont finalement cédé, non sans toutefois faire dépendre la dévaluation du dollar de l'obligation pour la CEE, le Canada et le Japon de réexaminer leur politique commerciale vis-à-vis de l'Amérique et de la prise en charge par les autres pays de l'OTAN d'une part importante des frais de la défense commune.

Le Conseil de l'OTAN a satisfait à cette exigence quelques jours seulement après la conférence du Groupe des dix, les alliés européens ayant décidé de soulager les Etats-Unis en prenant à leur charge, en 1972, un milliard de dollars supplémentaires des frais de la défense commune. Parallèlement, l'Allemagne fédérale a passé avec les Etats-Unis un accord par lequel elle s'engage à compenser les frais de stationnement des troupes américaines en Allemagne par des achats de matériel de guerre aux Etats-Unis pour plus de 2 milliards de dollars. Ces deux mesures présentent des allègements sensibles pour l'évolution future de la balance des paiements américaine. La CEE s'est également déclarée prête à entrer immédiatement en pourparlers avec les Etats-Unis pour examiner dans quelle mesure elle pourrait prendre en considération les requêtes du Gouvernement américain à la Communauté européenne.

A mi-décembre, les positions s'étaient assouplies à tel point qu'un réalignement monétaire multilatéral — le premier du genre dans l'histoire — a pu être décidé lors de la nouvelle rencontre du Groupe des Dix à Washington. La dévaluation du dollar, qui atteint près de 8 %, est supérieure à ce que l'on attendait généralement, ce qui est dû au fait que les Américains ont essayé, par leur taux de dévaluation élevé, de faciliter les réévaluations des autres pays et de rendre le plus efficace possible l'ajustement général des cours. La France et l'Angleterre n'ayant pas pris part à la dévaluation du dollar et, l'Allemagne fédérale ayant pu se contenter de réévaluer le mark de 4,6 %, il a été possible de supprimer les distorsions de cours au sein de la CEE. Le yen japonais subit la réévaluation la plus forte, soit de 7,7 %. En même temps que les corrections des taux de change ont été réalisées, le Fonds monétaire International décidait un élargissement des marges d'intervention de 1 à 2 ¼ %, qui fut appliqué jusqu'ici par 45 pays membres. L'effet de cette mesure est que les cours de changes peuvent fluctuer jusqu'à 4 ½ % par rapport au dollar et jusqu'à 9 % entre les monnaies non-dollars. Les pays de la CEE qui avaient antérieurement annoncé qu'ils n'appliqueraient pas entre eux un élargissement des marges d'intervention, n'ont jusqu'ici pas pris une telle décision. La commission de la CEE a cependant entrepris des efforts visant à ne pas rendre applicable la flexibilité accrue entre les partenaires commerciaux.

La suppression par les Etats-Unis de la taxe à l'importation de 10 % a revêtu une importance décisive dans la réussite du réalignement. En faisant dépendre la ratification de la décision monétaire par le Congrès du succès des négociations commerciales menées avec le Japon, la CEE et le Canada, l'Amérique a cependant exercé de fortes pressions sur ses partenaires.

Le réalignement des monnaies des principaux pays industrialisés qui est finalement intervenu, permettant ainsi un retour à des parités plus réalistes entre les différentes monnaies, constitue un premier pas décisif vers le rétablissement du système monétaire international. Grâce à la dévaluation de 8 % du dollar et à la décision de 50 Etats de ne pas suivre le dollar ou de procéder simultanément à une réévaluation de leur parité or, la position concurrentielle de l'économie américaine devrait s'être sensiblement améliorée sur le plan international, ce qui laisse entrevoir une évolution plus favorable de la balance commerciale des Etats-Unis. Le retour à un système généralisé de taux de change fixes a également mis fin à l'interrègne dangereux du droit du poing en matière de politique des taux de change. L'élargissement des marges d'intervention a augmenté quelque peu le degré d'élasticité par rapport au système des parités antérieur.

La restauration du système des parités, y compris le dollar, a été critiquée de divers côtés. Non seulement les adversaires, mais également les partisans d'un système de parités fixes ont stigmatisé cet accord, parce que le dollar trouve ainsi une nouvelle parité avant que sa convertibilité soit réintroduite. On ne saurait contester le bien-fondé de cette objection, puisqu'il y a incompatibilité entre une monnaie inconvertible, surtout une monnaie directive, et un système de taux de change fixes.

« Le rétablissement d'un système monétaire international à parités de change fixes est facile à réaliser entre les Etats non américains, mais provoquerait la continuation et le renouvellement de tous les troubles qui ont abouti à l'éclatement de la convertibilité à taux fixe s'il intervenait entre ces Etats et les Etats-Unis. » Par cet argument, M. Jacques Rueff a plaidé, avant la mise en œuvre du réalignement déjà, pour une « solution euro-

péenne », qui n'établirait des taux de change fixes qu'entre les monnaies européennes convertibles, alors que le cours du dollar serait déterminé par le jeu de l'offre et de la demande sur le marché des devises, tant qu'il demeurerait inconvertible ¹.

Une « solution européenne », telle qu'elle a été préconisée par M. Rueff, a également été envisagée par la CEE au cas où les Etats-Unis refuseraient de dévaluer le dollar. La dévaluation du dollar, qui impliquait le retour à une parité fixe du dollar, a finalement recueilli la préférence, en raison des avantages qu'elle comportait dans l'optique de la réalisation pratique du réajustement général des monnaies. Bien que l'on ait fait pression sur les Etats-Unis pour qu'ils rétablissent le plus tôt possible la convertibilité du dollar, du moins en devises et en droits de tirage spéciaux, les Américains n'ont pas voulu céder avant que la balance des paiements américaine ne soit à nouveau équilibrée. Le nouvel édifice des taux de change fixes paraît toutefois fragile tant que le dollar reste inconvertible. Il est donc urgent de faciliter un retour rapide à la convertibilité du dollar.

Dans ce domaine, l'Europe peut être d'un grand secours aux Etats-Unis. En réalignant les taux de change et en participant davantage aux charges de la défense commune, elle a déjà fourni une contribution déterminante. Dans l'intérêt du rétablissement de la balance de base des Etats-Unis, la CEE devrait faire preuve à l'avenir, dans sa politique de commerce extérieur aussi, de plus d'égards envers les intérêts commerciaux américains. La capacité accrue d'épargne et d'exportation de capitaux des pays européens devrait leur permettre dorénavant d'investir davantage directement ou indirectement aux Etats-Unis, alors que la meilleure position concurrentielle de l'économie américaine devrait l'amener à renoncer à la transplantation de la production américaine à l'étranger pour des seules raisons de frais. Les investissements excessifs unilatéraux des Etats-Unis à l'étranger, qui grevaient jusqu'ici leur balance des paiements de 5 à 7 milliards de dollars par année, ne sont plus supportables. La balance des mouvements de capitaux, qui était jusqu'ici unilatéralement en défaveur de l'Amérique, devrait pouvoir être mieux équilibrée.

Le retour du dollar à la convertibilité ne dépend toutefois pas uniquement de l'évolution de la balance des paiements, mais également — comme nous l'avons vu — de la levée du danger de conversion massive des engagements à court terme en dollars envers les banques d'émission étrangères. Les pays européens, qui sont de loin les plus gros créanciers de ces avoirs, pourraient écarter ce danger en consolidant les avoirs en dollars qu'ils considèrent comme excédentaires. On a déjà vu apparaître bien des solutions plus ou moins ingénieuses pour éliminer le risque de conversions massives des avoirs en dollars en d'autres moyens de réserve. Sans vouloir aborder les problèmes que soulèvent ces projets, nous nous contentons de dire que leur réalisation demande du temps, alors que le rétablissement de la convertibilité est urgent. Entre-temps, il s'agirait de tendre à une consolidation partielle des avoirs à court terme en dollars par des accords bilatéraux ou collectifs, les accords de groupe de Bâle avec la Grande-Bretagne au sujet des sterling-balances et la récente convention entre la Banque fédérale allemande et les Etats-Unis pouvant servir de modèle.

Il reste à examiner le problème des mouvements de capitaux à court terme qui exercent un effet antistabilisateur, et qui ont beaucoup influencé la balance des paiements américaine ces derniers temps, tout en ayant fortement accentué les crises monétaires. Lorsque l'équilibre de la balance des paiements américaine aura été rétabli de manière durable,

¹ *Le Monde* du 1^{er} décembre 1971.

ces avoirs perdront sans doute le caractère hectique qu'ils ont revêtu jusqu'ici. Le renforcement de la confiance dans le dollar aura pour conséquence de retourner le flux de capitaux en faveur des Etats-Unis. On peut également admettre que le renoncement des banques d'émission du cercle BRI au « recyclage » des dollars qui leur parvenaient par la voie du marché des euro-devises a au moins empêché un nouvel accroissement du volume des capitaux flottants depuis le milieu de 1971.

Cependant, l'expérience a prouvé que les différences de taux d'intérêt ont conduit à elles seules à des mouvements de capitaux considérables à court terme, qui contrecarraient la politique monétaire des différents pays. Etant donné la différence d'ordre de grandeur entre le marché monétaire américain et ceux des pays européens, les ponctions et les remboursements de capitaux des banques américaines sur l'euro-marché ont eu des répercussions particulièrement fortes et défavorables sur les marchés financiers européens.

Pour y remédier, les marges d'intervention du marché des devises ont été élargies à 2,25 %. Par ce moyen, on veut accroître le risque de change sur les transactions monétaires à court terme et augmenter la marge de manœuvre d'une politique monétaire autonome sans entraîner d'effets négatifs à l'extérieur.

Il n'en reste pas moins qu'à l'avenir les Etats-Unis et l'Europe devront mieux aligner leur politique monétaire. Pour prévenir de nouveaux mouvements importants de capitaux spéculatifs, il faudrait également étendre la gamme des mesures de protection administratives.

En outre, la formation d'un marché monétaire et d'un marché des capitaux intégré en Europe pourrait fortement atténuer la sensibilité des marchés financiers européens aux mouvements venant du marché monétaire américain. Cela montre l'importance qu'il faut accorder aux efforts entrepris de part et d'autre pour ouvrir les marchés financiers au sein du Marché commun et des autres pays d'Europe qui lui sont étroitement rattachés.

Pour que la convertibilité du dollar se rétablisse et que le dollar puisse être intégré durablement dans un système de taux de change fixes, il est toutefois décisif que les Etats-Unis soient disposés et capables de s'imposer une discipline monétaire. Sinon, même les possibilités de variation conférées au cours du dollar par l'élargissement des marges de fluctuation pourraient être vite épuisées. Dans ce cas, il ne resterait finalement plus que la possibilité d'adopter la solution de rechange du Marché commun, c'est-à-dire: taux de change fixes entre pays européens et taux de change flexibles par rapport au dollar. Mais il faut vivement souhaiter qu'un tel développement, contraire au système monétaire international dans son ensemble, puisse être évité.

Si l'on s'interroge sur le rôle que l'Europe devra jouer dans un nouveau système monétaire, il faut d'abord constater que l'existence du Marché commun européen a largement contribué — malgré les difficultés initiales — à dénouer la crise monétaire. Si les pays européens avaient été livrés à eux-mêmes et s'ils n'avaient pas pu s'unir sur une conception commune pour rétablir un système monétaire viable, il ne leur restait plus qu'à se soumettre à l'étalon dollar ou à sortir de l'impasse en prenant des mesures de protection individuelles; cela aurait facilement pu déboucher sur une guerre monétaire et commerciale.

Pris isolément, les pays européens sont trop faibles pour faire contrepoids au colosse américain dans le système monétaire international. L'ensemble de l'Europe toutefois représente un potentiel économique comparable à celui des Etats-Unis et susceptible de contre-

balancer et de réduire la prépondérance américaine. C'est un véritable dialogue monétaire entre l'Europe et le Japon d'une part, les Etats-Unis de l'autre qui devrait prendre le relais de la doctrine américaine du « *benign neglect* » et qui amènerait une redistribution des rôles et des responsabilités américaines et européennes dans le système monétaire international. Ce dialogue entre l'Ancien et le Nouveau Continent devrait aussi permettre d'établir une solution équitable pour la réforme à long terme du système monétaire international.

Les thèses visant à démonétiser l'or, soutenues par le secrétaire américain au Trésor lui-même, me semblent aussi irrationnelles que celles défendues jadis par le président de Gaulle, qui prônait la suppression totale du système des monnaies de réserve et la suppression pure et simple du rôle du dollar comme monnaie de réserve. Car ces deux thèses extrêmes conduiraient, si elles étaient appliquées jusqu'au bout, à un monopole des droits de tirage spéciaux dans la formation de réserves, monopole qui serait bien plus dangereux que les défauts reprochés au système de monnaies de réserve nationales et à l'or monétaire.

Les droits de tirage spéciaux ont été expressément institués pour compenser l'afflux insuffisant d'or monétaire et l'afflux excessif de dollars et pour compléter, non pas pour substituer, les autres instruments de réserves. Toutefois, au cours de leurs deux premières années d'existence déjà, les droits de tirage spéciaux ont été discrédités parce qu'ils ont été mis en œuvre prématurément en pleine période de liquidités excédentaires en raison des déficits excessifs de la balance des paiements américaine et parce que leur première attribution a été faite sous l'influence déterminante de forces politiques. D'autre part, les pays en voie de développement ont tenté d'utiliser les droits de tirage spéciaux à d'autres fins que celles prévues initialement telles que l'aide au développement. A cela s'ajoute que, de divers côtés, on tente sérieusement d'utiliser les droits de tirage spéciaux non plus comme moyen complémentaire mais bien plus comme moyen unique de rechange de l'or monétaire que l'on veut démonétiser et des avoirs en monnaie de réserve que l'on veut convertir en droits de tirage spéciaux.

Cela conférerait à cet instrument de réserve une situation de monopole et une importance telle dans le système monétaire qu'il faut sérieusement se demander s'il sera encore possible de la contrôler. En fait, ce serait guérir le mal par le mal.

Les droits de tirage spéciaux, dont on ne peut pas mettre en doute l'utilité en soi, ne pourront remplir leurs promesses que si leurs attributions sont soumises à un contrôle strict et à la condition qu'ils n'obtiennent pas le monopole, mais qu'ils restent en concurrence avec d'autres moyens de réserve. L'aversion des Américains pour le maintien de l'or comme réserve monétaire est aussi déraisonnable que la croisade totale contre les monnaies de réserve.

Le défaut principal du système des monnaies de réserve réside dans son exagération. A l'avenir, il faudra éviter que se créent des avoirs excessifs en monnaies de réserve; il faudrait également réduire les réserves excédentaires de dollars. Pour ce faire, chaque pays pourrait, par exemple, déclarer quelle est la part de ses réserves en dollars qu'il considère comme excédentaire et faire reconvertir ces excédents en avoirs auprès du Fonds monétaire International. L'encaisse en dollars délibérément conservée par un pays ne devrait toutefois être reconvertie qu'à l'occasion du règlement d'un déficit de la balance des paiements. La compensation des soldes en or, devises et droits de tirage spéciaux devrait intervenir selon la composition des réserves d'un pays donné. Toute augmentation de nouveaux

avoirs en dollars due à un déficit de la balance de paiements américaine devrait être convertible. Par conséquent, les banques d'émission et les gouvernements étrangers pourraient conserver leurs réserves de dollars pour autant qu'ils en aient besoin comme fonds de roulement et dans la mesure où ils voudraient délibérément les utiliser comme moyen de réserve à possibilité de conversion limitée en cas de déficit seulement.

Une telle solution, qui consisterait à délivrer le système des monnaies de réserve de ses excès, sans toutefois le supprimer radicalement, serait certainement préférable à celle qui enlèverait complètement au dollar son rôle d'avoir de réserve en le remplaçant par les droits de tirage spéciaux. Alors que le dollar a au moins derrière lui un débiteur réel et une économie forte et solide, les droits de tirage spéciaux reposent avant tout sur l'obligation des pays de les accepter.

Il en va sensiblement de même pour l'or, qui est supérieur aux autres moyens de réserve en tant qu'il est le seul à être rare et précieux et parce qu'il n'est pas affecté d'une relation débitrice. Il est d'autant plus difficile de comprendre pourquoi les Américains veulent faire perdre au métal jaune son rôle de moyen de réserve au profit d'un monopole des droits de tirage spéciaux tel qu'il en résulterait un net affaiblissement du système monétaire international. Le maintien d'une proportion substantielle d'or dans les réserves monétaires internationales devrait donc servir de principe directeur. A ce point de vue, la dévaluation du dollar présente l'avantage d'élever légèrement la valeur des réserves mondiales d'or exprimée en dollars. Ainsi le prix monétaire de l'or s'est-il rapproché un peu de celui du marché libre. Mais à la longue, il serait également souhaitable d'éviter — en réadaptant régulièrement, à l'échelle internationale, le prix monétaire de l'or à celui du marché libre — qu'un écart trop grand se creuse entre ces deux prix afin de prévenir les tensions monétaires qu'il pourrait susciter. Pourtant, il faut ajouter que la récente hausse aiguë du prix de l'or sur le marché est défavorable à cette thèse. La voix du Vieux Continent — qui est plus favorable à l'or que l'Amérique — devrait exercer une influence modératrice dans les conversations qui auront lieu au sujet de la réforme monétaire.

Pour terminer, jetons encore un coup d'œil sur la position qui sera celle du dollar et de l'Europe dans un système monétaire futur.

Le dollar, appuyé par la puissante économie américaine, restera encore assez longtemps la monnaie internationale la plus importante. Même si le rétrécissement des marges d'intervention envisagé au sein du Marché commun devait donner lieu à des tentatives d'intervention dans les monnaies de la Communauté, cela ne contesterait pas au dollar son rôle de monnaie universelle d'intervention, car, avec son grand marché il n'a pas de rivaux en ce moment. Etant donné que le dollar est utilisé comme monnaie d'intervention, les banques d'émission étrangères seront tenues aussi dans l'avenir de conserver d'importants fonds de roulement en dollars; il en résultera une demande que M. Emminger estime à au moins 10 à 20 milliards de dollars¹.

D'autre part, on peut s'attendre à ce que le dollar conserve également son rôle de monnaie de transaction au sein du commerce et des échanges financiers internationaux et que le monde du commerce international l'utilisera à nouveau plus largement pour établir ses factures dès qu'il sera sorti fortifié de la crise monétaire internationale. Par contre, il faudra au moins réduire sa fonction de monnaie de réserve à des proportions propres à

¹ *Euromoney*, décembre 1971.

écarter les dangers de la situation actuelle et à prévenir toute rechute. Quoi qu'il en soit, il faut s'attendre à ce que le dollar conserve assez longtemps encore — bien que dans une mesure réduite — son rôle de monnaie de réserve. Il n'est pas souhaitable qu'il perde complètement cette fonction.

L'aptitude de l'Europe à jouer également un rôle de monnaie internationale de réserve et de transaction aux côtés des Etats-Unis dépendra de la réussite du plan Werner pour une Union européenne économique et monétaire. Les graves répercussions de la dernière crise monétaire ne doivent pas nous rendre trop pessimistes à cet égard.

Souvent, il faut attendre une crise pour voir d'importantes décisions se prendre. La crise actuelle du système monétaire a toutefois vivement illustré combien il est important pour l'Europe de parvenir à une unité monétaire afin de pouvoir s'affirmer vers l'extérieur et pour combler la lacune créée dans le système monétaire international par la faillite des Etats-Unis dans leur rôle de leader. Cependant, pour que l'intégration monétaire européenne puisse atteindre le niveau d'une véritable union monétaire, il faut que d'importantes conditions économiques et politiques se réalisent d'abord telles que la libéralisation des facteurs de production et la mise en commun ou l'harmonisation de la politique monétaire et fiscale. La réalisation de ces objectifs demandera de lourdes concessions de souveraineté de la part des pays membres et ne s'accomplira pas du jour au lendemain.

Si l'on parvenait à une telle union économique et monétaire en Europe, le système monétaire international s'en trouverait considérablement renforcé étant donné qu'il créerait une vaste et forte zone monétaire dans laquelle le processus de réajustement se réaliserait par le moyen d'une politique d'intégration. Aux côtés des Etats-Unis, cette zone serait le principal responsable du bon fonctionnement du système monétaire. Nécessairement la monnaie commune ou les monnaies étroitement liées des pays membres d'une telle union seraient également de plus en plus utilisées comme monnaie internationale de transaction et pourraient — dans la mesure de l'admissible — jouer le rôle de monnaie de réserve.

Si, jusqu'à nos jours, on a pu comparer le système monétaire à un système planétaire où toutes les monnaies gravitaient autour du dollar, le système monétaire de demain ressemblera plutôt à un pont reposant surtout sur deux piliers: celui des Etats-Unis et celui de l'Europe. Il est temps de procéder simultanément à la restauration du pilier américain et à l'édification du pilier européen de ce système!