

# LA LENTE ET IRRÉSISTIBLE ASCENSION DU DOLLAR DES ÉTATS-UNIS AU STATUT DE MONNAIE INTERNATIONALE (1914-1958)

GÉRARD MARIE HENRY \*

**A**u cours des cinquante dernières années, le dollar a joué le rôle de monnaie internationale<sup>1</sup> par excellence, que ce soit dans le cadre de l'étalon de change-or décidé à Bretton Woods ou dans celui des taux de change flexibles apparus sous la pression des circonstances en 1973. Jusqu'aux années 1960, la livre sterling avait pourtant continué à concurrencer le dollar ; tandis que dans les années 1980, les rôles accrus accordés au deutsche mark et au yen avaient pu laisser penser que le système monétaire international s'orientait vers une configuration tripolaire. En fait, les utilisations internationales du deutsche mark et du yen se sont stabilisées à des niveaux modestes à partir des années 1990. Au début des années 2000, certains commentateurs envisagent que le système monétaire international puisse rapidement devenir bipolaire, le dollar partageant progressivement son rôle avec l'euro. Dans un rapport publié en juillet 2008, la Banque centrale européenne (BCE) souligne toutefois le plafonnement de l'importance de l'euro comme monnaie internationale.

Cet article propose une explication historique de l'apparition et du développement du rôle international du dollar de 1914 à 1958, en mettant particulièrement l'accent sur le rôle des marchés financiers américains qui fonctionnent sans interférence gouvernementale

---

\* Consultant AGIF ; enseignant-chercheur, université de Reims Champagne-Ardenne.

excessive, qui sont larges - c'est-à-dire qui englobent une large palette d'instruments financiers - et qui sont profonds - c'est-à-dire qui s'appuient sur des marchés secondaires largement développés. Des marchés financiers liquides, larges et profonds contribuent à la demande internationale de la monnaie des États-Unis, car ils reflètent les préférences des investisseurs et des banques centrales pour des instruments financiers sûrs et liquides.

### *QUELLES SONT LES FONCTIONS D'UNE MONNAIE INTERNATIONALE ?*

Une monnaie internationale, c'est-à-dire une monnaie qui est utilisée à l'extérieur de son pays d'émission, exerce, au niveau mondial, les trois fonctions fondamentales d'unité de compte, de réserve de valeur et de moyen de paiement, à la fois pour les acteurs privés et pour les gouvernements.

Elle sert d'unité de compte dans les transactions privées, lorsqu'elle est utilisée comme monnaie de facturation dans les contrats commerciaux internationaux. Elle sert de réserve de valeur aux acteurs privés, lorsque les actifs financiers internationaux sont libellés dans cette monnaie. Elle sert de moyen de paiement au niveau international, lorsqu'elle est utilisée comme monnaie véhiculaire grâce à laquelle deux autres monnaies nationales sont échangées et lorsqu'elle sert de substitut à une monnaie nationale.

Elle sert d'unité de compte à des fins internationales gouvernementales, si elle est utilisée comme ancrage (*peg*) du taux de change de la monnaie nationale. Elle sert de réserve de valeur, lorsque les gouvernements et les banques centrales détiennent des réserves de change dans cette monnaie. Enfin, elle sert de moyen de paiement, lorsqu'elle est utilisée par les autorités pour des interventions sur le marché des changes.

**Tableau 1**  
**Fonctions d'une monnaie internationale**

Fonction	Acteurs privés	Acteurs publics
Unité de compte	Facturation	Ancrage du taux de change
Réserve de valeur	Actifs financiers	Réserves de change
Moyen de paiement	Véhicule/substitut	Interventions sur le Forex

Les trois fonctions d'une monnaie internationale se renforcent mutuellement. L'utilisation d'une monnaie dans la facturation commerciale et la détention d'actifs financiers libellés dans cette

monnaie accroissent la probabilité de son usage comme monnaie véhiculaire. Lorsqu'un gouvernement fixe le taux de change de sa monnaie à une autre monnaie, il est certain que ses réserves de change seront libellées dans cette monnaie et que ses interventions sur le marché des changes se feront dans cette monnaie, tandis que l'utilisation étatique de cette monnaie internationale en facilitera l'usage par les acteurs privés dans leurs contrats commerciaux et financiers.

*Les utilisations privées du dollar, monnaie internationale*

*Le dollar comme monnaie de facturation et de règlement*

Parmi les facteurs qui déterminent quelle monnaie de facturation utiliser dans le commerce international, on trouve le niveau des coûts de transaction, l'acceptabilité - ces deux premiers facteurs se soutenant mutuellement, car plus une monnaie est acceptée, plus ses coûts de transaction sont faibles, et plus ses coûts de transaction sont faibles, plus elle a de chances d'être acceptée -, la convertibilité et la stabilité anticipée de la monnaie<sup>2</sup>.

**Tableau 2**  
**Facturation des exportations mondiales**  
**et coefficient d'internationalisation des monnaies**  
**dans les années 1980 et les années 2000**

Monnaie	Part dans les exportations mondiales		Coefficient d'internationalisation	
	1987	2007	1987	2007
Dollar	56,2	51,8	4,5	3,8
Deutsche mark	13,6	-	1,4	-
Livre sterling	6,5	4,8	1,1	1,1
Yen	2,1	5,2	0,3	0,6
Euro	-	24,9	-	1,1

Notes :

- le commerce interne à la zone euro est compté comme faisant partie des exportations mondiales, ce qui majore mécaniquement la part de l'euro par rapport à celle de son précurseur, le deutsche mark ;  
 - le coefficient d'internationalisation d'une monnaie est le rapport entre la part des exportations mondiales libellées dans cette monnaie et la part du pays d'émission de cette monnaie dans les exportations mondiales. Un coefficient d'internationalisation inférieur à l'unité, comme c'est le cas pour le yen, signifie qu'une large part des exportations du pays n'est pas libellée en monnaie locale et que cette monnaie sert peu comme monnaie de facturation des exportations des autres pays.

*Le dollar comme monnaie de financement et réserve de valeur*

Dans les années 1950, la grande majorité des émissions obligataires internationales sont libellées en dollars. Depuis les années 1970, on assiste progressivement à une diversification des monnaies utilisées sur les marchés internationaux de la dette. L'utilisation de la monnaie

d'un pays est, dans ce domaine, déterminée par la taille, l'ouverture et la liquidité des marchés financiers de ce pays ainsi que par la stabilité de sa monnaie. La diminution relative de la part du dollar sur les marchés obligataires, bien avant la création de l'euro, résulte de l'émergence d'économies européennes solides et de la libéralisation et de la déréglementation généralisées des systèmes financiers.

**Tableau 3**  
**Monnaies utilisées pour lever des fonds**  
**sur les marchés obligataires internationaux**  
(en % du total des émissions)

Monnaie	1950	1980	1998	2007
Dollar	78,2	49,2	45,9	46,9
Livre sterling	8,3	0,6	7,9	5,5
Deutsche mark	2	17,9	27,2	-
Yen	0	5,2	11,3	4,3
Euro	-	-	33,4	38,4

*Le dollar comme monnaie véhiculaire*

24

Une monnaie joue le rôle de monnaie véhiculaire, lorsque les coûts indirects de l'échange par l'intermédiaire de cette monnaie sont moindres que les coûts directs de l'échange entre deux monnaies données. Étant donné la profondeur du marché des changes en dollars, il est moins coûteux d'échanger des pesos mexicains (MXN) contre des dollars (USD) et d'échanger ensuite ces dollars contre des wons coréens (KRW), plutôt que d'échanger directement les pesos contre les wons.

**Tableau 4**  
**Transactions sur les marchés des changes**  
(en % du total des transactions)

Monnaie	1992	1998	2007
Dollar	82	87,3	86,3
Livre sterling	13,6	11	15
Deutsche mark	39,6	30,1	-
Yen	23,4	20,2	16,5
Euro	-	-	37

*Le dollar comme monnaie de substitution*

Une monnaie internationale peut devenir le substitut de la monnaie locale dans les transactions réalisées dans un autre pays. La gravité

des incertitudes concernant le pouvoir d'achat de la monnaie locale conduit, lorsque c'est possible, à l'utilisation d'une monnaie étrangère comme unité de compte, réserve de valeur et instrument d'échange dans l'économie concernée. L'usage du dollar comme monnaie de substitution s'est développé lorsque plusieurs pays d'Europe, comme l'Allemagne, l'Autriche et la Hongrie, ont subi des inflations galopantes au début des années 1920. En 2009, les citoyens du Venezuela qui cherchent à se protéger de l'effondrement du bolivar (VEF) se rendent dans les îles de Curaçao et d'Aruba pour y acheter des dollars en contournant le contrôle des changes qu'a mis en place le gouvernement vénézuélien<sup>3</sup>. C'est la raison pour laquelle la quantité de billets libellés en dollars qui circule à l'extérieur des États-Unis continue à progresser et représente environ 57 % du total des *Federal Reserve notes*<sup>4</sup>.

### *Les utilisations publiques du dollar, monnaie internationale*

#### *Le dollar comme ancre des taux de change*

Il ne reste plus officiellement que 47 pays sur les 185 membres du FMI dont la monnaie est fixée, soit au dollar (23 pays), soit à l'euro (24 pays, parmi lesquels les 14 pays africains qui utilisent le franc CFA qu'il soit XAF ou XOF). Dans la pratique, le dollar reste la monnaie par rapport à laquelle la plupart des pays cherchent à limiter les fluctuations de leur monnaie. Environ la moitié des pays en développement membres du FMI continuent, de fait, à ancrer leurs monnaies au dollar, alors qu'ils ne sont qu'environ 15 % à déclarer à l'institution financière internationale qu'ils respectent un ancrage fixe<sup>5</sup>.

#### *Le dollar comme monnaie de réserve et comme monnaie d'intervention*

Les gouvernements et les banques centrales détiennent des réserves de change pour trois raisons : le règlement des importations, le règlement du service de la dette extérieure, les interventions sur le marché des changes pour gérer le taux de change. Dans les pays développés, les deux premières fonctions sont généralement assurées par les marchés et les réserves ne servent pratiquement qu'aux interventions. Dans les pays émergents et les pays en développement, les trois objectifs sont importants. Les monnaies dans lesquelles sont facturées les importations, sont libellées la dette extérieure et auxquelles est ancrée la monnaie nationale jouent donc un rôle conséquent dans la composition des réserves des banques centrales de ces pays. Sachant que les réserves officielles non métalliques sont le plus souvent détenues sous forme de titres d'État (*government securities*), le choix de la monnaie de réserve dépend également du comportement des marchés secondaires de ces

titres et chacun se souvient de l'intervention récente du vice-gouverneur de la Banque centrale saoudienne affirmant qu'en dépit des déficits commerciaux et budgétaires des États-Unis, le dollar restait la monnaie la plus sûre pour les banquiers du Moyen-Orient : « L'euro n'a pas encore atteint le statut de concurrent du dollar comme monnaie de réserve majeure. Il n'y aura pas de basculement vers l'euro tant que les marchés financiers européens ne seront pas plus compétitifs, plus profonds, plus liquides et plus diversifiés ».

**Tableau 5**  
**Composition des réserves de change des banques centrales**  
(en %)

Monnaie	1973	2007
Dollar	76,1	63,9
Livre sterling	5,6	4,7
Deutsche mark	8,7	-
Yen	0,1	2,9
Euro	-	26,5

*LE FONCTIONNEMENT DE L'ÉTALON-OR  
AUTOUR DE LA CITY DE LONDRES :  
LA LIVRE, MONNAIE INTERNATIONALE*

À la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle, à de rares exceptions près comme la Chine qui reste fidèle au monométallisme argent, tous les pays ont rejoint la Grande-Bretagne et le Portugal dans l'étalon-or, un système monétaire dans lequel les pièces d'or et les billets convertibles en or constituent la base de la circulation monétaire intérieure (Eichengreen, 1994). Mais la seule véritable monnaie internationale est la livre sterling. Londres sert en effet de chambre de compensation pour les autres pays. Le développement précoce du commerce anglais et l'émergence du Royaume-Uni comme première nation commerçante ont incité les exportateurs des autres pays à obtenir des crédits commerciaux à Londres<sup>6</sup>. La structure régionale du système bancaire anglais a favorisé l'apparition de maisons d'escompte qui relient les banques provinciales et elle a donné naissance à des institutions financières particulièrement aptes à effectuer des transactions sur des lettres de change étrangères. La capacité de la Banque d'Angleterre à réescompter les effets de commerce que lui présentent les maisons d'escompte joue bien évidemment un rôle décisif dans le développement de ce marché. Les exportateurs et les importateurs des autres pays maintiennent des balances sterling qu'ils convertissent à leur guise en or ou en devises pour

régler leurs obligations commerciales. Les maisons d'escompte anglaises octroient des crédits commerciaux en achetant soit directement, soit par l'intermédiaire des succursales londoniennes des banques étrangères, des effets de commerce qui garantissent le paiement à une date future d'une somme en livres sterling contre livraison de produits étrangers. On estime ainsi que vers 1900, environ 60 % du commerce mondial sont réglés par des effets libellés en sterling, soit beaucoup plus que la part de la Grande-Bretagne dans le commerce international de marchandises.

Bien qu'il y ait déjà plusieurs places financières en Europe Continentale, aucune ne dispose d'une structure financière capable de concurrencer Londres dans le financement à court terme du commerce international, que ce soit par le montant des actifs liquides déposés ou par la rapidité avec laquelle ces actifs réagissent aux facteurs qui affectent les taux d'intérêt et la confiance.

Ce système de financement particulièrement prisé par les exportateurs séduit également les gouvernements. Puisque la libre disponibilité de l'or de la Banque d'Angleterre n'est, en théorie, jamais remise en question, les gouvernements étrangers, confiants dans la crédibilité de l'engagement de la Banque d'Angleterre, maintiennent une partie de leurs réserves sous forme d'actifs porteurs d'intérêts, qui peuvent être convertis en or à tout moment. La place financière londonienne est bien évidemment confrontée à des concurrents en Europe Continentale, en particulier Paris et Berlin mais aussi Amsterdam et Zurich, il n'empêche que les réserves libellées en sterling sont plus importantes que la valeur totale des réserves libellées dans les autres devises.

Cette utilisation de la livre comme monnaie de réserve est certes privilégiée par les membres de l'Empire britannique, mais d'autres pays, tout particulièrement la Russie et le Japon, trouvent également intérêt à garder la majeure partie de leurs réserves de change à Londres comme moyen de signaler à la Grande-Bretagne leur engagement à respecter les clauses de leurs traités.

Il y a toutefois des limites à la demande de balances sterling : d'une part, comme on l'a vu, la Grande-Bretagne n'est pas le seul pays à monnaie de réserve<sup>7</sup> ; d'autre part, une accumulation excessive de dettes étrangères peut susciter des doutes quant à la capacité de la Banque d'Angleterre à maintenir la convertibilité.

À la fin du XIX<sup>ème</sup> siècle, la capacité de la Banque d'Angleterre à influencer les taux d'intérêt du marché est largement reconnue et de plus en plus institutionnalisée. Les banques londoniennes et, progressivement, toutes les banques du pays indexent leurs taux de crédit sur le *bank rate*, le taux directeur de la Banque d'Angleterre. Lorsqu'il est nécessaire de compléter l'ajustement automatique de la

balance des paiements qui s'opère par le mécanisme prix-flux d'espèces (*price-specie-flow*), la Banque d'Angleterre peut recourir à une augmentation de son taux d'escompte, à des restrictions sur les effets éligibles à l'escompte et, en dernier lieu, à des ventes sur l'*open market* pour exercer une pression à la hausse sur les taux d'intérêt de marché, ce qui attire des capitaux à court terme du reste du monde<sup>8</sup>.

Ce système intégré de financement international repose sur « une mince couche d'or » : les réserves de change en or de la Banque d'Angleterre ne représentent qu'environ 40 millions de livres sterling, soit seulement 3 % de la masse monétaire du pays. En cas de crise financière, la Banque d'Angleterre est donc forcée de défendre la parité de la livre en s'appuyant sur la coopération internationale. C'est ce qui se produit en particulier lors de la « crise de la Baring » en 1890<sup>9</sup>, de la crise de la livre de 1906 et de la « panique de 1907 » qui trouve son origine aux États-Unis.

#### *LE RÔLE INTERNATIONAL INSIGNIFIANT DU DOLLAR DES ÉTATS-UNIS AVANT 1914*

Dès les années 1880, les États-Unis constituent la première puissance économique mondiale et ils sont déjà un acteur important au niveau monétaire et financier, puisqu'ils détiennent environ 15 % des réserves mondiales d'or. Mais le système financier américain est doté d'une structure particulière qui exerce une influence déstabilisante sur l'étalon-or international. Les États-Unis n'ont pas de banque centrale<sup>10</sup> et ils ne disposent donc pas d'une institution capable d'amortir les variations des conditions du marché monétaire et de coordonner son action avec les banques centrales européennes. La masse monétaire américaine est inélastique puisque, d'après la loi, le Trésor américain ne peut pas émettre de billets, ni réescompter des effets de commerce, ni prendre en pension des titres<sup>11</sup>.

Un accroissement significatif de la demande de liquidités aux États-Unis ne peut donc être satisfait que par des importations massives d'or. Chaque automne, à l'époque des récoltes, il y a des tensions sur le système international de l'étalon-or, lorsque la demande américaine de monnaie et de crédit augmente.

De la même manière que l'étalon-or international relie le système financier américain à Londres, l'étalon-or intérieur relie les États américains du sud et de l'ouest au centre financier new-yorkais. Les transactions commerciales, qui portent essentiellement sur le commerce des produits agricoles, sont financées par des banques de New York et sont réglées par l'intermédiaire de la chambre de compensation de New York, d'une manière très semblable à la façon dont s'opère à



Londres le règlement de transactions entre pays tiers par le transfert de balances sterling.

À l'instar des pays qui détiennent des balances à Londres, les banques du Midwest maintiennent des balances à New York. Comme la masse monétaire américaine est inélastique et que la demande de monnaie varie selon les saisons et les phases des cycles économiques, lorsque la demande de monnaie augmente dans les États de l'intérieur, l'or se retire de New York de la même manière que les pays étrangers entraînent des sorties d'or de Londres<sup>12</sup>.

En cas de crise, la défense du dollar nécessite un soutien étranger et les États-Unis n'ont pas, à l'époque, de banque centrale qui pourrait solliciter un prêt de ses homologues étrangers, comme a pu le faire la Banque d'Angleterre lors de la crise de la Baring.

Trois « paniques » majeures sont à l'origine de changements institutionnels significatifs dans le système financier américain, et ces crises donnent, en fin de compte, l'impulsion nécessaire à la création de la Federal Reserve.

Après la crise de 1873, les chambres de compensation (*clearing houses*), et tout particulièrement celle de New York<sup>13</sup>, obtiennent des pouvoirs plus importants pour aider à maintenir la liquidité lorsque se déclenche une attaque contre les banques. Les chambres de compensation ont désormais le droit d'examiner la situation des banques qui en font partie et elles surveillent désormais les banques pour s'assurer qu'elles maintiennent un niveau adéquat de réserves et qu'elles sont solvables. Mais il suffit que le bruit se répande qu'une banque connaît des difficultés pour que les déposants se précipitent vers les guichets de la banque et retirent tous leurs avoirs. Si la banque en question est dans l'incapacité de satisfaire les demandes de retraits de ses déposants et qu'elle ferme ses guichets, il y a de fortes chances que d'autres banques soient attaquées<sup>14</sup>.

La panique bancaire de 1893 oblige ainsi le Trésor américain à emprunter d'urgence 60 M\$ en or auprès d'un *pool* de banques américaines et étrangères dont les chefs de file sont les banques Morgan de New York et Rothschild de Londres. Les banques privées avancent l'or au Trésor en échange de bons du Trésor qu'elles revendent ensuite à des conditions favorables. Grâce à cette action intéressée des banques d'affaires, la crise américaine est surmontée, mais le succès de l'opération montre que la stabilité du dollar, comme celle de la livre, repose sur la coopération internationale, puisque c'est en définitive la Banque d'Angleterre qui a dû accepter une diminution temporaire de ses réserves. En l'absence de banque centrale américaine, cette coopération ne peut se faire que par des méthodes potentiellement embarrassantes aux yeux de l'opinion publique (Higgs, 1987).

La crise de 1907 qui est enrayée grâce aux actions décisives de JP Morgan et de la chambre de compensation de New York fait naître de nouveaux doutes quant à la capacité et la volonté de la Banque d'Angleterre à participer régulièrement au sauvetage du dollar (Moen et Tallman, 1990). À cause de ses propres difficultés, la Banque d'Angleterre encourage en effet vivement en 1906 les investisseurs britanniques à liquider leurs prêts américains, ce qui durcit les conditions de crédit aux États-Unis et précipite l'éclatement de la bulle financière<sup>15</sup>. En réaction aux sorties d'or vers les États-Unis, la Banque d'Angleterre n'hésite pas à monter son taux directeur jusqu'à 7 % et ce sont cette fois les transferts d'or de la Banque de France et de la Reichsbank qui permettent de maintenir la parité de la livre sterling, et incidemment celle du dollar (Eichengreen, 1992).

Les États-Unis ont beau avoir largement rattrapé et dépassé la Grande-Bretagne dans le domaine industriel, la faiblesse de leur structure bancaire et en particulier l'absence de marché d'acceptation maintiennent New York dans la dépendance de Londres. Les importateurs et les exportateurs américains ne peuvent pas se passer des services des maisons d'acceptation et d'escompte de Londres et ils gardent leurs réserves en livres sterling dans les banques de la City. Le dollar est rarement utilisé dans les transactions internationales, ce qui s'explique avant tout par l'absence d'un marché large et profond des effets de commerce (*commercial paper*). Le moyen de paiement international couramment employé reste donc l'effet de commerce tiré sur les maisons d'acceptation (*acceptance houses*) de Lombard Street et escompté par les maisons d'escompte (*discount houses*) de la City. Les banques nationales américaines n'ont pas le droit d'accepter des lettres de change correspondant à des transactions internationales et il n'y a pas de banque centrale pour réescompter ces effets de commerce et d'autres instruments financiers ou pour acheter directement des obligations par des opérations d'*open market*.

### LA NAISSANCE DU FEDERAL RESERVE SYSTEM

Le Federal Reserve System connaît effectivement une naissance mouvementée (Silber, 2006).

En 1901, Paul Warburg, de la famille des banquiers allemands qui ont créé en 1798 la banque éponyme à Hambourg, s'installe de façon permanente à New York où il devient *partner* de la société financière Kuhn, Loeb and Company. Warburg est littéralement choqué par « l'état primitif » des activités bancaires et financières aux États-Unis, en particulier par les crises saisonnières de liquidités dues à l'absence d'un prêteur en dernier recours<sup>16</sup>.

Au début de l'année 1907, les propositions de réforme monétaire de Warburg sont publiées dans le supplément *Annual Financial Review* du *New York Times* sous le titre « A Plan for a Modified Central Bank ». Paul Warburg préconise le développement d'un marché américain de l'escompte et des effets de commerce ainsi que la création d'une « réserve centrale » qui conserverait les réserves des banques, membres du système, et qui pourrait les mettre à la disposition de toute banque qui éprouve des besoins de liquidités. Il explique qu'un tel système devrait permettre de rendre la monnaie et le crédit plus « élastiques » et donc de stabiliser les taux d'intérêt.

La Commission monétaire nationale constituée après le crash boursier de 1907 est chargée d'étudier le fonctionnement des systèmes bancaires européens et de proposer une réforme du système américain pour le rendre à la fois plus stable et plus international. L'un des rapporteurs de la Commission monétaire écrit à ce sujet : « Les importateurs américains dépendent dans une large mesure de Londres, et ils doivent payer un tribut annuel considérable sous forme de commissions d'acceptation. Non seulement de telles pratiques accroissent l'importance de Londres, mais elles paralysent le développement de New York comme centre financier international et sont préjudiciables à nos exportations » (Jacobs, 1910). En effet, les traites qu'émettent les importateurs américains sont libellées en livres et le règlement des importations américaines n'entraîne donc pas la création de traites en dollars qui pourraient être prêtées à l'étranger pour financer l'achat de produits américains.

On comprend bien que la réforme bancaire envisagée n'a pas uniquement comme objectif d'empêcher les « paniques bancaires » ; il s'agit également de faire, à terme, du dollar une monnaie internationale.

Le Federal Reserve System est créé par le Federal Reserve Act (Owen-Glass Act) signé par le président Wilson le 23 décembre 1913 « *to provide for the establishment of Federal reserve banks, to furnish an elastic currency, to afford means of rediscounting commercial paper, to establish a more effective supervision of banking in the United States, and for other purposes* »<sup>17</sup>.

L'ouverture du Federal Reserve System est prévue pour le mois d'avril 1915, mais les événements internationaux de l'année 1914 modifient de fond en comble cet échéancier. Les tensions qui s'aggravent au deuxième trimestre de l'année 1914 incitent tout à fait logiquement les investisseurs européens à réduire leurs portefeuilles d'actions et d'obligations américaines et à transférer leurs avoirs convertis en or vers l'Europe<sup>18</sup>. Entre le début du mois de mai et la fin du mois de juillet 1914, 83 M\$ d'or sortent des États-Unis, le plus fort montant trimestriel depuis 1900. L'administration Wilson s'inquiète de la possibilité

d'un effondrement (*crash*) de la Bourse new-yorkaise, mais aussi de ces sorties d'or qui pourraient déclencher une panique financière semblable à celle de 1907. La solution adoptée par l'administration Wilson consiste à :

- fermer la Bourse de New York (New York Stock Exchange) le 31 juillet 1914 immédiatement après la fermeture du London Stock Exchange ;
- modifier le 4 août 1914 la loi Aldrich-Vreeland pour rendre plus facile l'émission de billets supplémentaires par les banques face à la thésaurisation d'argent liquide par le public<sup>19</sup> ;
- accélérer la mise en place du Federal Reserve System : le 7 août les cinq membres du Federal Reserve Board désignés par le président Wilson sont confirmés par le Sénat. Paul Warburg représente la communauté bancaire qui exprime sa satisfaction.

Ce n'est que le 16 novembre 1914 que les douze banques de réserve fédérale sont ouvertes, tandis que la Bourse de New York ne reprend ses cotations que le 12 décembre 1914 de la même année après plus de quatre mois d'interruption, alors même que les États-Unis ne sont pas en guerre et que les risques d'effondrement des cours sont largement dissipés<sup>20</sup>. Ces délais ne sont pas dus à des lenteurs administratives ou à des tensions entre l'administration Wilson et une communauté bancaire proche des républicains. Ils reflètent une volonté commune d'assurer un démarrage réussi au Federal Reserve System. Les événements internationaux de l'année 1914 précipitent la mise en place du Federal Reserve System et, grâce aux décisions avisées de l'administration démocrate, elles permettent d'asseoir plus rapidement la stature internationale du dollar.

Le principal souci de l'administration et de la communauté financière américaine a trait aux réserves d'or américaines qui sont nécessaires pour assurer la crédibilité financière du nouveau système. La fermeture de la Bourse présente des inconvénients, mais c'est le moyen le plus simple pour endiguer les sorties d'or<sup>21</sup>. L'administration Wilson (et la communauté financière américaine) ne tient absolument pas à être obligée de suspendre la convertibilité du dollar en or, une suspension qui serait désastreuse pour le marché des obligations américaines dont une grande partie est placée en Europe<sup>22</sup>.

Le problème n'est pas réglé pour autant ; tant que le cours de la livre sterling est au-dessus de son point d'or (4,8665 dollars), la pression pour vendre de l'or américain pour acheter du sterling est forte, d'autant que la Banque d'Angleterre, pour réduire les coûts et les risques du transport de l'or entre le continent américain et Londres, ouvre à Ottawa, dès le 11 août 1914, une succursale habilitée à acheter de l'or, ce que n'apprécient guère les milieux financiers américains.

Le 4 septembre 1914, le Federal Reserve Board organise une conférence à Washington pour trouver « une solution au problème de marché des changes ». Benjamin Strong, qui fait partie des banquiers invités, propose la création d'un « *pool* de l'or prêt à fournir au moins 200 M\$ en or pour des règlements à l'étranger »<sup>23</sup>. À la mi-novembre 1914, les risques sont dissipés. Les cotations des obligations reprennent le 28 novembre 1914, celles des actions « à caractère non international » le 12 décembre 1914 et tous les titres sont désormais cotés à partir du 15 décembre 1914. Plus important encore, le bilan consolidé des banques de réserve fédérale montre, à la date du 20 novembre 1914, que plus de 80 % des 254 M\$ de réserves qu'elles ont reçues sont constituées d'or et de certificats d'or, alors que les banques auraient pu détenir la moitié de ces réserves en effets de commerce et l'autre moitié en monnaies légales, c'est-à-dire en or, en argent ou en *greenbacks*. Le Federal Reserve System est bien parti et il est prêt à jouer un rôle majeur dans le financement des efforts de guerre de l'entente, puis des États-Unis eux-mêmes.

### *LA PREMIÈRE GUERRE MONDIALE ET LES DÉBUTS DU RÔLE INTERNATIONAL DU DOLLAR*

Pour faire face aux déficits commerciaux massifs entraînés par leurs efforts de guerre, les pays européens belligérants sont amenés à procéder à la liquidation de leurs avoirs à l'étranger et à recourir massivement à des emprunts à l'étranger, c'est-à-dire aux États-Unis. Les gouvernements européens réquisitionnent d'abord les actifs étrangers détenus par leurs résidents, ils utilisent ensuite leurs relations avec les sociétés d'émission américaines pour vendre des obligations aux investisseurs américains, puis, après l'entrée en guerre des États-Unis, ils obtiennent directement des crédits du gouvernement américain qui émet pour leur compte des actifs libellés en dollar. L'ensemble de ces transactions propulse rapidement les États-Unis du statut de débiteur international à celui de créancier international<sup>24</sup>. Les États-Unis ressemblent ainsi de plus en plus à la Grande-Bretagne d'avant 1914, puisqu'ils sont devenus un centre financier international qui emprunte à court terme - les balances dollar déposées dans les banques new-yorkaises - et qui prête à long terme<sup>25</sup>. La montée en puissance du marché new-yorkais se fait au détriment de la position de Londres<sup>26</sup>.

Les pays européens en guerre voient la dépréciation de leurs monnaies comme une menace à leur stabilité financière et donc à leur effort de guerre. La dépréciation augmente le coût des produits importés, elle aggrave les tensions inflationnistes. Les autorités

gouvernementales, en particulier dans les pays qui dépendent des exportations américaines, prennent donc des mesures pour empêcher la hausse du dollar.

Pour les alliés, le taux de change livre sterling/dollar est fondamental. L'ancrage de la livre sterling au dollar au taux de 4,86 dollars escompté de 2 % crée une zone monétaire stable comprenant les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Empire britannique, large ensemble auquel peuvent se rattacher d'autres devises comme le franc français<sup>27</sup>. C'est à partir de cette époque que débute réellement le rôle du dollar comme monnaie de réserve pour les gouvernements. Désormais, les taux de change sont exprimés en dollars, même si leur évolution continue à être suivie par rapport à la référence à la livre sterling. Les bilans des banques centrales donnent peu d'information sur la localisation ou la monnaie de dénomination de ces réserves de change, mais il est certain que la valeur des réserves détenues à New York augmente fortement au cours de la période. Comme l'inflation en Europe Continentale est nettement supérieure à l'inflation anglaise et que les banques centrales des dominions continuent à accumuler des balances à Londres, Londres maintient toutefois sa prééminence. Triffin (1964) avance le chiffre de 600 M\$ comme estimation des réserves officielles en dollars dans les années 1920, contre plus du double pour les réserves en sterling et autant pour les réserves en autres devises. Ces chiffres indiquent qu'en dépit des changements radicaux créés par la guerre et l'immédiat après-guerre dans l'architecture financière internationale, en dépit du poids économique et financier des États-Unis, le dollar n'est toujours pas capable de rivaliser comme monnaie de réserve avec la devise anglaise qui bénéficie à la fois des institutions performantes de la City et du soutien quasi automatique des pays de l'Empire. Le rôle du dollar s'accroît toutefois nettement dans le financement international. Avant 1914, l'Europe Centrale et Orientale trouvait traditionnellement son financement à Berlin ou à Paris. Dans les années 1920, ces deux places financières ne sont plus en mesure de faire du crédit à l'étranger et, à l'instar du Canada, de l'Amérique Latine, les gouvernements de la région se tournent vers New York.

### *LA PLACE MINEURE DU DOLLAR DANS L'ÉTALON DE CHANGE-OR DES ANNÉES 1920*

La résolution adoptée en 1922 à la conférence de Gênes encourage les pays à détenir, en plus de leurs réserves métalliques, « des avoirs sous forme de dépôts, de traites, d'effets à court terme et autres ressources liquides appropriées dans d'autres pays participants », ceux qui vont être baptisés « centres or ».

L'objectif officiel affiché par les délégués anglais, Ralph Hawtrey et John Maynard Keynes, est d'éviter les pressions déflationnistes qu'un retour général à l'étalon-or ne manquerait pas de produire. Il s'agit également de renforcer le statut de la place financière londonienne qui pourrait ainsi retrouver une partie de l'activité perdue pendant la guerre au profit de New York. Plusieurs banques centrales de l'Europe Centrale et Orientale modifient alors leurs statuts pour pouvoir inclure des avoirs en devises dans leur réserve légale qui sert à la couverture de billets. Mais la progression des réserves officielles de change libellées en devises est relativement modeste, de 17 % environ du total en 1913 à 23 % en 1928.

**Tableau 6**  
**Montant des réserves des banques centrales de 1880 à 1962**  
 (en M\$)

	1880	1913	1928	1933	1937	1949	1957	1962
Réserves totales	1 000	6 000	13 000	20 000	28 000	45 000	57 000	65 000
Or	950	5 000	9 800	19 000	26 000	33 000	39 000	42 000
Devises	50	1 000	3 200	1 000	2 000	12 000	18 000	23 000
Livre sterling	50	400	1 300	340	900	6 400	6 400	6 200
Dollar	-	-	600	60	400	3 200	8 700	13 000
Autres devises	-	600	1 300	500	700	2 400	2 900	3 800

Note : les valeurs qui figurent dans ce tableau sont arrondies compte tenu de l'imprécision des données. Elles sont tirées de Triffin R. (1964), *op. cit.*, p. 56 et de Bloomfield A. (1963), p. 14. Le volume des réserves officielles d'or en 1933 est évalué sur la base d'une once d'or à 35 dollars contre 20 dollars, 67 dollars avant la dévaluation d'avril 1933. La valeur du stock d'or officiel mondial passe donc automatiquement de 11 000 M\$ à 19 000 M\$.

Les États-Unis sont, depuis 1919, le seul pays industrialisé important à avoir rétabli la convertibilité, c'est-à-dire le seul pays où il est possible d'acheter librement de l'or, et ils sont le seul pays du système de l'étalon de change-or à ne pas autoriser leur banque centrale à détenir une fraction de ses réserves en devises étrangères (*foreign exchange*). Les statuts de la Federal Reserve obligent en effet les douze banques fédérales de réserve à détenir des réserves en or égales à au moins 40 % du montant des billets émis par la Federal Reserve. Les autres réserves sont constituées d'actifs « éligibles », c'est-à-dire d'effets de commerce (*real bills*) escomptés par les banques de réserve. Le montant des réserves au-delà de ce niveau (*free gold*) constitue un indicateur important de la confiance du public dans la convertibilité du dollar.

Les aspirations à l'élévation du dollar au statut de monnaie internationale contraignent certainement la politique monétaire du Federal Reserve System dans les années 1920 et au début des années 1930. À plusieurs reprises et en particulier à la fin de l'année 1931, le maintien d'un niveau élevé du taux d'escompte par la Federal Reserve peut s'expliquer par la volonté de garantir le rôle du dollar dans le système de l'étalon-or<sup>28</sup>. Entre 1924 et 1925, la relation privilégiée qu'entretiennent Montagu Norman, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, et Benjamin Strong, le président de la Federal Reserve Bank of New York, se traduit toutefois par l'octroi d'une ligne de crédit de la Federal Reserve, du Trésor et de JP Morgan à la Banque d'Angleterre et par d'importantes sorties d'or des États-Unis vers Londres au moment où la Grande-Bretagne revient à la convertibilité<sup>29</sup>.

En avril 1925, la Grande-Bretagne rejoint donc les États-Unis dans l'étalon-or et dès la fin de l'année, plus d'une trentaine de pays suivent son exemple. La Grande-Bretagne a particulièrement envie de redevenir officiellement un centre-or recevant les réserves de change des autres pays, avant que des pays, comme la Suisse et les Pays-Bas, rétablissent la convertibilité de leurs monnaies. Le franc français et la lire italienne sont à leur tour stabilisés en 1926 et 1927 et la reconstruction du système de l'étalon-or est ainsi quasiment achevée.

Avant la Première Guerre mondiale, le taux d'escompte (*bank rate*) de la Banque d'Angleterre jouait un rôle si important au niveau international que lorsqu'il variait, d'autres banques centrales réagissaient rapidement dans le même sens, ce qui entraînait une certaine coordination de fait des politiques monétaires. Dans l'économie internationale des années 1920, il n'y a plus de leader incontesté que pourraient suivre d'autres banques centrales, alors que la disparition de Benjamin Strong en 1928 marque la fin de la relation « solidaire » entre les deux pays à monnaie de réserve.

Le Federal Reserve Act donne aux banques de réserve l'autorisation d'acheter et de vendre non seulement des effets de commerce mais aussi des bons du Trésor et, à partir de 1922, les opérations d'*open market* réalisées par la Federal Reserve Bank of New York deviennent, avec le taux d'escompte, le principal instrument du contrôle monétaire. Le mécanisme de l'*open market* permet, en outre, de « stériliser » les entrées ou les sorties d'or. En cas d'excédent de la balance des paiements, la Banque centrale vend des titres de son portefeuille pour éponger l'accroissement de liquidités entraîné par la conversion en monnaie locale de l'or obtenu par les exportateurs nationaux. En cas de déficit de la balance des paiements, la Banque



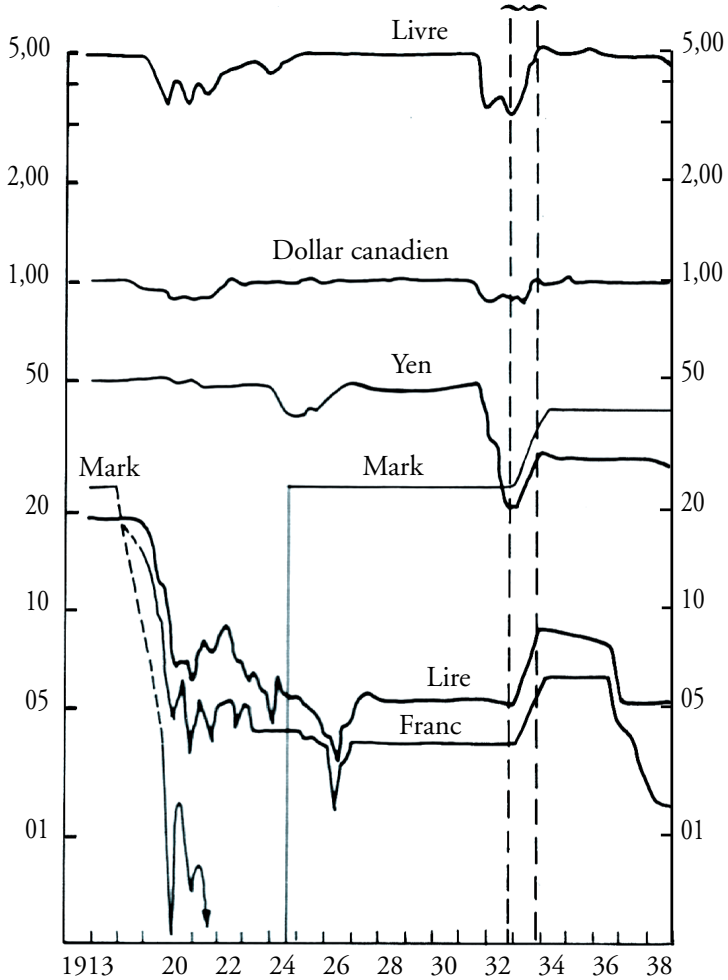
centrale se livre à des achats sur le marché des titres pour compenser la diminution de la masse monétaire due aux sorties d'or (Nurkse, 1944).

Dès 1928, la Banque de France critique le comportement des États-Unis dans le fonctionnement du système monétaire international. Lorsqu'un pays de l'étalon-or subit un déficit de sa balance des paiements, il doit y avoir un ajustement conduisant sa circulation monétaire à se contracter. Mais si ce pays est un centre de réserve, comme le sont les États-Unis, les créances de ses partenaires commerciaux tendent à lui revenir sous la forme de dépôts correspondant aux réserves de change que désirent accumuler ces pays. Le déficit américain est compensé par l'augmentation des balances dollar et les États-Unis ne sont pas confrontés à des sorties d'or. Il n'y a donc pas de contraction de la masse monétaire, pas de stabilisation des prix, pas de réduction des dépenses pour éliminer le déficit de la balance des paiements. La contrainte extérieure ne s'exerce pas sur le pays dont la monnaie est monnaie de réserve et cette asymétrie permet à la Banque centrale américaine de poursuivre une politique monétaire expansionniste<sup>30</sup>.

Le 19 septembre 1931, la Grande-Bretagne suspend la convertibilité de la livre qui devient une monnaie flottante dont le cours, fixé à 4,86 dollars en mai 1925, baisse jusqu'à 3,25 dollars en décembre 1931, avant de se stabiliser à environ 40 % en dessous de son niveau antérieur. De nombreux pays, membres du Commonwealth ou partenaires commerciaux de la Grande-Bretagne, choisissent d'ancrer, de façon plus ou moins rigide, leur monnaie à la livre. Ces pays continuent, comme par le passé, à détenir leurs réserves de liquidités internationales sous la forme d'avoirs dans les banques londonniennes.

Le premier effet de la dépréciation de la livre est de transférer la pression des marchés des changes de Londres à New York. Les pertes subies sur les avoirs en sterling rappellent brutalement aux banquiers centraux quels sont les risques liés à la détention de réserves de change. Les banques centrales, en particulier la Banque de France, convertissent leurs balances dollar en or américain, tandis que les spéculateurs liquident leurs positions. La conversion en or des balances dollar au profit de places financières comme Paris, Bruxelles, Amsterdam ou Zurich empêche la Federal Reserve, toujours soucieuse de maintenir le statut du dollar, de se lancer dans des opérations expansionnistes d'*open market* à un moment où la livre ne s'échange plus qu'à 3,40 dollars.

**Graphique 1**  
**Valeur de la monnaie**  
 (en dollars, échelle logarithmique)



38

Note : mars 1933 - février 1934 : les États-Unis élèvent le prix de l'or de 20,67 l'once à 35 l'once.  
 Source : Banking and Monetary Statistics, Federal Reserve Board, 1943.

### *LE DOLLAR : MONNAIE NATIONALE AMÉRICAINE*

Le 19 avril 1933, le tout nouveau président américain, Franklin Delano Roosevelt, est autorisé par le Congrès à modifier le Gold Standard Act de 1900, ce qui équivaut à suspendre la convertibilité or du dollar. Le dollar chute brutalement et le taux de change livre/dollar repasse au-dessus de 4 dollars.

Lorsque débute la conférence économique mondiale à Londres le 12 juin 1933, les négociateurs américains, anglais et français se sont mis d'accord pour stabiliser leurs monnaies pendant la durée de la conférence à un taux de change de 4 dollars pour la livre, à l'intérieur d'une fourchette de +/-3 %. La réaction des marchés américains à l'annonce de cette stabilisation temporaire est désastreuse, car les investisseurs craignent que la Federal Reserve et le Trésor ne reprennent leurs politiques restrictives pour soutenir le dollar. La délégation américaine à Londres publie, le 30 juin 1933, le communiqué suivant : « Le gouvernement américain considère que des mesures temporaires de stabilisation du dollar ne sont pas désirables pour le moment (...) car il estime que les efforts qu'il réalise pour faire monter les prix constituent la plus importante contribution qu'il puisse faire, et que tout ce qui pourrait contrecarrer ces efforts et entraîner un grave affaiblissement des prix nuirait beaucoup plus aux objectifs de la conférence que l'absence d'accord immédiat sur une stabilisation temporaire ». Le 3 juillet 1933, le président américain rejette catégoriquement toute stabilisation internationale du dollar : « La solidité du système économique d'une nation est un facteur plus important pour son bien-être que le prix de sa monnaie en devises des autres pays (...). C'est pourquoi les vieux fétiches des prétendus banquiers internationaux sont peu à peu remplacés par des monnaies nationales dans le but de donner à ces monnaies un pouvoir d'achat qui ne varie pas beaucoup en termes de produits et de besoins ».

39

La réponse de la Grande-Bretagne à l'échec de la conférence est de formaliser la zone sterling par la signature de la British Empire Currency Declaration qui vise à « rendre possible la stabilité des taux de change dans la zone ». L'instabilité du dollar encourage des pays comme l'Argentine à rejoindre la zone sterling désormais officialisée, d'autant plus que les États-Unis ne font pas grand-chose pour encourager les autres pays à ancrer leurs monnaies au dollar ou à détenir des balances dollar à New York. D'avril 1933 à janvier 1934, le dollar est une monnaie flottante, ce qui n'améliore pas son statut de monnaie internationale, mais cette situation ne s'éternise pas. Le 30 janvier 1934, le président Roosevelt obtient du Congrès qu'il vote un nouveau Gold Reserve Act qui modifie la valeur-or du dollar pour la fixer à 35 dollars l'once d'or. Le dollar est désormais échangeable contre 13,7 grains d'or, soit 0,89 g<sup>31</sup>. La monnaie américaine est ainsi dévaluée d'environ 40,9 % par rapport à sa valeur d'avril 1933.

De 1934 à 1936, les derniers vestiges de l'étalon-or disparaissent de la scène internationale<sup>32</sup>. Pour minimiser les dégâts liés à la politique de dépréciation de Roosevelt, les pays de la zone sterling laissent leurs monnaies décliner par rapport à celles du bloc or, tandis que

les autorités anglaises interviennent pour limiter l'appréciation de la livre par rapport au dollar. Tant que le président Roosevelt continue à faire baisser le dollar, les capitaux à court terme quittent New York pour Londres et la Banque d'Angleterre intervient sur le marché des changes en vendant des livres et en achetant de l'or et d'autres devises. Lorsque le président Roosevelt stabilise le prix intérieur de l'or à 35 dollars en janvier 1934, les flux de capitaux s'inversent, les pays de la zone sterling - à l'exception des dominions - commencent à réduire leurs balances sterling et les réserves métalliques de la Banque d'Angleterre s'amenuisent. Fin 1935, le taux de change livre/dollar est revenu à son niveau traditionnel de 4,86 dollars.

Les uns après les autres, les pays du bloc or, dont les plus importants sont la France, la Belgique, les Pays-Bas et la Suisse<sup>33</sup>, sont contraints de suspendre la convertibilité de leurs monnaies. Le 26 septembre 1936, le gouvernement français autorise la Banque de France à abandonner ses opérations de soutien du franc, à la différence des dévaluations précédentes, comme celle de la Grande-Bretagne en septembre 1931, des États-Unis en avril 1933, de la Belgique en mars 1935.

Compte tenu de l'importance de la France dans le système commercial et financier international, il y a de bonnes raisons de penser que les autorités anglaises n'hésiteront pas, s'il le faut, à laisser filer la livre sterling pour compenser la baisse du franc. De plus, même si le dollar est de nouveau ancré à l'or, rien n'empêche l'administration américaine d'accroître, si elle le désire, le prix de l'or exprimé en dollars. Comme le souhaitent les directeurs de la Banque des règlements internationaux (BRI), l'heure est venue de chercher à réaliser une gestion coordonnée des taux de change. De plus en plus conscients des effets négatifs de l'instabilité des taux de change, les responsables anglais sont d'accord pour une dévaluation raisonnable (et unique) du franc français, tandis que l'administration Roosevelt se dit prête à discuter de stabilisation monétaire, à condition que ce ne soit pas dans un cadre multilatéral, qu'il ne soit pas question de fixation de parités, ni de retour à la convertibilité.

Pour sa part, le gouvernement de Léon Blum souhaite absolument intégrer la dévaluation du franc dans un accord international, ce qui permettrait de présenter la décision comme un « ajustement monétaire » ou un « réalignement ». Il se contente donc d'une déclaration d'intention par laquelle les trois gouvernements s'engagent à éviter les « dévaluations compétitives » et les représailles commerciales. L'accord tripartite affirme le souhait des trois gouvernements de coopérer pour réduire l'instabilité des taux de change de telle sorte qu'aucun pays n'ait intérêt à manipuler le taux de change « pour obtenir un avantage concurrentiel excessif ». La déclaration se termine ainsi :

« Les trois gouvernements attachent la plus grande importance à ce qu'une action soit entreprise sans délai, pour atténuer progressivement, en vue de leur abolition, les régimes actuels de contingentement et de contrôle des changes ».

L'accord tripartite est souvent présenté comme une déclaration creuse essentiellement destinée à éviter l'effet déplorable de la dévaluation sur l'opinion publique française. Elle représente en fait beaucoup plus que cela. En limitant la dévaluation du franc à 25 % et en évitant de la sorte une dévaluation compensatoire de la devise américaine, l'accord aide à solidifier le prix de l'or à 35 dollars l'once, ce qui fournit une ancre nominale au système monétaire international. De leur côté, les autorités britanniques acceptent que le franc s'arrime à la livre au taux de 105 francs. Certes, l'accord ne représente pas « la reconstruction du système monétaire international », mais il réduit fortement les risques associés aux opérations de stabilisation réalisées sur les marchés des changes. À partir d'octobre 1936, la Grande-Bretagne et la France, puis les États-Unis, s'engagent à régler en or, à un prix fixé journallement, les devises acquises par leurs contreparties.

Les résultats sont loin d'être négligeables. De 1936 jusqu'au déclenchement de la Seconde Guerre mondiale en juin 1939, les marchés financiers internationaux subissent nettement moins de turbulences. Le taux de change livre/dollar reste dans une fourchette allant de 5 dollars à 4,68 dollars, et il est donc possible de rétablir des relations normales entre les marchés financiers nationaux. La variabilité des différentiels de taux d'intérêt, qui représente une mesure pertinente de l'intégration des marchés de capitaux, diminue d'un tiers après 1936.

Néanmoins, bien que le dollar soit rattaché à l'or, alors que la livre continue de flotter librement, un grand nombre de pays continuent à suivre la livre en maintenant un taux de change fixe entre leur monnaie et le sterling. Les acteurs privés et publics continuent, comme par le passé, à détenir leurs réserves de liquidités internationales sous forme d'avoires dans les banques londoniennes<sup>34</sup>.

*LES MARCHÉS FINANCIERS AMÉRICAINS DEVIENNENT  
LES PLUS COMPÉTITIFS, LES PLUS PROFONDS,  
LES PLUS LIQUIDES ET LES PLUS DIVERSIFIÉS*

Les convulsions économiques et monétaires des années 1930 et le bref retour à la stabilité après l'accord tripartite font passer inaperçues deux mesures importantes à long terme qui permettront progressivement d'assurer la suprématie du dollar sur la livre dans les utilisations privées et publiques : l'adoption du Glass-Steagall Act en 1932 et la création du Foreign Bondholders Protective Council en 1933. Désireux

d'enrayer la déflation en permettant à la Federal Reserve de réescompter une plus large palette d'actifs, le Congrès libéralise, en février 1932, les conditions qui s'appliquent aux garanties des billets de la Federal Reserve. Le Glass-Steagall Act autorise le Federal Reserve System à inclure les bons du Trésor parmi les titres qui sont éligibles au nantissement de 60 % des billets émis par l'institution<sup>35</sup>. Cette loi permet à la Federal Reserve de détenir directement une quantité beaucoup plus importante de titres du Trésor que précédemment. Elle confère surtout à la Federal Reserve la responsabilité de maintenir « la stabilité du marché des titres gouvernementaux ». L'objectif avéré est de maintenir la courbe des rendements (*yield curve*) la moins « pentue » possible, de manière à favoriser le financement à long terme de l'économie américaine, mais la conséquence évidente de la mesure, toujours appliquée en 2009, est d'accroître l'attractivité des *Treasury bills* et des *Treasury bonds* par rapport aux actifs européens correspondants<sup>36</sup>.

En 1868 est organisée à Londres la Corporation of Foreign Bondholders (CFB) qui a comme tâche de représenter les investisseurs britanniques lors des défaillances d'obligations souveraines étrangères. L'influence de la CFB vient en grande partie de ses relations étroites avec la Bourse de Londres. L'une des règles de cette dernière, adoptée dès 1825, est de refuser d'admettre à la cote officielle les nouveaux prêts faits à des gouvernements qui ont fait défaut sur leurs obligations existantes et qui ont refusé de négocier avec leurs créanciers. Même s'il leur est toujours possible d'émettre de nouveaux emprunts sur d'autres marchés, l'impossibilité d'accéder au marché londonien représente une sanction sévère. La CFB garantit, de la sorte, l'attractivité des émissions souveraines étrangères sur la place de Londres. À New York, où les émissions internationales atteignent des niveaux significatifs à partir de 1914, il n'existe pas d'institution comparable, ce qui peut rendre plus difficile le placement d'obligations souveraines étrangères et freiner la montée en puissance de Wall Street sur ce segment convoité de la finance internationale. Ce n'est qu'en septembre 1933 qu'est créé, à l'initiative du département d'État de la nouvelle administration Roosevelt, le Foreign Bondholders Protective Council (FBPC)<sup>37</sup>. La position américaine officielle est d'affirmer qu'il n'y a pas de liens entre les relations commerciales des États-Unis et les problèmes de la dette, mais il est certain que les détenteurs américains d'obligations récupèrent une partie beaucoup plus importante de leurs créances, lorsque le défaut se produit dans des pays qui ont des relations commerciales étroites avec les États-Unis, tels Panama et Cuba, que lorsqu'il s'agit de pays dont la dépendance commerciale avec le marché américain est plus ténue, comme le Brésil et la Bolivie.

## *LE DOLLAR EST LA SEULE MONNAIE CONVERTIBLE EN 1945*

La dévastation économique causée par la Seconde Guerre mondiale bouleverse complètement les positions économiques et financières relatives des États-Unis et du reste du monde : en 1945, les États-Unis réalisent nettement plus de la moitié de la production industrielle mondiale et leurs marchés financiers sont les seuls à fonctionner normalement. Il est vrai qu'à la fin du premier conflit mondial, la livre, monnaie internationale, n'était plus rattachée à l'or, mais elle restait parfaitement convertible dans les autres monnaies. De 1945 à mars 1954, mis à part la malencontreuse expérience de retour à la convertibilité de juillet à août 1947, la livre n'est librement transférable qu'aux pays de la zone sterling<sup>38</sup>.

Les échanges intraeuropéens restent donc enfermés dans le cadre rigide d'accords bilatéraux qui reprennent la méthode des accords de *clearing* des années 1930. L'excédent des échanges avec un pays ne peut pas être employé pour régler le déficit vis-à-vis d'un autre pays, ce qui constitue un obstacle de taille au dynamisme du commerce si indispensable à la reconstruction européenne. Le dollar, seule monnaie à être complètement convertible, est donc particulièrement demandé comme monnaie de transaction et de réserve, mais les architectes dirigistes des accords de 1944 n'ont souhaité qu'un retour à une convertibilité limitée aux seules opérations en compte courant.

43

Les pays membres du FMI sont vivement incités à restreindre les transactions du compte de capital, car il est largement admis, à l'époque, que les mouvements de capitaux privés sont nécessairement un facteur d'instabilité. Les rédacteurs des accords de Bretton Woods veulent faire croire que les mouvements officiels de capitaux, représentés par les prêts du FMI et de la Banque mondiale et les mouvements de réserves entre les banques centrales, suffiront à assurer les besoins de financement à l'échelle internationale<sup>39</sup>. Comme les opérations en capital sont soumises à de fortes restrictions du fait des contrôles des changes très rigoureux et qu'il est donc impossible de recourir aux crédits internationaux, les banques centrales des pays qui enregistrent des déficits courants doivent accepter une réduction de leurs réserves en dollars, d'où les « ajustements monétaires » très importants qui interviennent en 1949.

Grâce à l'aide du plan Marshall, les pays européens peuvent signer en octobre 1948 un accord de compensation par lequel chacun des dix-sept pays membres de l'Organisation européenne de coopération économique (OECE)<sup>40</sup> reçoit une aide directe pour financer son propre déficit en dollars vis-à-vis des États-Unis, mais aussi une aide indirecte pour faire face à son déficit vis-à-vis de ses partenaires de l'OECE.

## Encadré

### L'étalon de change-or de Bretton Woods et ses critiques

Le système adopté en juillet 1944 prévoit des taux de change fixes, mais ajustables (*sic*) par rapport au dollar américain, et une valeur de l'or en dollars invariable à 35 dollars l'once. Les pays membres peuvent détenir leurs réserves officielles en or et en actifs libellés en dollars. Ils peuvent à tout moment vendre leurs dollars contre de l'or, au prix officiel, à la Federal Reserve. Le système est donc tout bonnement un étalon de change-or (*Gold Exchange Standard*) dont la seule monnaie de réserve est le dollar. Milton Friedman est l'un des rares économistes de l'époque à critiquer la fixation gouvernementale des taux de change. En 1950, Milton Friedman est chargé, par l'administration américaine qui gère le plan Marshall, d'examiner le projet de Communauté européenne du charbon et de l'acier (Ceca) qui préfigure le marché commun. Dès cette époque, Milton Friedman affirme que seuls des taux de change flottants peuvent permettre à un tel marché commun de fonctionner durablement. « Il est beaucoup plus simple de permettre à un seul prix de changer, en l'occurrence le taux de change, que d'attendre les changements de la multitude de prix qui constituent la structure interne des prix »<sup>41</sup>. La décision de laisser flotter le dollar prise par le gouvernement canadien en septembre 1950 est largement influencée par les conseils de Friedman : « C'est le moyen le plus efficace pour relever le prix relatif des biens d'importation pour les Canadiens et d'abaisser celui des biens d'exportation canadiens pour les étrangers (...). Ne vaut-il pas mieux laisser chacun décider à quoi il renonce face aux augmentations de prix plutôt que de s'en remettre aux décisions péremptoires d'un fonctionnaire? ». Lorsque le système des taux de change fixes de Bretton Woods s'effondre au début des années 1970, l'expérience canadienne sert de modèle aux pays de l'OCDE et, chaque année au mois de septembre, la Banque du Canada organise une conférence pour célébrer l'adoption initiale d'un régime de taux de change flexibles.



**Tableau 7**  
**Évolution des liquidités internationales de 1945 à 1958**  
 (en Md\$)

	1945	1958
Réserves officielles (1)	46,1	60,9
dont : - or	31,6	38
- réserves du FMI	-	3,6
- devises	14,5	19,3
dont : - dollar	0,7	11,8
- livre	13,8	7,1
- autres	-	0,4
Avoirs privés (2)	3	10,8
dont : - dollar	2	7
- livre	1	3,8
Total (1) + (2)	49,7	71,7

L'Union européenne des paiements, qui entre en vigueur en juillet 1950, généralise ce système, en établissant une transférabilité complète des monnaies européennes. L'excédent en dollars acquis sur un pays peut être employé pour régler le déficit vis-à-vis d'un autre. À l'instigation de Triffin, auteur du projet, l'Union européenne des paiements (UEP) institue au niveau européen ce que Keynes avait proposé au plan mondial lors des travaux préparatoires de la conférence de Bretton Woods. Les pays dont le solde net est créateur doivent accorder des crédits à l'Union qui, à son tour, peut octroyer des crédits aux pays débiteurs. Ce n'est qu'au-delà d'un certain quota que les pays créateurs peuvent se faire payer, en vrais dollars, par les pays débiteurs. Le fonctionnement déséquilibré de l'UEP met en lumière l'irréalisme des mécanismes automatiques de crédit international qui conduisent rapidement à la pérennisation des déficits de certains pays. On comprend que les pays à excédents commerciaux, comme l'Allemagne, demandent un durcissement des règles dont profitent largement les pays débiteurs, notamment la France. L'Accord monétaire européen réalise cet aménagement en août 1955 et il préfigure la dissolution de l'UEP en décembre 1958.

45

### *LE DOLLAR : MONNAIE INTERNATIONALE*

En décembre 1958, douze pays européens estiment leur situation financière suffisamment solide pour rendre leurs monnaies convertibles. Ils reconnaissent ainsi le droit pour toute personne détenant leurs

monnaies nationales, acquises lors de transactions courantes, d'en demander le change dans sa propre monnaie ou en toute autre devise, c'est-à-dire en dollar américain<sup>42</sup>. Cette restauration tardive de la convertibilité des monnaies européennes - le Japon attendra 1964 pour restaurer la convertibilité du yen - est insuffisante pour interrompre l'ascension définitive du dollar américain au statut de monnaie internationale. Comme les dollars sont librement convertibles, la majeure partie du commerce international est facturée et réglée en dollars ; les importateurs et les exportateurs détiennent des comptes en dollars pour leurs transactions ; les banques centrales, lorsqu'elles en ont l'opportunité, liquident progressivement leurs réserves internationales libellées en sterling. À la fin des années 1950, le dollar, qui ne jouait encore qu'un rôle modeste dans les liquidités internationales au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, avec une part de 5,4 %, loin derrière l'or (64,4 %) et la livre (30,1 %), représente déjà 26,1 % du total et devance très nettement la livre. En dépit du faible volume des avoirs privés qui sont encore très sévèrement limités par les contrôles des changes, la part du dollar a été multipliée par six dans les liquidités internationales. On peut désormais affirmer sans se tromper que le dollar est devenu, à la fin des années 1950, la monnaie internationale<sup>43,44</sup>. Les taux de change fixes sont pourtant toujours à la mode et il faudra attendre la réunion du FMI en janvier 1976 à Kingston, Jamaïque, pour que soit approuvée la révision de l'article IV qui souligne que « les pays membres peuvent adopter des régimes de change qui comprennent le maintien d'une valeur fixe pour une monnaie en termes de droits de tirage spéciaux (DTS) ou d'un autre dénominateur, à l'exception de l'or ». Comme l'avait dit Keynes dès septembre 1931, « tous les habitants de la planète, ou peu s'en faut, se réjouissent à l'idée que nous avons brisé nos menottes dorées »<sup>45</sup>.

*ANNEXE*

**Proclamation 2072 - Fixant le poids du dollar-or**

Franklin D. Roosevelt

*3 janvier 1934*

Attendu que, en vertu de l'Article 1 de la loi du Congrès approuvée le 14 mars 1900 (31 Stat. L. 45), le poids actuel du dollar-or est fixé à 25,8 grains d'or fin à neuf dixièmes ; et

Attendu que, l'Article 43, titre III de la loi approuvée le 12 mai 1933 (Public, n° 10, 73d Cong.), modifié par l'Article 12 de la loi sur les réserves d'or de 1934, prévoit notamment ce qui suit :

Chaque fois que le président estime, après enquête, que (1) le commerce extérieur des États-Unis est défavorablement affecté par le fait de la dépréciation de la valeur de la devise de tout autre gouvernement ou gouvernements par rapport à l'actuelle valeur établie de l'or, ou (2) l'action prévue par cet article est nécessaire pour régler et maintenir la parité des émissions monétaires des États-Unis, ou (3) une situation d'urgence économique nécessite une expansion du crédit, ou (4) une expansion du crédit est nécessaire pour assurer, par un accord international, une stabilisation aux niveaux appropriés des devises de divers gouvernements, le président est autorisé, à sa discrétion :

47

a) À donner instruction au secrétaire au Trésor de conclure des accords avec les différentes banques fédérales de réserve et avec le Conseil de la Federal Reserve par lesquels le Conseil de la Federal Reserve autorisera, nonobstant toute disposition de loi ou règlement contraire, les banques de réserve de convenir qu'elles (1) effectueront, conformément à la législation en vigueur, et pendant des périodes définies, des opérations sur l'*open market* sur les obligations du gouvernement des États-Unis ou de sociétés dans lesquelles les États-Unis sont l'actionnaire majoritaire, et (2) achèteront directement et conserveront en portefeuille, pour une durée ou des durées convenues, des bons du Trésor et d'autres obligations du gouvernement des États-Unis pour un montant global de 3 Md\$ en plus de ceux qu'ils pourraient détenir à ce moment, à moins qu'avant la fin de cette période ou périodes le secrétaire ne consente à leur vente. Aucune suspension des obligations de réserve des banques fédérales de réserve telles que définies par l'Article 11 (c) de la loi sur la Federal Reserve, rendue nécessaire par les opérations prévues par cet article, n'entraînera

*ANNEXE**(suite)*

l'application de la taxe progressive sur toute insuffisance de réserve telle que définie dans ledit Article 11 (c). Il n'entraînera pas non plus une augmentation automatique des taux d'intérêt ou d'escompte prélevés par les banques fédérales de réserve, comme le prévoit par ailleurs cet article. Le Conseil de la Federal Reserve, avec l'approbation du secrétaire au Trésor, pourra demander aux banques fédérales de réserve de prendre les décisions qui pourraient être nécessaires, selon le jugement du Conseil et du secrétaire au Trésor, pour prévenir toute expansion excessive du crédit.

b) Si le secrétaire, sur instruction du président, n'était pas en mesure d'obtenir l'accord des diverses banques fédérales de réserve et du Conseil de la Federal Reserve aux accords autorisés par cet article, ou si les opérations définies ci-dessus s'avèrent inappropriées pour réaliser les objectifs de cet article, ou si pour toute autre raison, des mesures supplémentaires sont nécessaires aux yeux du président pour parvenir à ces objectifs, alors le président est autorisé :

48

(2) À fixer par proclamation le poids du dollar-or en grains d'or fin à neuf dixièmes et aussi de fixer le poids du dollar argent en grains à neuf dixièmes dans une proportion définie par rapport au dollar-or dans les termes qu'il estime nécessaire selon son enquête pour stabiliser les prix intérieurs ou pour protéger le commerce extérieur contre les effets défavorables de la dépréciation de certaines devises étrangères, et de faire frapper sans restriction de telles monnaies d'or et d'argent aux taux ainsi fixés, ou si le gouvernement des États-Unis conclut avec un ou des gouvernements un accord fixant le rapport entre la valeur de l'or et celle des autres devises émises par les États-Unis et ces autres gouvernement ou gouvernements, le président peut fixer le poids du dollar-or conformément au rapport ainsi convenu, et ce dollar-or, dont le poids a été ainsi fixé, deviendra l'unité de valeur standard, et toutes les monnaies émises ou frappées par les États-Unis seront maintenues à parité avec ce standard et il sera du devoir du secrétaire au Trésor de maintenir cette parité, mais en aucun cas le poids du dollar-or ne sera fixé de manière à réduire son poids actuel de plus de 50 %. De même, le poids du dollar-or ne sera en aucun cas fixé à plus de 60 % de son poids actuel. Les pouvoirs du président définis dans ce paragraphe seront considérés comme des pouvoirs séparés, distincts et permanents, et pourront être exercés par lui, de temps à autre, séparément ou ensemble, à tout moment et quand les objectifs décrits dans

*ANNEXE*  
*(suite et fin)*

cet article l'exigent selon lui, sauf que ces pouvoirs expireront deux ans après la promulgation de la loi sur les réserves d'or de 1934, à moins que le président ne déclare auparavant la fin de la présente situation d'urgence, mais le président peut prolonger cette période pour une durée maximale d'un an par une proclamation constatant la poursuite de cette situation d'urgence ; et

Attendu que, j'estime, après enquête, que le commerce extérieur des États-Unis est défavorablement affecté par le fait de la dépréciation de la valeur de la devise d'autres gouvernements par rapport à la valeur actuelle établie de l'or, et que la situation d'urgence économique réclame une expansion du crédit ; et

Attendu que, selon mon jugement, des mesures supplémentaires à celles prévues par l'alinéa (a) dudit Article 43 sont nécessaires pour répondre aux objectifs de cet article ; et

Attendu que, j'estime, sur la base de mon enquête, qu'afin de stabiliser les prix intérieurs et protéger le commerce extérieur contre les effets défavorables de la dépréciation des devises étrangères, il est nécessaire de fixer le poids du dollar-or à 15 5/21 grains d'or fin à neuf dixièmes.

49

Donc, par conséquent, que l'on sache que moi, Franklin D. Roosevelt, président des États-Unis, en vertu de l'autorité que me confère l'Article 43, titre III, de ladite loi du 12 mai 1933, amendée, et en vertu de toutes les autres autorités qui me sont conférées, je proclame, ordonne, instruis, déclare et fixe ici le poids du dollar-or à 15 5/21 grains d'or fin à neuf dixièmes, à partir de la date et de l'heure de cette proclamation. Le poids du dollar-argent n'est pas modifié ou affecté de quelque manière que ce soit par cette proclamation.

Cette proclamation restera en vigueur jusqu'à ce qu'elle soit abrogée ou modifiée par un acte du Congrès ou une proclamation ultérieure ; et je fais ici savoir que je me réserve le droit, en vertu de l'autorité qui m'est conférée, de changer ou modifier cette proclamation si l'intérêt des États-Unis semblait l'exiger.

## NOTES

1. Il s'agit bien entendu du dollar des États-Unis (USD), à ne pas confondre avec le dollar canadien (CND : 1857), le dollar de Hong Kong (HKD : 1939), le dollar de Taiwan (TWD : 1949), le dollar des Caraïbes Orientales (XCD : 1965), le dollar australien (AUD : 1966), le dollar néo-zélandais (NZD : 1967), le dollar de Singapour (SGD : 1967) et le dollar du Zimbabwe (ZWD : 1980). Remarque : toutes les monnaies des pays membres du FMI sont définies par un code de trois lettres ISO 4217 qui sera utilisé dans cet article.

2. « Notre politique monétaire fondamentale prend en compte ce qui se passe dans le reste du monde, essentiellement parce que le reste du monde nous affecte. Mais ce que, par contre, nous ne faisons pas, c'est de nous intéresser à la situation du reste du monde indépendamment de la situation des États-Unis », Alan Greenspan, témoignage avant le Senate Banking International Trade Subcommittee, 22 avril 1999.

3. Le florin des Antilles néerlandaises (ANG) et le florin arubais (AWG) sont en taux de change fixe de 1,79 pour 1 dollar depuis 1971 et 1986.

4. Paul Krugman, récipiendaire 2008 du *Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel*, disait en plaisantant en 1998 : « En définitive, la menace que représente la progression de l'euro pour le dollar se résume à la phrase suivante : en 2010, quand des petits malins vous feront, à Vladivostok, une proposition que vous ne pourrez pas refuser, ils demanderont que le paiement s'effectue en billets de 100 euros, et non en billets de 100 dollars ».

5. A titre d'exemple, le dinar jordanien (JOD) est officiellement fixé depuis octobre 1995 aux DTS (droits de tirage spéciaux du FMI, *special drawing rights*, XDR), mais il est, dans la pratique, ancré au dollar au taux de change fixe de 0,709 pour 1 dollar, comme le sont la plupart des monnaies de la Ligue arabe.

6. La Grande-Bretagne réalise environ 35 % des exportations mondiales de produits manufacturés en 1900. La référence utilisée se trouve chez Maizels A. (1970).

7. La position dominante de la livre comme monnaie internationale à la veille de la Première Guerre mondiale est surtout due aux très importantes balances sterling détenues par l'Inde et le Japon. En Europe Continentale, la livre n'arrive qu'en troisième place derrière le franc français et le mark. La place du franc est essentiellement liée au rôle privilégié du marché des capitaux parisiens pour le gouvernement russe qui détient la majorité de ses réserves de change en francs français. Le mark doit son importance internationale aux réserves détenues par les partenaires commerciaux de l'Allemagne, en particulier l'Italie et l'Autriche.

8. Entre 1898 et 1913, la Banque d'Angleterre modifie à 79 reprises son taux d'escompte, alors que la Banque de France, qui détient un stock d'or près de six fois plus important en pourcentage de la masse monétaire, ne pratique que 14 modifications de son taux. Keynes, qui a le sens des formules qui font mouche, peut ainsi décrire la Banque d'Angleterre comme « le chef d'orchestre de la fanfare internationale ». Keynes J. M. (1930), p. 306.

9. La solvabilité de la Baring qui a emprunté pour acheter des obligations émises par l'État argentin, est menacée par l'effondrement du marché de ces obligations à la suite d'une révolution en Argentine. La confiance dans les institutions financières britanniques s'évapore, les étrangers liquident leurs balances sterling, les résidents demandent la conversion en or de leurs dépôts et les réserves de la Banque d'Angleterre tombent à moins de 11 M£. Le sauvetage de Baring Brothers nécessite à lui seul une injection de 4 M£. La suspension de la convertibilité de la livre sterling est en définitive évitée grâce au prêt d'or par la Banque de France. Sur la crise de la Barings, voir : Mitchener K. J. et Weidenmeier M. D. (2007).

10. La charte de la Second Bank of the United States est adoptée en 1816. Lorsque le Congrès vote, en 1832, une loi qui prévoit le renouvellement de cette charte en 1836, le président Andrew Jackson, qui considère que « la banque exerce des pouvoirs qui ne sont pas autorisés par la Constitution, qui enfreignent les droits des États et qui menacent les libertés des citoyens », exerce son droit de veto. Jackson est réélu en 1836 et il n'y aura plus de banque centrale aux États-Unis avant la création du Federal Reserve System en 1913.

11. Le National Bank Act de février 1863 définit les règles de fonctionnement des banques, il établit des niveaux minimaux de capital que doivent détenir les banques et il précise comment les banques doivent octroyer et gérer leurs opérations de crédit. La loi, complétée en 1864 et 1865, établit une licence bancaire nationale (c'est-à-dire qui s'applique à tous les États de l'Union). Elle encourage le développement

d'une monnaie nationale basée sur la détention par les banques émettrices de bons du Trésor. La loi charge également le ministère des Finances (Department of the Treasury) de créer un office de contrôle de la monnaie (Office of the Comptroller of the Currency).

12. La position des deux centres financiers, Londres et New York, est toutefois très différente sur deux points essentiels :

- les États-Unis de l'époque sont structurellement emprunteurs, alors que la Grande-Bretagne est prêteuse ;  
- la crédibilité du respect de l'étalon-or par les États-Unis n'est pas totale, car les groupes de pression que représentent les agriculteurs et les exportateurs exercent une influence significative au Sénat en faveur du bimétallisme. La panique bancaire de 1893 favorise toutefois l'abandon officiel du bimétallisme et l'adoption du Gold Standard Act en mars 1900. La loi déclare que « le dollar de 25,8 grains d'or à 900/1000 est l'unité de valeur-étalon et toutes les monnaies émises aux États-Unis doivent conserver une valeur égale à cet étalon ». L'or est désormais le seul métal précieux à usage monétaire aux États-Unis et l'once d'or vaut 20,67 dollars, ce qui correspond à la même convertibilité en or que celle qui existait lors du bimétallisme : 1 dollar est échangeable contre 23,2 grains d'or (1,5 g). Le dollar américain fait désormais partie *de jure* du Gold Standard, mais il n'est absolument pas « monnaie internationale ».

13. La New York Clearing House est créée en 1853 sur le modèle de la chambre de compensation de Londres qui existe depuis 1773. Ce décalage montre bien que le système bancaire et financier américain au XIX<sup>ème</sup> siècle est « primitif » par rapport aux systèmes européens, et tout particulièrement anglais.

14. Ce n'est qu'en 1933 que sera mis en place un mécanisme fédéral d'assurances des dépôts bancaires (Federal Deposit Insurance Corporation).

15. Dans leur prodigieuse histoire monétaire, Friedman et Schwartz (1963) affirment que ce sont les sorties d'or des États-Unis (28,9 M\$ de mai à septembre 1907) qui sont véritablement à l'origine de la « panique d'octobre ».

16. Paul Warburg n'hésite pas à affirmer que « les États-Unis sont à peu près dans la situation de l'Europe du temps des Médicis », alors que ses interlocuteurs américains pensent que les États-Unis sont en avance, y compris dans le domaine financier, puisqu'ils se passent de banque centrale.

17. « Pour permettre la création de banques fédérales de réserve, pour fournir une monnaie élastique, pour donner les moyens de réescompter les effets de commerce, pour réaliser une meilleure supervision des banques des États-Unis et pour d'autres objectifs ».

18. Les analystes financiers appellent *flight to quality* la modification des portefeuilles qui a pour but d'en minimiser l'exposition au risque. De nos jours, même si l'or reste une valeur-refuge pour les non-initiés, l'arbitrage se fait le plus souvent en faveur des obligations d'État et, en particulier, des bons du Trésor américain. En 1914, les marchés d'obligations d'État sont peu profonds et peu liquides et le *flight to quality* se traduit tout simplement par un retour à l'or.

19. Friedman et Schwartz (1963) soulignent que « la loi Aldrich-Vreeland atteint parfaitement ses objectifs au moment du déclenchement de la Première Guerre mondiale ». Le Système de réserve fédérale échoue au début des années 1930, alors qu'une utilisation intelligente de ses pouvoirs aurait permis d'éviter la panique », *op.cit.* p.441. Sur les erreurs de la Federal Reserve pendant la Grande Dépression, on peut également consulter : Henry G. M. (2000), pp. 82-89.

20. La Bourse de Londres reprend ses cotations dès le 4 janvier 1915.

21. Le NYSE n'a jamais connu une pareille interruption (*circuit-breaker*) depuis sa création en 1817 jusqu'au moment où ces lignes sont écrites (mars 2009).

22. John Maynard Keynes, qui ne parle pas encore de « relique barbare » car, en 1914, la City jouit encore de son monopole, souligne à l'époque l'importance de l'or pour établir la crédibilité financière. Dans un mémorandum daté du 3 août 1914, il explique que la position de Londres comme place financière mondiale sera sans nul doute remise en question si la Grande-Bretagne suspend ses paiements en or. « Le point fondamental est que nous ne devons pas nous soustraire à nos obligations internationales de régler en or tant qu'il n'est pas impossible de les respecter ». Sur la position de Keynes avant et après la Première Guerre mondiale, voir : Henry G. M. (1995), p. 36.

23. *New York Times* du 4 septembre 1914.

24. On estime que de 1914 à 1919, l'encours des dettes américaines vis-à-vis de l'étranger diminue de 7 Md\$ à 4 Md\$, alors que le portefeuille de titres étrangers détenus par les résidents américains

augmente de 1 Md\$ à 3 Md\$ et que le gouvernement américain accumule pour 12 Md\$ d'obligations gouvernementales étrangères au cours de la période.

25. Le paragraphe 13 du Federal Reserve Act permet aux banques américaines de négocier des traites commerciales d'une durée de moins de six mois. Ce marché de l'acceptation se développe rapidement sous l'impulsion de la Federal Reserve of New York qui achète ou qui escompte ces effets de commerce jusqu'à ce que les investisseurs s'intéressent à ces instruments. Les exportateurs américains ne sont plus obligés de payer simultanément des commissions à la banque américaine qui émet une lettre de crédit et à la banque anglaise qui l'accepte.

26. Dans les années 1920, Londres a déjà accumulé plus d'un demi-siècle d'expérience dans le financement international. Pour New York au contraire jusqu'en 1913, la règle est l'emprunt à l'étranger et les prêts à l'étranger sont l'exception. La transformation des États-Unis de débiteur international à créancier international et l'émergence de New York comme centre financier international se réalise en l'espace de moins de cinq ans pendant la Première Guerre mondiale. Les sociétés financières anglaises qui ont des réputations à protéger hésitent parfois à approuver des prêts à des pays risqués, alors que leurs homologues américains, nouveaux entrants qui n'ont pas investi autant de coûts irrécupérables, ont moins à perdre si ces prêts risqués deviennent toxiques et beaucoup à gagner grâce aux commissions généreuses. L'étude des rendements des obligations souveraines libellées en livres sterling et ceux des obligations libellées en dollars dans l'entre-deux-guerres montre que les investisseurs anglais tirent beaucoup mieux leur épingle du jeu lors des défauts de paiement des pays débiteurs dans les années 1930. Voir : Eichengreen et Portes, 1989.

27. Compte tenu des différentiels d'inflation entre les États-Unis, d'une part, la Grande-Bretagne et la France, d'autre part, à la fin des hostilités, la livre sterling est surévaluée d'environ 10 % par rapport au dollar et le franc français de 35 %. Lorsqu'en mars 1919, les États-Unis arrêtent les opérations de soutien de la livre et du franc, les deux monnaies chutent brutalement, ce qui renforce l'attractivité des balances dollar. Mais la livre reste le point de référence des marchés financiers internationaux et on voit apparaître au début des années 1920 un bloc sterling informel regroupant l'Allemagne, la Belgique, le Brésil, le Canada, le Danemark, l'Espagne, la France, l'Italie, la Norvège, la Suède et la Suisse.

28. Contrainte qu'exerce l'objectif externe de la politique monétaire (la stabilisation du taux de change) sur l'objectif interne (la croissance non inflationniste).

29. Chandler L. V. (1958) présente une remarquable biographie de Benjamin Strong. On peut également consulter avec profit : Roberts P. (2000).

30. Quelques années plus tard, Rist (1933) soutient que la politique monétaire exagérément accommodante de la Federal Reserve a prolongé la phase de surchauffe, a encouragé une consommation excessive et a favorisé la spéculation boursière, ce qui a aggravé la dépression qui débute en 1929. Certains commentateurs contemporains ne se privent pas de critiquer, de façon similaire, la politique suivie de 2001 à 2006 par le président Alan Greenspan.

31. Les États-Unis reviennent à l'étalon-or, mais le Federal Reserve System n'assure plus que la convertibilité externe du dollar en or. Les pièces d'or sont retirées de la circulation et toutes les opérations portant sur le métal précieux sont désormais contrôlées par le Department of the Treasury.

32. Cela ne signifie pas pour autant, bien au contraire, la disparition du rôle des réserves métalliques des banques centrales.

33. Pour les pays qui sont des centres financiers internationaux, comme les Pays-Bas avec Amsterdam et la Suisse avec Zurich, la stabilité de la monnaie nationale importe plus que son niveau. Si les autorités monétaires manifestent la moindre hésitation à défendre le florin et le franc, les transactions financières internationales et les dépôts des investisseurs étrangers se réduisent. Il n'est donc pas surprenant que les Pays-Bas et la Suisse soient les derniers pays après la France à abandonner la convertibilité.

34. La « zone sterling » apparue en 1931 et formalisée en 1933 comprend les pays scandinaves, l'Irlande, l'Australie, la Nouvelle-Zélande, l'Union sud-africaine, l'Inde, mais aussi le Portugal, le Japon et l'Argentine. De nombreux autres pays maintiennent un ancrage souple à la livre. L'exception notoire est le Canada dont les intérêts commerciaux et financiers sont depuis longtemps tournés vers les États-Unis.

35. Cette loi, baptisée du nom de ses sponsors, est votée par le Congrès au cours de la dernière année de l'administration Hoover. Elle cherche à permettre à la Federal Reserve de mettre en œuvre des opérations d'*open market* expansionnistes. Carter Glass et Henry Steagall sont, l'année suivante, les promoteurs



du Banking Act, la loi beaucoup plus connue qui crée la Federal Deposit Insurance Company et qui sépare les activités des banques d'investissement et des banques commerciales. L'interdiction des banques universelles qui figure dans le second Glass Steagall Act de juin 1933 a été abolie par le Gramm-Bliley Act de novembre 1999.

36. Une attractivité telle qu'en avril 2009, au moment où ces lignes sont écrites, le Trésor américain peut emprunter à dix ans à 2,75 %, alors que le taux allemand correspondant s'élève à 3 % et le taux français à 3,50 %.

37. Depuis cette date, le FBPC est intervenu à plus de quarante reprises pour organiser des règlements entre des créanciers obligataires américains et des gouvernements défaillants, le plus récent étant intervenu en 1984 avec la Tchécoslovaquie.

38. Pour que la livre puisse redevenir convertible à l'horizon d'un an, les États-Unis octroient, en juillet 1946 à la Grande-Bretagne, un prêt de 3 750 M\$, et le Canada en fait de même avec un prêt de 1 250 M\$. Le 15 juillet 1947, la livre redevient donc une monnaie librement convertible en dollars pour les opérations courantes. La convertibilité de la livre ne dure que cinq semaines au bout desquelles il ne reste plus que 400 M\$ dans les réserves de la Banque d'Angleterre, car de nombreux détenteurs de balances sterling en demandent la conversion en dollars.

39. Comme les opérations en capital sont soumises à de fortes restrictions du fait des contrôles des changes très rigoureux et qu'il est donc impossible de recourir aux crédits internationaux, les banques centrales des pays qui enregistrent des déficits courants doivent accepter une réduction de leurs réserves en dollars, d'où les « ajustements monétaires » très importants qui interviennent en 1949.

40. L'OECE est créée en avril 1948 et elle regroupe les pays européens bénéficiaires du Programme de reconstruction européenne (European Recovery Program), plus connu sous le nom de « plan Marshall ».

41. L'article classique « The Case for Flexible Exchange Rates » est écrit en 1950 et publié dans Friedman (1953), pp. 157-203.

42. La Grande-Bretagne et l'Allemagne rétablissent également la convertibilité des opérations en capital. La Grande-Bretagne, soucieuse de conserver le rôle international de la livre, a, dès mars 1954, pris l'initiative d'étendre la libre transférabilité de la livre réservée jusqu'alors aux pays de la zone sterling à tous les pays. Il est désormais possible, dès cette date, d'échanger la livre en n'importe quelle monnaie, à l'exception des dollars américain et canadien.

43. Voir : Henry G. M. (2004) pour l'histoire, les mécanismes et les enjeux du dollar monnaie internationale.

44. Pour expliquer pourquoi ce sont les usages privés des monnaies au niveau international, et non les décisions gouvernementales, qui déterminent les statuts respectifs de ces monnaies, Paul Krugman rapporte cette anecdote instructive : « J'ai participé un jour à une conférence au cours de laquelle un haut responsable japonais a prononcé un discours passionné sur la nécessité de faire du yen une monnaie de réserve internationale. Quand vint mon tour, j'ai essayé d'expliquer gentiment que c'était une sottise et que, même si le yen devenait monnaie de réserve, cela n'aurait quasiment aucune importance pour le Japon et les autres pays (...). Les gens attachent toujours beaucoup plus d'importance à la question des monnaies de réserve que le sujet le mérite ». Les médias continuent en 2009 à abreuver le grand public d'articles à sensation sur le rôle des rivaux potentiels du dollar, parmi lesquels on ne cite plus désormais le yen (JPY), mais le yuan (CNY), et, plus fort encore, le DTS (XDR), comme si cette monnaie manipulée (CNY) ou cette unité de compte (XDR) pouvaient jouer réellement un rôle dans les transactions privées !

45. Keynes est en réalité très nationaliste et il écrit « *There are few Englishmen who do not rejoice at the breaking of our gold fetters* » pour manifester son approbation de la dévaluation compétitive de la livre qui est, à ses yeux, capable de conserver, malgré son flottement, son rôle de monnaie internationale (Keynes, 1932, p. 288).

## BIBLIOGRAPHIE

- BLOOMFIELD A. (1963), *Short-Term Capital Movements under the Pre-1914 Gold Standard*, Princeton : Princeton University Press.
- CHANDLER L. V. (1958), *Benjamin Strong, Central Banker*, Washington DC : The Brookings Institution.
- EICHENGREEN B. (1992), *Golden Fetters - The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, New York : Oxford University Press.
- EICHENGREEN B. (1994), « The Geography of Gold Standard », Center for International and Development Economics Research, University of California at Berkeley, *Working Paper*, n° C94-042.
- EICHENGREEN B. et PORTES R. (1989), « After the Deluge : Default, Negotiation and Readjustment during the Interwar Years », in *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, Cambridge : MIT Press.
- FRIEDMAN M. (1953), *Essays in Positive Economics*, Chicago : University of Chicago Press.
- FRIEDMAN M. et SCHWARTZ A. J. (1963), *A Monetary History of the United States*, Princeton : Princeton University Press.
- HENRY G. M. (1995), *Keynes*, Paris : Armand Colin.
- HENRY G. M. (2000), *La crise de 1929*, Paris : Armand Colin.
- HENRY G. M. (2004), *Dollar : la monnaie internationale*, Paris : Studyrama.
- HIGGS R. (1987), *Crisis and Leviathan : Critical Episodes in the Growth of American Government*, San Francisco : Pacific Research Institute for Public Policy.
- JACOBS L. M. (1910), *Bank Acceptances*, National Monetary Commission, Washington DC, cité dans Niveau M. (1966), p. 271.
- KEYNES J. M. (1930), *A Treatise on Money*, London : Macmillan, vol. 2.
- KEYNES J. M. (1932), *Essays in Persuasion*, New York : Harcourt, Brace and Company.
- MAIZELS A. (1970), *Growth and Trade*, Cambridge : Cambridge University Press.
- MITCHENER K. J. et WEIDENMEIER M. D. (2007), « The Baring Crisis and the Great Latin-American Meltdown », *NBER Working Paper*, n° 13403.
- MOEN J. et TALLMAN E. (1990), « Lessons from the Panic of 1907 », *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, vol. 75.
- NIVEAU M. (1966), *Histoire des faits économiques contemporains*, Paris : Presses universitaires de France.
- NURKSE R. (1944), *International Currency Experience*, Geneva : League of Nations.
- RIST C. (1933), « Caractère et origine de la crise de 1929 », in *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires*, Paris : Recueil Sirey, pp. 325-343.
- ROBERTS P. (2000), « Benjamin Strong, the Federal Reserve and the Limits to Interwar American Nationalism. Part I : Intellectual Profile of a Central Banker, Part II : Strong and the Federal Reserve System in the 1920s », *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 78, pp. 61-98.
- SILBER W. L. (2006), *When Washington Shut Down Wall Street : the Great Financial Crisis of 1914 and the Origins of America's Monetary Supremacy*, Princeton : Princeton University Press.
- TRIFFIN R. (1964), *The Evolution of the International Monetary System : Historical Reappraisal and Future Perspectives*, Yale : Yale University Press.