

Il y a quarante ans, le début des changes flottants

Les Etats-Unis décident de suspendre la convertibilité en or du dollar en 1971, puis confient aux marchés le soin de déterminer la parité du billet vert, dès lors soumise à la loi de l'offre et de la demande. Un système qui a toujours cours aujourd'hui

JEAN-MARC DANIEL

Lundi 19 mars 1973 : l'ouverture des marchés se fait dans la fébrilité. Après une première dévaluation, en décembre 1971 – elle a fait passer le prix de l'once d'or de 35 dollars, un cours fixé depuis janvier 1934, à 38 dollars –, le billet vert vient de nouveau d'être déprécié.

Tout le monde se demande alors si le nouveau cours (42,20 dollars l'once) est « tenable ». La réponse ne tarde pas, les opérateurs de marché vendant massivement la devise américaine.

Pour enrayer ce mouvement, la réponse naturelle serait de faire monter les taux d'intérêt aux Etats-Unis pour inciter les banques à y maintenir leurs liquidités.

L'économiste américain James Tobin (1918-2002) avait aussi proposé, en 1972, dans un discours à l'université de Princeton (New Jersey), de mobiliser en parallèle la politique budgétaire et de prélever une taxe sur les mouvements de change. C'est l'origine de la fameuse « taxe Tobin » conçue au départ pour stabiliser un système de changes fixes. Mais l'administration Nixon renonce, préférant abandonner le dollar aux fluctuations du marché : c'est le début des changes flottants.

Le retrait du Vietnam, en cours, et le début, le 17 mars 1973, des auditions sénatoriales sur le scandale du Watergate accaparent l'attention du président Nixon. Il se désintéresse donc du problème et suit l'avis des monétaristes qui l'entourent et pour lesquels le choix de s'en remettre au marché est la meilleure solution.

L'épilogue a lieu à l'assemblée générale du Fonds monétaire international (FMI) en janvier 1976, à Kingston (Jamaïque). Les Américains y font entériner deux de leurs décisions précédentes : d'une part, la fin de la convertibilité or du dollar annoncée par Nixon le 15 août 1971 ; d'autre part, l'instauration des changes flottants.

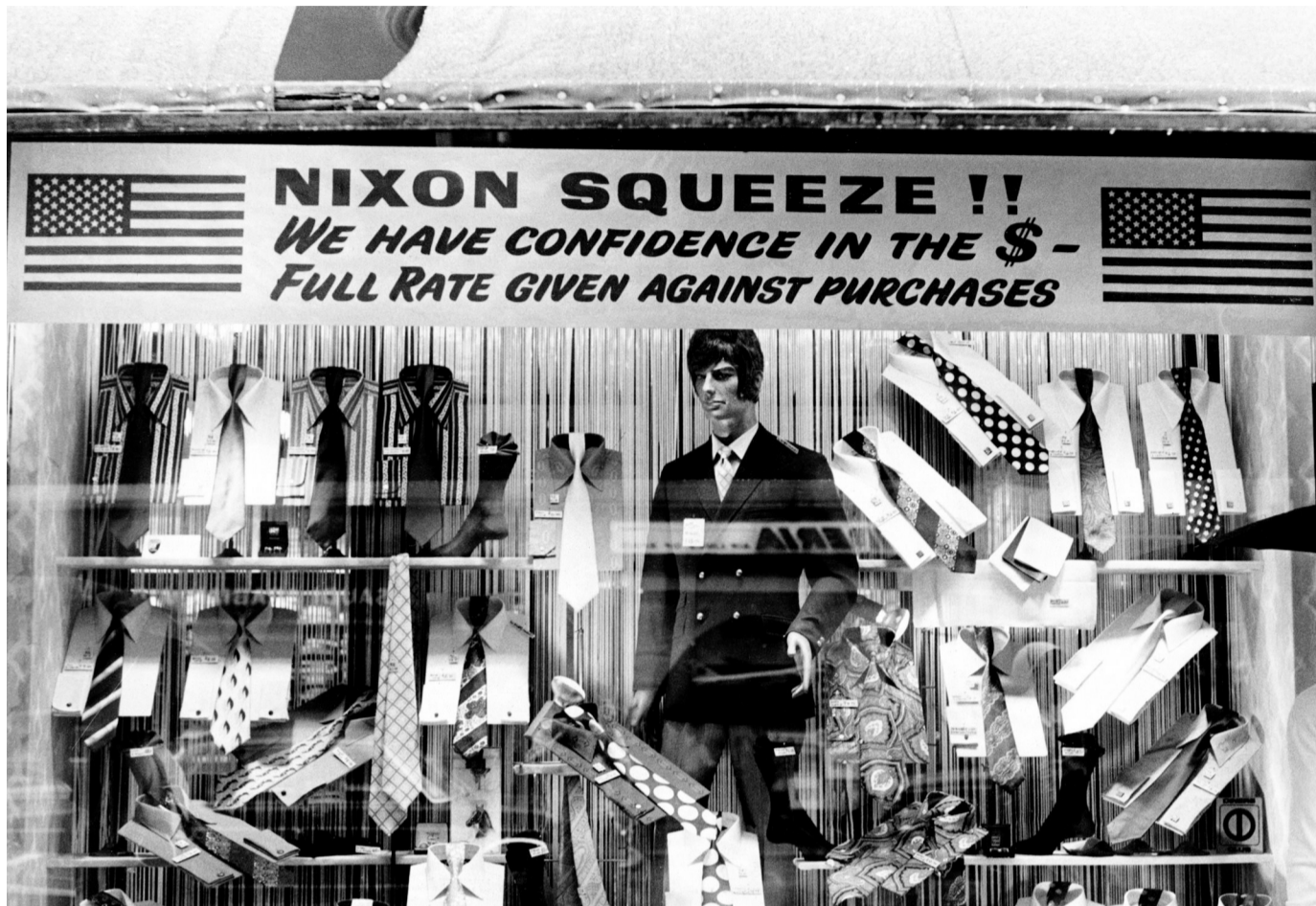
Après 1945, l'Amérique opte pour une création monétaire sans contrainte au nom des besoins de la croissance mondiale

Fin de partie donc pour Bretton Woods, le système monétaire international mis en place en 1944 et qui reposait sur des changes fixes mais ajustables. Et l'or de disparaître du paysage monétaire, lui qui en était le centre depuis Crésus et le VI^e siècle avant Jésus-Christ !

Kingston marque une rupture avec la tradition multiséculaire qui faisait du métal jaune l'objet monétaire par excellence, mais aussi, avec l'héritage d'Albion du change fixe et de l'étalon-or. Dans les temps glorieux de l'Empire britannique, le taux de change était fixé en poids d'or. Ce qui s'adapte, ce ne sont pas les parités mais les prix des produits. Un pays en excédent extérieur connaît l'inflation, un autre en déficit subit la déflation.

Dans un article de 1916, l'économiste suédois Gustav Cassel (1866-1945) définit la grille de parité optimale – c'est-à-dire celle qui permet d'éviter que ces périodes d'inflation/déflation ne soient trop perturbantes. Chaque pays doit adopter puis maintenir un taux de change qui assure la parité des pouvoirs d'achat. Le bon taux de change est celui qui, d'un pays à l'autre, assigne le même prix au même objet. En outre, un Etat en déficit peut éviter la déflation en procédant à une dévaluation. Les travaux de Cassel ont inspiré, notamment, les accords de Bretton Woods.

Mais ce système révèle assez vite des faiblesses. Dans un article de 1960, le Prix Nobel d'économie 1999, le Canadien Robert Mundell, introduit la notion de « triangle des incompatibilités ». Selon ce concept, il y a trois modes d'organisation possibles du système monétaire international, chacun jouant sur la liberté de circulation des capitaux, l'autonomie de la politique monétaire et l'existence d'une grille



Un magasin situé sur Regent Street à Londres, après la fin, en 1971, de la convertibilité du dollar en or. « Nous avons confiance dans le billet vert. »

HULTON-DEUTSCH COLLECTION/CORBIS

stable de parités. Si on choisit les changes fixes et la liberté de circulation des capitaux, on perd l'autonomie de sa politique monétaire. Pour que Bretton Woods soit viable sur le long terme, il faut que tous les pays qui y participent aient le même taux d'inflation. Et Mundell de prophétiser que cette exigence est fondamentalement insupportable pour les Etats-Unis qui veulent garder la possibilité d'imprimer des dollars sans avoir à rendre des comptes à leurs partenaires.

Pendant, c'est l'économiste belge Robert Triffin (1911-1993) qui développe l'analyse la plus aboutie des faiblesses et des contradictions de Bretton Woods. Ses thèses constituent ce que l'on appelle le « dilemme de Triffin ». Comme la circulation de l'or est physiquement compliquée, on utilise en pratique dans le commerce international la devise du pays dominant, c'est-à-dire, depuis 1945, le dollar.

D'où le dilemme : pour fournir les moyens de paiement nécessaires à l'expansion du commerce international, le pays dominant doit exporter sa monnaie au travers d'un déficit extérieur. Le problème est que, si la suspicion à son égard s'installe, les autres pays lui réclament de l'or, le vidant ainsi de sa substance monétaire. Si, pour éviter cela et garder son or, il décide d'équilibrer ses comptes, alors c'est le commerce mondial – et donc la croissance – qui manque de monnaie.

Après 1945, les Etats-Unis ont opté clairement pour une création monétaire sans contrainte, assurant la diffusion des dollars hors de leur territoire au nom des

besoins de la croissance mondiale. Entre les achats d'usines en Europe et au Japon et les dépenses militaires tous azimuts, le billet vert se répand. Résultat, tandis qu'en 1950 le stock d'or américain représente sept fois les avoirs en dollars des banques centrales étrangères, en 1960 il les couvre à peine. En 1945, les Etats-Unis possèdent 66 % des réserves d'or ; en 1971, ils n'en disposent plus que de 24 %.

C'est pourquoi, le 15 août 1971, Nixon rend le dollar inconvertible en or, proposant néanmoins de réunir un sommet pour redéfinir un nouveau cours du métal jaune et une nouvelle grille de parités. Rendez-vous est pris au Smithsonian Institute, lieu le mieux équipé de Washington en informatique, afin que les experts puissent évaluer par des modèles économétriques les conséquences des parités proposées. Le 18 décembre 1971, le sommet se conclut par la dévaluation du dollar et l'affirmation de la nécessité de garder l'or comme référence. Mais il porte les écarts de taux de change réclamant une intervention des banques centrales de 0,75 % à 2,25 %. Pour certains, de telles marges signifient déjà la mort des changes fixes, la dépréciation de mars 1973 se contentant de porter le coup de grâce et la réunion de Kingston, en janvier 1976, de le légitimer.

Quarante ans après, quel bilan tirer des changes flottants ? Le système a conforté la domination monétaire des Etats-Unis, réaffirmée non sans cynisme en 1972 par John Connally (1917-1993), secrétaire au Trésor américain, à des Européens inquiets de voir Washington préparer l'avènement des changes flottants : « Le dollar, c'est notre monnaie et votre problème... » Depuis, problèmes il y a eu, abondamment.

L'économiste américain Rudiger Dornbusch (1942-2002) avait mis en garde contre ce système de changes flottants organisé – ou désorganisé... – autour du dollar. Dès 1976, il écrivait que ce système ne permettrait jamais d'atteindre l'équilibre annoncé par les monétaristes.

Les échanges internationaux portent sur des marchandises et sur des actifs financiers. Sur les marchés financiers, les prix évoluent instantanément quand ceux des biens et des services s'adaptent lentement. Dès lors, si à long terme l'équilibre monétaire reste celui de la parité des pouvoirs d'achat définie par Cassel, à court terme, le marché des changes est guidé par les mouvements de capitaux par nature volatils. D'où une instabilité permanente nourrie de baisses cumulatives des taux de change. Dornbusch parle de « surréaction du taux de change » et prédit un enchaînement de crises. Et de fait, depuis 1973, de crise financière, comme celle de 1997 en Asie, en bulle inflationniste, le monde vit au rythme des embardées monétaires. ■

Jean-Marc Daniel est professeur à l'ESCP Europe.

Dates

1844 Le Bank Charter Act, au Royaume-Uni, organise la convertibilité de la livre sterling en or et instaure les mécanismes monétaires contemporains.

1922 La conférence de Gênes (Italie) substitue au « gold standard » un « gold exchange standard » fondé sur la livre et le dollar.

Juillet 1944 La conférence de Bretton Woods (Etats-Unis) instaure un taux de change fixe entre le dollar et l'or.

15 août 1971 Les Etats-Unis suspendent la convertibilité du dollar en or et signent la fin des accords de Bretton Woods.

18 décembre 1971 Le sommet de Washington instaure un système de changes flottants.

17 juin 1972 Début du scandale du Watergate.

7 novembre 1972 Réélection de Richard Nixon à la présidence américaine.

19 mars 1973 Deuxième dévaluation du dollar. Le système des taux de change fixes s'écroule.

9 août 1974 Démission de Nixon.

8 janvier 1976 Les accords de Kingston (Jamaïque) confirment officiellement l'abandon de l'or comme référence légale.

22 septembre 1985 Les accords du Plaza, à New York, entre les cinq principaux pays industrialisés, pour une intervention sur le marché des changes, marquent la fin du dollar fort.

Dans les archives du « Monde » | Les accords de la Jamaïque

LA FIN DE BRETTON WOODS

« Les accords conclus à la Jamaïque, les 7 et 8 janvier 1976, ont marqué l'aboutissement d'une longue négociation sur la réforme du système monétaire international, dont le point de départ remonte à 1964.

Ils se présentent sous la forme d'un deuxième amendement aux statuts du Fonds monétaire international (FMI), découlant des accords de Bretton Woods (1944). Un premier amendement avait été adopté, en 1969, pour créer les droits de tirage spéciaux (DTS).

Cette formulation juridique est trompeuse : en réalité, le deuxième amendement ne modifie pas seulement le système monétaire de Bretton Woods ; il en répudie les principales dispositions, à la fois dans la lettre et dans l'esprit.

Il entérine les pratiques actuelles de changes flottants, qui s'opposent au système antérieur de parités fixes ratta-

chées à l'or par l'intermédiaire du dollar, système dont l'application aura en réalité duré pendant une douzaine d'années – du 1^{er} janvier 1959, date du retour à la convertibilité des monnaies européennes, à août 1971 et à la « suspension » par le président américain Richard Nixon de la convertibilité du dollar en or.

Les changes flottants légalisés

En vertu des accords de la Jamaïque, les pays membres du FMI sont autorisés à adopter le régime monétaire de leur choix, à condition que celui-ci ne consiste pas à fixer la valeur de leur monnaie respective par référence à un certain poids d'or. Les changes flottants sont ainsi légalisés, mais soumis à un certain nombre de conditions dont le FMI, appelé à exercer une « surveillance » sur le nouveau régime, devra assurer le respect (les pays ne peuvent pas, par exemple, manipuler leur taux de

change pour s'assurer des avantages de concurrence).

Il est convenu que, dans un avenir indéterminé, les pays membres du FMI pourront à la majorité de 85 % (ce qui donne un droit de veto aux Etats-Unis, détenteurs d'environ 21 % du total des voix au Fonds) adopter un système « reposant sur des parités stables mais ajustables ». Tout pays aura, toutefois, le droit de se tenir à l'écart : le nouveau système sera en réalité à mi-chemin entre un système de taux de change fixes et le flottement, puisque la marge de fluctuation admise sera de 4,5 % de part et d'autre de la parité.

Le DTS sera placé au centre du système, ce qui, dans une première phase, semble simplement signifier qu'il continuera comme aujourd'hui à être la monnaie de compte dans laquelle on définit le cours des différentes devises.

Toute référence à l'or est bannie des nouveaux statuts, ce qui signifie qu'il

n'y aura plus désormais de prix officiel du métal jaune. On en a tiré la conclusion a contrario que les banques centrales recouvreront le droit d'acheter ou de vendre de l'or à un prix supérieur au prix officiel (42,22 dollars l'once) théoriquement en vigueur tant que le deuxième amendement n'aura pas été ratifié par un nombre suffisant de pays.

Le FMI se dessaisira dans les quatre années à venir du tiers de ses avoirs en or, qui s'élevaient au début de cette année à 154 millions d'onces, soit 4 771 tonnes. Un sixième de ce stock doit être restitué aux pays membres et un autre sixième vendu aux enchères. Cinq adjudications ont déjà eu lieu.

Enfin, les accords de la Jamaïque ont stipulé un nouvel accroissement des ressources du FMI. Le total des quotes-parts (contributions des pays membres) sera augmenté de 32,5 %.

« Le Monde » du 21 décembre 1976 (extraits)