

## L'ÉVOLUTION DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

des crises de changes des années quatre-vingt-dix<sup>3</sup> a renouvelé le débat sur le choix optimal d'un régime de change.

L'histoire monétaire a été marquée par des événements qui se sont révélés être des tournants pour le système des échanges internationaux. Le Système Monétaire International (SMI) représente le cadre institutionnel de ces échanges internationaux. Il est constitué par l'ensemble des mécanismes qui régissent la circulation et l'échange des monnaies nationales entre les pays. L'objectif du SMI est d'assurer le développement équilibré des échanges internationaux de biens, de services et de capitaux et donc de favoriser la croissance des économies nationales. Le fonctionnement du SMI se fait à travers les relations nouées entre les institutions financières nationales (banques centrales, banques commerciales et autres,...) des différents pays et les institutions financières internationales : le Fonds Monétaire International (FMI)<sup>1</sup> et la Banque des Règlements Internationaux (BRI).<sup>2</sup>

Le SMI est caractérisé notamment par la nature du régime de change. Ce dernier se définit à partir de l'existence ou non d'un système institutionnel entre deux ou plusieurs pays pour organiser, selon certaines règles, les variations des parités de change. En théorie, il existe un débat opposant les partisans d'un régime de change fixe à ceux d'un régime de change flottant. Chacun des régimes présente des avantages et des inconvénients. Le choix d'un régime de change dépend des caractéristiques de l'économie nationale et de l'évolution de l'environnement économique et financier international. L'ampleur

Le régime de change fixe s'inscrit dans une logique d'ancre (peg) par rapport à un étalon de référence. Pendant longtemps, le taux de change était déterminé selon un système d'étalon-or. En juillet 1944, la plupart des pays ont adhéré au système de Bretton Woods pour lequel le dollar américain (USD) était l'unité de référence. L'officialisation du rôle pivot du dollar dans le fonctionnement du SMI est une suite d'importants désordres monétaires, le système de Bretton Woods s'est effondré. Les gouvernements ont adopté des attitudes diverses, la plupart laissant flotter leurs monnaies sur le marché des changes. En 1976, les accords de la Jamaïque ont légalisé le régime de change flottant. Mais ce régime, générateur d'instabilité, ne faisait pas l'unanimité. La création de systèmes monétaires régionaux, tel que le Système Monétaire Européen (SME) jusqu'au lancement de l'euro, traduit la volonté des autorités politiques de construire un sous-espace géographique de stabilité des taux de change.

Dans ce qui suit, nous ferons un survol historique de l'évolution du SMI.

<sup>1</sup> La crise du Système Monétaire Européen (SME) en 1993, la crise Mexicaine en 1994, la crise asiatique en 1997, la crise russe en 1998, la crise brésilienne en 1999, la crise argentine en 2001...

<sup>2</sup> Le FMI a été créé le 27 décembre 1945 à la suite des accords de Bretton Woods. Le FMI, garant de l'ordre monétaire international, a pour missions essentielles d'encourager la coopération monétaire internationale, de favoriser la stabilité des changes et d'accorder des crédits limités aux pays membres qui connaissent des difficultés temporaires de balance des paiements.

<sup>3</sup> La BRI a été créée le 20 janvier 1930 par un accord international signé à la Haye afin de favoriser la coopération entre banques centrales. Son rôle principal consiste à gérer les dépôts des banques centrales, à assurer la supervision des systèmes bancaires et à fournir des statistiques sur les marchés internationaux de capitaux et de crédit. La BRI joue un rôle plus-discret que le FMI, mais très efficace en tant que club des banques centrales.

<sup>4</sup> Une monnaie internationale est une monnaie convertible qui assure les fonctions de monnaie de réserve et de monnaie de règlement des transactions financières et commerciales internationales.

## 1.1 LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL AVANT 1971

Avant 1971, le SMI était caractérisé par la stabilité du taux de change. Il a évolué d'un système d'étalement par rapport à l'or (Gold Standard et Gold Exchange Standard) à un système où le dollar américain jouait un rôle pivot (les accords de Bretton Woods).

### 1.1.1 Le système de l'Etalon-Or (Gold Standard)

Pendant longtemps, l'or était utilisé en tant qu'instrument de paiement. Avec le développement du commerce international à la fin du 19<sup>e</sup> siècle et au début du 20<sup>e</sup> siècle, le besoin d'un système plus formalisé est né. Les pays d'Europe et d'Amérique du Nord ont adopté le système de l'Etalon-Or ou Gold Standard. Ces pays ont fixé des parités de change pour leur monnaie en fonction de l'or. Toute monnaie est définie par rapport à une quantité déterminée d'or. Un tel système suppose une totale convertibilité des billets en or et exige donc une libre circulation interne et externe de l'or. Ce système a fonctionné jusqu'à la première guerre mondiale (1914-1918).

#### a- Les caractéristiques du système de l'Etalon-Or

Les principales caractéristiques du système de l'Etalon-Or sont les suivantes:

- la convertibilité de la monnaie en or était garantie par l'institut d'émission, par exemple la Banque de France, la Federal Reserve Bank aux Etats-Unis ou la BundesBank en Allemagne. Ainsi, tout détenteur de billets de banque pouvait les convertir en pièces d'or, et inversement. Cela supposait que le gouvernement devait détenir en réserves la contrepartie en or de la monnaie émise,
- la circulation de l'or entre les différents pays était libre puisqu'il n'existaient aucune restriction sur les importations et les exportations de l'or. Cependant, le transfert de l'or occasionnait des frais relatifs aux coûts de transport et à l'assurance.

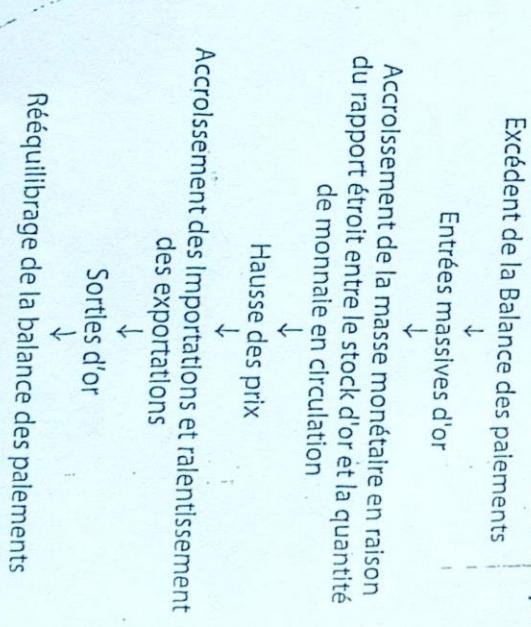
#### b- Les avantages du système de l'Etalon-Or

On recense trois principaux avantages du système de l'Etalon-Or:

- la stabilité des taux de change favorisant l'expansion des échanges internationaux : le taux de change des monnaies était parfaitement fixe ; il est égal au rapport des poids d'or définissant chacune des unités monétaires. On pouvait par exemple échanger des francs français contre des livres sterling en proportion exacte de leur valeur en or. Ainsi, si une once d'or vaut 20 francs français (FRF) en



Schéma 1 : Rééquilibrage automatique de la balance des paiements



France et 2 livres sterling (GBP) en Grande Bretagne, la parité de change s'établit à 1 GBP = 10 FRF. Le pair de change correspond donc au quotient du poids d'or de deux monnaies.

Les paiements internationaux pouvaient se faire soit en devises, soit en or par échange de billets contre de l'or à un taux correspondant à la parité. Les taux de change ne pouvaient évoluer que dans une fourchette limitée déterminée par les points d'entrée et les points de sortie de l'or, au-delà desquels les règlements se faisaient plutôt par transfert d'or. Le point de sortie correspond au pair de change majoré des frais de transfert de l'or (coûts de transport et assurance). Au-delà de ce point, il devient plus avantageux pour un importateur d'expédier de l'or que d'acheter la devise en question. Inversement, le point d'entrée correspond au pair de change minoré des frais de transfert de l'or. En deçà de ce prix, il est plus avantageux pour les créanciers d'être payés en or.

- le rééquilibrage automatique de la balance des paiements : les excédents et les déficits des balances des paiements étaient toujours réglés par les transferts de l'or. En effet, ce mécanisme peut être résumé par le schéma 1 suivant :

## L'EVOLUTION DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

### c- Les limites du système de l'Etalon-Or

Le système de l'Etalon-or présente au moins deux limites qui sont les suivantes :

- le système était fortement lié à la production mondiale de l'or qui ne correspondait pas nécessairement aux besoins monétaires de l'économie mondiale.
- les entrées massives d'or dans un pays pouvaient entraîner une inflation dans ce pays qui, à son tour, pouvait être exportée dans d'autres pays.

La première guerre mondiale a mis fin à toutes les conditions nécessaires au bon fonctionnement du système de l'Etalon-Or. Les gouvernements avaient mis en place un système de contrôle des changes et des restrictions aux mouvements de capitaux. Ceci avait provoqué une dégradation des relations commerciales entre les pays et une baisse des exportations de l'or. Ainsi, les pays ont abandonné le système de l'Etalon-Or et ont instauré le système de l'Etalon de Change-Or.

### 1.1.2 Le système de l'Etalon de Change-Or (Gold Exchange Standard)

Le système de l'Etalon de Change-Or a été adopté à la suite de la conférence de Gênes en 1922. Selon ce système, la monnaie nationale est convertible à un taux défini en une ou plusieurs devises elles-mêmes convertibles à un taux fixe contre de l'or. Dans un tel système, les réserves des banques centrales sont constituées en or et en monnaies de réserve convertibles en or. Les Etats-Unis et la Grande Bretagne constituaient le centre du système. Ainsi, le dollar américain et la livre sterling étaient considérés comme les devises clés. L'intérêt d'un tel système est d'économiser l'or dont la production risquait d'être insuffisante pour assurer les règlements de déficits de balances des paiements. Il a permis aux pays dépourvus d'or d'intégrer quand même le SMI et aux pays riches de conserver leur métal précieux.

Cependant, dès 1929, les années chaotiques se succédèrent à la suite de plusieurs événements :

- le krach boursier et la grande crise économique déclenchée aux Etats-Unis, se sont rapidement propagés dans le monde,
- la survenance de faillites en chaîne des banques autrichiennes et allemandes,

- la mise en place d'un contrôle des changes en Allemagne et en Autriche qui a empêché le rapatriement des placements britanniques,

• le retrait des capitaux américains et français des banques britanniques par crainte d'une détérioration de la situation dans l'ensemble de l'Europe,

- une forte diminution du solde de la balance des paiements courants britanniques ayant entraîné une baisse importante du stock d'or de la Banque d'Angleterre.

Face à cette crise de liquidité, le gouvernement britannique a décidé, le 20 septembre 1931, de suspendre la convertibilité en or de la livre sterling.

Par ailleurs, plusieurs gouvernements ont dévalué leur monnaie en vue de relancer leur activité économique. De telles politiques inflationnistes sont incompatibles avec le système de conversion des monnaies en or.

Le SMI mis en place après la conférence de Gênes n'a pas pu résister à cette nouvelle conjoncture. Les gouvernements ont abandonné le système de l'Etalon de Change-Or et ont cherché après la deuxième guerre mondiale à établir un nouvel ordre monétaire international qui permettrait la reconstruction des économies et favoriserait la croissance du commerce international.

### 1.1.3 Le système de Bretton Woods

En juillet 1944, la conférence monétaire et financière des nations unies s'est réunie à Bretton Woods (New Hampshire, Etats-Unis) afin de mettre en place un SMI libre, multilatéral et stable.

#### a- Les caractéristiques essentielles des accords de Bretton Woods

Pour veiller au bon fonctionnement du nouveau SMI, le Fonds Monétaire International (FMI) fut créé le 27 décembre 1945. Le FMI est une sorte de "club" où les pays membres paient un droit d'entrée et admettent de suivre un certain code de conduite. Il a pour principales missions de :

- veiller au bon fonctionnement du SMI,
- encourager la coopération monétaire internationale,
- favoriser la stabilité des changes,
- octroyer des prêts à court et moyen terme aux pays membres qui ont des difficultés temporaires de balance des paiements,
- promouvoir la libre circulation des capitaux et des biens entre pays.

### c- Les limites du système de l'Etalon-Or

Le système de l'Etalon-or présente au moins deux limites qui sont les suivantes :

- le système était fortement lié à la production mondiale de l'or qui ne correspondait pas nécessairement aux besoins monétaires de l'économie mondiale,
- les entrées massives d'or dans un pays pouvaient entraîner une inflation dans ce pays qui, à son tour, pouvait être exportée dans d'autres pays.

La première guerre mondiale a mis fin à toutes les conditions nécessaires au bon fonctionnement du système de l'Etalon-Or. Les gouvernements avaient mis en place un système de contrôle des changes et des restrictions aux mouvements de capitaux. Ceci avait provoqué une dégradation des relations commerciales entre les pays et une baisse des exportations de l'or. Ainsi, les pays ont abandonné le système de l'Etalon-Or et ont instauré le système de l'Etalon de Change-Or.

### 1.1.2 Le système de l'Etalon de Change-Or (Gold Exchange Standard)

Le système de l'Etalon de Change-Or a été adopté à la suite de la conférence de Gênes en 1922. Selon ce système, la monnaie nationale est convertible à un taux défini en une ou plusieurs devises elles-mêmes convertibles à un taux fixe contre de l'or. Dans un tel système, les réserves des banques centrales sont constituées en or et en monnaies de réserve convertibles en or. Les Etats-Unis et la Grande Bretagne constituaient le centre du système. Ainsi, le dollar américain et la livre sterling étaient considérés comme les devises clés. L'intérêt d'un tel système est d'économiser l'or dont la production risquait d'être insuffisante pour assurer les règlements de déficits de balances des paiements. Il a permis aux pays dépourvus d'or d'intégrer quand même le SMI et aux pays riches de conserver leur métal précieux.

Cependant, dès 1929, les années chaotiques se succédèrent à la suite de plusieurs événements :

- le krach boursier et la grande crise économique déclenchées aux Etats-Unis, se sont rapidement propagées dans le monde,
- la survenance de faillites en chaîne des banques autrichiennes et allemandes,

- la mise en place d'un contrôle des changes en Allemagne et en Autriche qui a empêché le rapatriement des placements britanniques,
- le retrait des capitaux américains et français des banques britanniques par crainte d'une détérioration de la situation dans l'ensemble de l'Europe,
- une forte diminution du solde de la balance des paiements courants britanniques ayant entraîné une baisse importante du stock d'or de la Banque d'Angleterre.

Face à cette crise de liquidité, le gouvernement britannique a déclaré le 20 septembre 1931, de suspendre la convertibilité en or de la livre sterling.

Par ailleurs, plusieurs gouvernements ont dévalué leur monnaie en vue de relancer leur activité économique. De telles politiques inflationnistes sont incompatibles avec le système de conversion des monnaies en or.

Le SMI mis en place après la conférence de Gênes n'a pas pu résister à cette nouvelle conjoncture. Les gouvernements ont abandonné le système de l'Etalon de Change-Or et ont cherché après la deuxième guerre mondiale à établir un nouvel ordre monétaire international qui permettrait la reconstruction des économies et favoriserait la croissance du commerce international.

### 1.1.3 Le système de Bretton Woods

En juillet 1944, la conférence monétaire et financière des nations unies s'est réunie à Bretton Woods (New Hampshire, Etats-Unis) afin de mettre en place un SMI libre, multilatéral et stable.

#### a- Les caractéristiques essentielles des accords de Bretton Woods

Pour veiller au bon fonctionnement du nouveau SMI, le Fonds Monétaire International (FMI) fut créé le 27 décembre 1945. Le FMI est une sorte de "club" où les pays membres partagent un droit d'entrée et admettent de suivre un certain code de conduite. Il a pour principales missions de :

- veiller au bon fonctionnement du SMI,
- encourager la coopération monétaire internationale,
- favoriser la stabilité des changes,
- octroyer des prêts à court et moyen terme aux pays membres qui ont des difficultés temporaires de balance des paiements,
- promouvoir la libre circulation des capitaux et des biens entre pays,

- favoriser la mise en place de systèmes bancaires solides.

Selon le système de Bretton Woods, les parités des différentes monnaies étaient exprimées en poids d'or ou en dollars par les autorités monétaires de chaque Etat membre du FMI. Ces derniers fixaient la parité de leur monnaie en or, mais ne pouvaient pas échanger leur monnaie contre de l'or. Seul le dollar était convertible en or. En effet, tous les pays décidaient de la contrepartie de leur monnaie en dollar et fixaient la parité en or en conséquence. Il s'agissait d'une convertibilité à deux palliers.

La Federal Reserve, la banque centrale américaine, s'était engagée à fournir de l'or, à un prix déterminé (35 USD l'once), à toute banque centrale étrangère lui remettant des dollars. L'officialisation du rôle pivot du dollar dans le fonctionnement du SMI est une reconnaissance de son statut de monnaie internationale. L'explication est liée à l'importance de l'économie américaine au moment de l'élaboration des accords de Bretton Woods. En effet, en 1945, 59% de la production totale des biens et services des pays fondateurs du système<sup>6</sup> étaient assurés par les Etats-Unis. De plus, en 1944, les Etats-Unis détenaient les 2/3 du stock mondial d'or.

Le taux de change entre deux monnaies quelconques était fixe, mais des fluctuations de  $\pm 1\%$  autour des parités fixées étaient autorisées. Les gouvernements devaient veiller au respect de cette parité en intervenant sur le marché des changes pour que le cours de la monnaie nationale soit maintenu dans les marges de fluctuations. A cet effet, ils se devaient d'acheter leur monnaie en cas de dépréciation, et de vendre en cas d'appreciation. Un pays ne pouvait modifier la parité déclarée, en dévaluant ou en réévaluant la monnaie nationale, que pour corriger un déséquilibre fondamental de sa balance des paiements. Une dévaluation de plus de 10% devait être autorisée par le FMI.

Le principal avantage du système de Bretton Woods est qu'il a permis le développement des relations internationales. Les agents économiques avaient une bonne connaissance du taux de change et donc de leurs recettes d'exportation et de leurs coûts d'importation.

### b- La prééminence du dollar

Dans le système mis en place par les accords de Bretton Woods, le dollar américain a joué un rôle central à plusieurs niveaux :

<sup>6</sup> Ce sont principalement les Etats-Unis, le Royaume-Uni, la France, le Japon et l'Allemagne.

- le dollar était une monnaie de réserve en raison de sa convertibilité en or. Même si théoriquement les parités étaient déclarées par rapport à l'or, en pratique, les banques centrales intervenaient sur le marché des changes en devises et particulièrement en dollar puisque seul le dollar était convertible en or;

le dollar était une échelle de parité à cause de sa libre convertibilité en or,

- le dollar était un instrument d'intervention. Il était utilisé par la majorité des banques centrales pour maintenir la monnaie nationale à l'intérieur de la marge de fluctuation prescrite,
- le dollar était une monnaie internationale. Il s'imposa comme la monnaie de règlement par excellence des échanges internationaux puisque à cette époque, 72% des paiements internationaux s'effectuaient en USD.

### c- L'effondrement du système de Bretton Woods

Le SMI instauré à Bretton Woods se révéla viable pendant environ un quart de siècle. Le maintien de ce régime dépendait de la confiance en la monnaie clé, à savoir le dollar.

A partir de la fin des années 50, le système s'est peu à peu dégradé puis s'est effondré lors de la crise monétaire de 1971. Plusieurs raisons peuvent expliquer cette situation :

- la décote du dollar par rapport à l'or dont le prix a augmenté sur le marché libre de l'or à Londres. En 1960, le prix de l'once est passé de 35 à 40 USD. Ceci s'expliquait principalement par les tensions inflationnistes aux Etats-Unis et les fortes fluctuations de l'offre et de la demande du dollar.

L'aide économique américaine pour la reconstruction de l'Europe après la seconde guerre mondiale (Plan Marshall) et les nombreuses dévaluations par rapport au dollar ont entraîné un déficit quasi-permanent de la balance des paiements américaine. Les banques centrales étrangères ont accumulé de plus en plus de dollars dans leurs réserves.

- au début des années 60, le déficit relativement faible de la balance des paiements américaine était principalement dû aux exportations américaines de capitaux à long terme qui correspondaient aux

<sup>7</sup> Les dévaluations de la livre sterling et du franc français ont été respectivement de 14,3% en 1967 et de 11,2% en 1969.

- Les Etats-Unis ont réagi à l'augmentation du déficit de leur balance des paiements par des mesures protectionnistes telles que la taxation des prêts à l'étranger ou encore par un contrôle accru de l'investissement direct étranger (IDE) et des crédits accordés par les banques américaines à des emprunteurs étrangers.
- Ces facteurs ont engendré la perte de la crédibilité du dollar en tant que monnaie de réserve. Il s'en est suivi des demandes massives des banques centrales étrangères auprès des Etats-Unis pour une conversion en or de leurs avoirs en dollars. Mais les Etats-Unis étaient dans l'impossibilité de satisfaire toutes ces demandes car au début des années 70, le stock d'or aux USA était au plus bas. En 1971, le stock d'or était de 10 milliards de dollars, alors que les dollars détenus par les banques centrales étrangères étaient de 50 milliards de dollars. Ainsi, le 15 août 1971, le Président Nixon a annoncé l'inconvertibilité du dollar en or et l'instauration d'une taxe de 10% aux Etats-Unis sur de nombreux produits importés. L'abandon de la parité fixe du dollar en or a entraîné l'effondrement du système de Bretton Woods.

## 1.2 LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL APRES 1971

Les décisions américaines du 15 août 1971 ont entraîné d'importants désordres monétaires dans le monde. Les gouvernements ont adopté des attitudes diverses, la plupart laissant flotter leurs monnaies sur le marché des changes. Les statuts du FMI n'étaient plus respectés par les pays membres. Des négociations se sont alors imposées afin de mettre en place un nouveau SMI.

### 1.2.1 Les accords du Smithsonian Institute

Pour limiter les inconvenients du flottement des monnaies, le 18 décembre 1971, il y a eu signature des accords du *Smithsonian Institute*. Ces accords ont permis de rétablir le système de taux de change fixe, avec des marges de fluctuation autorisées, élargies à 2,25% de part et d'autre de la parité par rapport au dollar.

En décembre 1971, le dollar a été dévalué de 7,89% par rapport à l'or et plusieurs autres monnaies ont été réévaluées par rapport au dollar de 7,4% jusqu'à 16,9%. Ces réévaluations permettaient de relancer les exportations des Etats-Unis, surtout que ce sont les Japonais et les allemands, considérés comme les concurrents les plus dangereux, qui

ont réévalué le plus leur monnaie vis-à-vis du dollar<sup>a</sup>.

Les marges de fluctuation autorisées supposent que "les écarts entre deux monnaies autres que le dollar pouvaient atteindre chaque instant 4,5%. Pour les pays de la Communauté Economique Européenne (CEE), ces écarts risquaient de compromettre la conduite de politiques européennes communes. Par exemple, l'application des dispositions de la politique agricole commune nécessite, au contraire, de très faibles variations des taux de change entre les monnaies communautaires afin de ne pas fausser les conditions de la concurrence.

En vue d'une union monétaire européenne et pour faire face aux inconvénients de l'élargissement des marges de fluctuation, les pays de la CEE décident de réduire l'écart entre leurs monnaies en mettant en place, en avril 1972, le serpent monétaire européen. Dans ce cadre, les pays de la CEE ont décidé de limiter à 2,25%, au lieu de 4,5%, l'écart pouvant séparer à chaque instant la monnaie communautaire la plus appréciée de la monnaie communautaire la plus dépréciée; l'écart maximum de chaque monnaie européenne vis-à-vis du dollar continuant d'être fixé à 2,25%. Les banques centrales de chaque pays intervenaient pour assurer le respect des marges de fluctuation en maintenant l'ensemble des monnaies européennes à l'intérieur du serpent communautaire d'un diamètre de 2,25% au maximum; ce serpent devant évoluer vis-à-vis du dollar à l'intérieur d'un tunnel d'un diamètre de 4,5% au maximum.

Ce système est peu à peu devenu trop contraignant pour certains pays européens et ne pouvait permettre de stabiliser la situation monétaire. Progressivement, plusieurs pays ont décidé de l'abandonner:

- en juin 1972, la Grande Bretagne a laissé flotter la GBP vis-à-vis du dollar et des monnaies européennes. Cette décision était expliquée par les attaques spéculatives contre la GBP : les prix intérieurs britanniques ont augmenté plus rapidement que ceux des autres pays, entraînant ainsi une détérioration de la balance commerciale,
- en janvier 1973, l'Italie a pris la même décision,
- en février 1973, une crise spéculative à l'encontre du dollar, expliquée surtout par un important déficit quasi-permanent de leur balance commerciale, a entraîné de nouveau une dévaluation du dollar de 10% par rapport à l'or,
- en mars 1973, les pays de la CEE ont décidé de maintenir le serpent monétaire, mais en le laissant flotter par rapport au dollar. Ces pays

<sup>a</sup> En 1971, le yen japonais et le deutsche mark ont été réévalués par rapport au dollar respectivement de 16,9% et 13,6%.

ont renoncé à intervenir sur le marché des changes pour soutenir le dollar. Ainsi, le serpent européen est sorti du tunnel,

- en octobre 1973, une très forte hausse du prix du pétrole a entraîné le déficit de la balance des paiements des pays importateurs de pétrole,
- en janvier 1974, la France a quitté provisoirement le serpent monétaire, puis l'a abandonné définitivement en mars 1975.

A partir de 1974, le système des parités fixes établi par les accords du Smithsonian Institute a progressivement disparu en faveur des changes flottants. Des négociations se sont alors imposées pour tenter de mettre de l'ordre dans le SMI.

### 1.2.2 Les accords de la Jamaïque

Le système de taux de change flottant est rendu officiel par les accords de la Jamaïque conclus le 6 et 7 janvier 1976. La réforme du SMI a porté sur:

- l'élimination du rôle de l'or au sein du SMI,
- le rôle prépondérant des Droits de Tirages Spéciaux (DTS)<sup>9</sup> qui sont devenus l'unité de compte officielle du SMI,
- la surveillance par le FMI des politiques de change menées par les différents pays,
- l'abandon du système de taux de change fixes et la légalisation du nouveau système de taux de change flottants. Les Etats membres du FMI étaient libres d'adopter le système de leur choix. Le taux de change pouvait être déterminé:
  - par référence aux DTS ou à un autre panier de monnaies ou encore à une monnaie internationale,
  - librement sur le marché des changes, en fonction de l'offre et de la demande,
  - par rapport à différentes monnaies à l'intérieur d'une zone monétaire dans le cadre d'une coopération monétaire pour stabiliser le taux de change comme c'était le cas des pays de la CEE à partir de 1979 avec la création de l'ECU<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Les DTS sont l'unité de compte dans les transactions et les opérations du FMI. Crées en 1969, ils sont définis par un panier de monnaies correspondant aux pays dont les exportations de biens et services ont été, en valeur, les plus élevées. Ce panier est révisé tous les cinq ans afin de tenir compte de l'évolution des échanges mondiaux.

<sup>10</sup> L'ECU (European Currency Unit) est constitué d'un panier de monnaies des principaux Etats membres de la CEE.

## 1.3 LE SYSTEME MONETAIRE EUROPEEN

Le 13 mars 1979, les pays membres de la CEE ont décidé de rétablir une zone de changes fixes en mettant en place le Système Monétaire Européen (SME). Cette décision est justifiée par un contexte marqué par des changes flottants et une récession économique consécutifs au choc pétrolier de 1973-74. Le SME reprend le principe du serpent monétaire mais avec des aménagements significatifs et des mécanismes spécifiques ayant abouti à la mise en place d'une Union Economique et Monétaire (UEM) et la création d'une monnaie unique, l'Euro.

### 1.3.1 Les mécanismes du SME

Le SME vise à assurer la stabilitation des relations de changes entre les monnaies européennes et à rapprocher les situations économiques des Etats membres.

Le SME se caractérise essentiellement par la création d'une nouvelle unité monétaire européenne, l'ECU, et par la fixité des parités de change. L'ECU est constitué d'un panier de monnaies des différents pays de la CEE, dans lequel chaque monnaie est affectée d'un poids proportionnel à l'importance économique et financière de l'Etat membre correspondant. Le cours de l'ECU dans chaque monnaie est calculé à l'aide des taux de change des devises européennes observés sur le marché des changes. Il s'agit du cours pivot ECU. De plus, des cours pivots bilatéraux, entre deux monnaies européennes, peuvent être calculés à partir des cours pivots ECU. L'ensemble de ces cours forme une grille de parités. Ainsi, chaque monnaie européenne est doublement évaluée : d'une part, par rapport à l'ECU et d'autre part, par rapport à chacune des autres monnaies.

Le SME est un système de change fixe. La valeur de chaque monnaie est définie par un cours pivot vis-à-vis de chacune des autres monnaies. L'écart instantané maximum autorisé entre deux monnaies est fixé à  $\pm 2,25\%$  de part et d'autre du cours pivot bilatéral. Le SME a prévu toutefois une certaine souplesse pour l'Italie, la Grande Bretagne, le Portugal et l'Espagne, pour qui les marges de fluctuation autorisées sont de  $\pm 6\%$ . Ces marges ont été élargies à  $\pm 15\%$  après la crise du SME en 1993. Dans un tel système, les banques centrales ont l'obligation d'intervenir sur le marché des changes pour faire respecter les marges de fluctuation fixées.

### 1.3.2 L'Union Economique et Monétaire et la mise en place de l'euro

Dans le cadre d'une UEM, la mise en place d'une monnaie européenne unique, l'euro, est rendue officielle par la signature du traité de

Maastricht en février 1992.

L'UEM est caractérisée par trois étapes :

- 1<sup>ère</sup> étape : l'abolition des barrières douanières et fiscales et l'instauration d'une totale liberté des mouvements de capitaux. Cette étape s'est terminée en 1993.

2<sup>ème</sup> étape : la création, le 1<sup>er</sup> janvier 1994, de l'Institut Monétaire Européen (IME), qui a remplacé le Fonds Européen de Coopération Monétaire (FECOM). Cet institut avait pour mission de renforcer la coordination entre les 12 pays et de préparer la création d'une Banque Centrale Européenne. Il a mené et surveillé la convergence économique des différents pays, pour faciliter l'emploi de la monnaie commune.

3<sup>ème</sup> étape : la création de l'euro le 1<sup>er</sup> janvier 1999 et l'entrée en fonction de la Banque Centrale Européenne (BCE), qui a formé, avec les banques centrales nationales, le Système Européen de Banques Centrales (SEBC). L'adhésion à l'euro est conditionnée par le respect de 5 critères de convergence: 1) stabilité des changes, 2) stabilité des prix ; taux d'inflation de référence de 3%, 3) Convergence des taux d'intérêt à long terme ; taux de référence de 8,5%, 4) déficit budgétaire < 3% PIB, 5) Dette Publique <60% PIB.

En mars 1998, le Président de la BCE a été désigné et il y a eu un accord sur la liste des pays "in", appartenant à l'UEM: 11 Pays "in" (Allemagne, France, Italie, Espagne, Portugal, Belgique, Pays-Bas, Luxembourg, Autriche, Irlande, Finlande) et 4 pays "pré-in", susceptibles d'intégrer l'UEM (Angleterre, Danemark, Suède, Grèce). Le 1<sup>er</sup> janvier 1999, l'euro est devenu la monnaie commune des 11 pays "in" en remplacement des monnaies nationales. Les parités fixes de conversion de l'euro en monnaie nationale des pays "in" ont été fixées de manière irréversible le 2 mai 1998 (cf. Tableau 1). L'ECU a ainsi été remplacé par l'euro au taux 1 EUR = 1 ECU. Le 1<sup>er</sup> janvier 2001, la Grèce a intégré l'UEM. La Slovénie a rejoint l'UEM le 1<sup>er</sup> janvier 2007<sup>11</sup>.

A partir du 1<sup>er</sup> janvier 1999, les marchés internationaux de capitaux (marchés monétaire, financier et des changes) ont basculé en euro. La BCE est ainsi devenue l'unique responsable de la politique monétaire de la zone euro.

L'euro était une monnaie de compte et de règlement. C'était une monnaie scripturale et non fiduciaire jusqu'au 1<sup>er</sup> janvier 2002.

<sup>11</sup> A la date de janvier 2007, 13 pays sont membres de la zone Euro. Les pays membres de l'UE qui ne font pas partie de la zone Euro sont : la Hongrie, la République tchèque, la Slovaquie, la Pologne, Malte, Chypre, la Lituanie, la Lettonie, l'Estonie, la Roumanie et la Bulgarie.

La période du 1<sup>er</sup> janvier 1999 au 1<sup>er</sup> janvier 2002, a été une période transitoire réglée par le principe "NIIN" (ni obligation, ni interdiction de l'usage de l'euro entre agents privés non financiers). Ainsi, les agents privés pouvaient choisir l'euro comme monnaie de règlement de leurs activités ordinaires mais ils n'étaient pas obligés de le faire. Les monnaies nationales gardaient leur cours légal pour les transactions cash sur leurs territoires nationaux respectifs.

Le 1<sup>er</sup> janvier 2002, les premiers billets et pièces en euro ont été mis en circulation et ont cohabité avec les monnaies nationales jusqu'au 17 février 2002, date à laquelle il y a eu suppression du cours légal des billets et pièces libellés en monnaies nationales.

Tableau 1 : Liste des parités fixes de l'EUROLAND

Pays	Parités fixes
Allemagne	1 EUR= 1.95583 DEM
France	1 EUR= 6.555557 FRF
Italie	1 EUR= 1936.27 ITL
Espagne	1 EUR= 166.386 ESP
Portugal	1 EUR= 200.482 PTE
Belgique	1 EUR= 40.3399 BEF
Luxembourg	1 EUR= 40.3399 LUF
Pays Bas	1 EUR= 2.20371 NLG
Autriche	1 EUR= 13.7603 ATS
Irlande	1 EUR= 0.787564 IEP
Finlande	1 EUR= 5.94573 FIN
Grèce	1 EUR= 340.750 GRD
Slovénie	1 EUR= 239.640 SIT

## 1.4 LES AVANTAGES ET INCONVENIENTS DES RÉGIMES DE CHANGEFIXE ET FLOTTANT

### 1.4.1 Le régime de change fixe

Dans le sens le plus large, le régime de change fixe est défini comme un système de rattachement de la monnaie nationale à une devise ou à un panier de devises avec une parité fixe (USD, EUR, DHS ou autres paniers). Le choix des devises de rattachement se fait en fonction de la structure du commerce extérieur.

#### a- Caractéristiques

- Les autorités monétaires déterminent un taux fixe pour la conversion de la monnaie nationale en devises étrangères. Le taux de change doit s'établir à la valeur définie par la parité ou à une valeur très proche ne dépassant pas les marges de fluctuation prévues par les accords monétaires ( $\pm 1\%$  par exemple).
- Si le cours de la monnaie nationale varie au delà des marges de fluctuation autorisées, la banque centrale doit intervenir directement sur le marché des changes en achetant ou en vendant sa propre monnaie afin de limiter sa baisse ou de freiner sa hausse. Ces interventions peuvent être accompagnées, si nécessaire, d'actions indirectes de la banque centrale par l'intermédiaire des taux d'intérêt en affectant les mouvements de capitaux étrangers, ou par l'intermédiaire de mesures techniques visant à corriger l'écart par rapport à la parité définitive.

- Si les autorités monétaires ne peuvent pas ou, le cas échéant, ne veulent pas défendre la parité de la monnaie nationale définie, elles doivent la modifier en procédant à une dévaluation (diminution de la valeur de la monnaie nationale par rapport à l'étalon de référence) ou à une réévaluation (augmentation de la valeur de la monnaie nationale par rapport à l'étalon de référence).

#### b- Avantages

- L'accroissement des échanges internationaux : le taux de change varie dans une marge très étroite autour de la parité retenue, ce qui entraîne une bonne connaissance des recettes des exportations et des coûts des importations.
- Une meilleure maîtrise des fondamentaux économiques : la volonté de préserver le système de change fixe impose aux pays une discipline leur permettant d'assurer une convergence des principales variables (prix, déficit budgétaire, ...) avec celles du ou des pays dont la devise sert de référence. Les pays qui ont adopté

une caisse d'émission, comme l'Argentine en 1991, ont connu des périodes d'hyper-inflation<sup>12</sup> et ont cherché, à travers ce système, à rétablir la crédibilité des autorités monétaires et à réduire ainsi les anticipations inflationnistes.

#### c- Inconvénients

- Pour être efficaces, les actions de la banque centrale doivent être massives pour affecter le niveau du taux de change étant donné l'importance des capitaux privés échangés sur le marché des changes. Ainsi, la banque centrale doit posséder des réserves de change importantes, ce qui constitue un montant de liquidités inutilisables pour le commerce international.
- La politique monétaire est inefficace et ne peut plus être utilisée par les autorités monétaires comme instrument de guidage. La politique monétaire est totalement dépendante de celle du pays émetteur de la monnaie de rattachement<sup>13</sup>. En effet, si le taux d'intérêt du pays émetteur augmente, les fuites de capitaux obligent la banque centrale à intervenir sur le marché des changes. Ceci entraîne une contraction de la masse monétaire et donc une baisse de l'activité. Le régime de change fixe entraîne donc une perte d'autonomie de la politique monétaire pour un pays ouvert aux flux de capitaux<sup>14</sup>. Dans les cas extrêmes de stricte fixité de taux de change, comme la dollarisation, les pays renoncent à leur souveraineté en matière monétaire.

- Les taux de change peuvent être maintenus à des niveaux incompatibles avec les fondamentaux économiques. Les retards d'ajustement<sup>15</sup> des taux de change créent des distorsions de compétitivité. En effet, en cas de surévaluation, les entreprises exportatrices sont pénalisées, ce qui entraîne un déficit extérieur pour le pays concerné. Ces retards sont aggravés par le caractère politique de la décision de dévaluer, perçue comme un indicateur de l'échec du gouvernement.

<sup>12</sup> Les taux d'inflation en Argentine étaient de 431,6% en 1988, 5386% en 1989 et 798,4% en 1990. En 1999, le taux d'inflation est passé à -3,8%.

<sup>13</sup> Des conflits sur la conduite de la politique monétaire au sein du SME opposant l'Allemagne aux autres pays européens ont entraîné une crise en 1993. Cette crise a renforcé la viabilité d'un régime de change fixe avec marges de fluctuations étroites.

<sup>14</sup> Il s'agit du fameux triangle de Mundell ou triangle d'incompatibilité selon lequel un pays ne peut concilier à la fois un taux de change fixe, une politique monétaire indépendante et la liberté des mouvements de capitaux.

<sup>15</sup> Dans un régime de change fixe, un ajustement de taux de change se fait par une décision de la banque centrale de réévaluer ou de dévaluer la monnaie locale.

- Dans un régime de change fixe, la spéculation est pratiquement sans risque quand un changement de parité est de plus en plus probable. Les attaques spéculatives contre les monnaies susceptibles d'être dévaluées entraînent une instabilité accrue des marchés. Le spéculateur qui attaque une monnaie<sup>16</sup> est dans une situation asymétrique favorable : si la parité est modifiée, ses anticipations se réalisent et son gain est important ; si la monnaie attaquée résiste et la parité reste inchangée, la perte du spéculateur est limitée aux coûts de transactions.

#### 1.4.2 Le régime de change flottant

Lors de sa mise en place, le régime de change flottant était supposé ne présenter que des avantages et il devait combler les lacunes du régime antérieur. En fait, la pratique du flottement a mis en évidence un inconvénient important lié à l'instabilité accrue des taux de change. Actuellement, les grandes monnaies internationales, en l'occurrence le dollar américain, l'euro et le yen japonais, ne sont liées entre elles par aucun accord. Le dernier régime de change fixe qui gérait la relation entre quelques grandes monnaies a disparu au profit de la création de l'euro.

##### a- Caractéristiques

Deux cas sont à distinguer :

- Le flottement pur ou flottement libre : le cours est déterminé sur le marché des changes, par le seul jeu des offres et des demandes des agents économiques privés. Il n'y a aucune intervention de la banque centrale.
- Le flottement impur ou flottement géré : il n'y a pas d'intervention obligatoire de la banque centrale sur le marché des changes. Cependant, elle peut intervenir ponctuellement sur le marché des changes pour régulariser le cours de sa monnaie, par des ponctions ou des injections de devises. Les interventions de la banque centrale peuvent être isolées ou en concertation avec d'autres banques centrales.

##### b- Avantages

- Les banques centrales n'ont plus l'obligation de détenir d'importantes réserves de change puisque leur intervention sur le marché des changes n'est plus obligatoire.

- Une limitation des mouvements spéculatifs dans la mesure où une erreur d'appréciation de l'évolution future des cours peut engendrer des pertes considérables pour les spéculateurs.
- Les politiques monétaires des pays sont plus autonomes puisque la stabilité du taux de change n'est plus une contrainte impérative.
- Les cours sont supposés refléter la réalité économique de chaque pays dans la mesure où ils sont déterminés par le jeu de l'offre et de la demande.

- ##### c- Inconvénients
- Les mouvements de taux de change ramènent la balance des paiements à l'équilibre d'une façon plus ou moins automatique. En cas de déficit, la demande de devises sur le marché provoque une dépréciation de la monnaie nationale qui rend les produits domestiques moins chers pour l'étranger et les produits étrangers plus chers pour les nationaux. L'ajustement intervient en sens inverse dans le cas d'un excédent.
  - Les cours de change enregistrent une volatilité plus grande, ce qui peut avoir une influence négative sur le commerce international et sur les investissements. En effet, les cours n'étant pas connus à l'avance, il existe un risque de change contre lequel il faut se protéger.
  - L'incertitude et le coût associé des opérations de couverture tendent à faire augmenter les prix et à renforcer l'inflation.

<sup>16</sup> Le spéculateur effectue une vente massive de la monnaie attaquée. Pour défendre sa monnaie, la banque centrale vend les devises jusqu'à épuisement de ses réserves de change. Dans ce cas, elle sera contrainte de dévaluer sa monnaie.