

## **COMMENTAIRE**

par Richard Erb (\*)

M. Heller débute sa communication en exposant brièvement le déclin de l'importance relative de l'économie américaine en termes de PNB ou de part dans les exportations mondiales. Ces données se trouvent dans les tableaux 1 et 3 respectivement. Comme je l'ai parfois souligné il ne s'agit pas d'une tendance qui puisse nous inquiéter. Tel serait le cas par contre si l'économie américaine ne disposait pas encore d'une avance relative.

La tâche entreprise par M. Heller d'évaluer la position occupée au cours des années par le dollar dans le système monétaire international, n'est pas aussi simple que l'on pourrait le croire. La première raison de cette difficulté tient à ce que le dollar remplit plusieurs rôles. Bien que ces divers rôles soient reliés entre eux, il s'agit de fonctions distinctes du point de vue analytique. En outre les données chiffrées complètes qui pourraient permettre de mesurer la position occupée par le dollar dans ses diverses fonctions ne sont disponibles ni pour la période passée, ni pour les années récentes.

J'aimerais expliciter plus clairement les divers rôles joués par le dollar en reprenant ce que dit implicitement M. Heller dans son intervention :

---

(\*) Fonds monétaire international.

- unité de compte pour la facturation des échanges internationaux ;
- unité de compte pour coter les produits, les biens et les services (les cours du pétrole par exemple) ;
- unité de compte pour évaluer les actifs et les passifs financiers ;
- norme de référence à laquelle les monnaies étrangères sont rattachées ou par rapport à laquelle ces pays évaluent leur propre monnaie ;
- monnaie de transaction.

Comme l'explique M. Heller, le rôle international joué par le dollar dans chacune de ces fonctions se trouve actuellement réduit du fait de l'utilisation croissante des autres devises étrangères et également du rôle des monnaies composites ou des divers « paniers » monétaires tels que les « Droits de tirage spéciaux ». Que devons-nous faire en face de cette évolution ? Trop souvent je le crois, on présume que la position actuellement occupée par le dollar dans toutes ces fonctions reflète l'affaiblissement général de cette monnaie sur les marchés des changes internationaux, c'est-à-dire que la cote du dollar a baissé par rapport aux autres monnaies sur les marchés des changes.

Outre les facteurs exposés dans le texte de l'auteur, j'ajouterai pour ma part que l'importance relative jouée par le dollar dans ses divers rôles s'est trouvée influencée par d'autres facteurs dont :

- le relâchement des contrôles directs ou indirects que les divers pays exerçaient sur les opérations bancaires et les capitaux ;
- l'augmentation du volume des marchés financiers nationaux fonctionnant dans les différents pays ;
- le développement dans les divers pays de structures financières plus diversifiées ;
- le changement d'attitude des pouvoirs publics nationaux par rapport aux rôles joués par leur propre monnaie sur le plan international ;
- les changements constatés dans la capacité des pouvoirs publics nationaux d'influencer le rôle que leur propre monnaie joue au-delà de leurs frontières.

Bien que l'auteur reconnaisse qu'on ne peut relier directement la baisse de l'importance relative du dollar à la tenue ou à la faiblesse de cette monnaie. M. Heller accorde une grande influence à ses fluctuations et à la baisse de sa valeur sur la place relative qu'il occupe dans les divers rôles que nous avons mentionnés ci-dessus. Toutefois étant donné les fluctuations et les baisses enregistrées pour le dollar durant la dernière décennie, et étant donné l'évolution du PNB américain et celle des échanges que nous avons mentionnées, je suis surpris que le rôle relatif du dollar n'ait pas diminué pour certains usages encore plus dramatiquement. Par exemple, et à la différence de ce que dit M. Heller, en ce qui concerne la part relative occupée par le dollar dans le montant des avoirs en

devises des Banques européennes, je ne pense pas que la baisse enregistrée (de 78 % en 1970 à 69 % en 1980) soit tellement importante, spécialement lorsque l'on sait que le dollar était surévalué en 1970 et qu'il était peut-être coté en dessous de sa valeur réelle en 1980. En outre et toujours à la différence de ce que pense M. Heller, en ce qui concerne l'importance relative occupée par le deutsche Mark, les progrès réalisés par cette monnaie (de 11 % à 16 % au cours de la dernière décennie) me paraissent étonnamment faibles.

M. Heller conclut en s'interrogeant sur le rôle futur du dollar, sur la stabilité des taux de change et du système. L'Administration Reagan considère la stabilité des prix intérieurs américains comme une condition nécessaire mais non suffisante pour atteindre ce double objectif. La stabilité des prix aux Etats-Unis et dans les autres pays à « monnaie-clé » augmenterait évidemment celle du système monétaire international. J'ajouterai que le nombre des pays à « monnaie-clé » dépendra fortement du nombre et de l'importance des pays qui seront capables d'assurer la stabilité de leurs prix intérieurs.

Même si la stabilité des prix et celle des taux de change sont réalisées, il est vraisemblable que l'importance relative du dollar continuera à baisser.

Par exemple, à mesure que les marchés financiers intérieurs du Japon s'élargiront et que le gouvernement relâchera son contrôle sur les capitaux et les opérations bancaires, il est probable que la part relative du yen augmentera, même si le taux de change du dollar par rapport au yen reste stable.



## COMMENTAIRE

par Alain Cotta (\*)

Comment ne pas être d'accord sur toutes les justifications qu'apporte Robert Heller à son sentiment optimiste sur le rôle actuel et futur du dollar dans un système monétaire international ? Comment ne pas le suivre lorsqu'il écrit que des possibilités d'exportation inexploitées existent encore pour les USA ? Comment ne pas constater avec lui que le dollar reste la monnaie de règlement préférée chaque fois que les échanges sont évalués en d'autres monnaies que celles du pays exportateur ? Et, comment, alors, ne pas penser, comme lui, que la position du dollar vis-à-vis du mark et du franc suisse devrait se stabiliser et que celle du yen est sous-évaluée ? Comment, enfin, pour ne considérer que les raisons essentielles de son diagnostic final, ne pas acquiescer à la constatation, de nature historique, selon laquelle le rôle mondial du dollar a toujours varié en corrélation étroite avec celui de sa valeur extérieure, autrement dit de son taux de change ?

Mais, faut-il pour autant en arriver à la même conclusion que celle qu'il nous propose : dans un système monétaire international caractérisé par une multiplicité de devises-clé, le dollar ne serait rien d'autre que le premier parmi ses semblables (*primus inter pares*) ?

Faut-il mettre cette dernière conclusion sur le compte des indiscutables qualités diplomatiques de M. Heller ou sur celles de son extrême

---

(\*) Professeur à l'université Paris-Dauphine.

courtoisie d'hôte de notre pays ? Nous aimerions personnellement le croire tant nous paraissent non seulement forts mais souvent retenus les arguments de M. Heller et, de ce fait, beaucoup trop irénique sa vision d'un futur où le monde vivrait à la fois de la force du dollar et de celle de beaucoup d'autres monnaies.

On aimerait lui présenter *deux* observations à ce sujet. *La première* est que M. Heller paraît sous-estimer ce que serait l'évolution du dollar dans ses différentes manifestations (taux de change, rôle dans les réserves et dans le règlement des échanges...) dans l'hypothèse où le programme économique du Président Reagan serait réussi autant que celui-ci l'avait présenté au moment de sa campagne électorale et dès après son succès. Si l'inflation américaine retrouve de façon durable son ancien pallier, si l'investissement interne reprend en même temps que l'épargne, on ne voit pas pourquoi le dollar ne reprendrait pas lentement la place qui était la sienne avant les années 70.

Cette éventualité vaut d'être envisagée d'autant plus que le sort des pays européens ne paraît pas, lui, soumis à l'heure actuelle à des politiques qui présenteraient les mêmes caractéristiques (détermination, impact psychologique) que la politique américaine. En fait, un nombre élevé de considérations d'ordre économique, politique ou financière laisse penser que les années 80 risquent fort d'être pour l'Europe ce que furent les années 70 pour les Etats-Unis : une décennie d'effacement relatif. Si à la vigueur retrouvée d'une politique économique américaine s'ajoutent les hésitations de l'Europe, sans même évoquer les vicissitudes toujours possibles de l'affaire polonaise, le dollar serait à la fin des années 80 bien autre chose que le « primus inter pares ». D'où notre *deuxième* réticence.

L'évolution actuelle du système monétaire international a montré, ces derniers mois, quels seraient les problèmes auxquels s'exposerait l'économie mondiale si le dollar ne devenait par trop fort. Il en existe au moins trois qui valent d'être évoqués. Le premier, sans doute le plus important, est celui d'un endettement mondial dont le sort est très différent selon que la monnaie-clé (en l'occurrence le dollar) est faible — comme durant les années 70 — ou fort — comme il le serait durant les années 80 si l'Amérique réagit selon les voies empruntées jusqu'ici. On sait que toute l'économie mondiale repose, à l'heure actuelle, sur une augmentation de l'endettement international dont le taux de croissance est, pour les 3 ou 4 dernières années, supérieur à 30%. On sait aussi que la répartition de cet endettement selon les pays débiteurs est très inégalitaire et qu'un petit nombre de pays en voie de développement sont particulièrement endettés. L'avantage d'une monnaie-clé faible — telle que le fut le dollar durant les années 70 — est de faciliter, selon le célèbre modèle keynésien de la monnaie fondante, l'amortissement de cet endettement. Le dollar faible a permis jusqu'ici le jeu au plan mondial du fameux effet de levier.

Qu'en serait-il si le dollar persistait dans sa force actuelle ? Croit-on vraiment que certains pays pourraient continuer à s'acquitter de leurs engagements (intérêts, remboursements) ? Ne doit-on pas craindre que quelques défaillances importantes ne se propagent au travers d'un système bancaire resté presque purement privé ? Et, ne doit-on pas, en tout état de cause, s'attendre à ce que la prudence des banques ne conduise à la réduction de la croissance de l'endettement et, donc, à celle de l'économie mondiale.

Une seconde difficulté aura été, en ces deux jours, trop souvent évoquée pour qu'il soit nécessaire de la mentionner sans, pour autant, y insister : il s'agit des conséquences économiques et surtout sociales d'une politique monétaire américaine qui oblige les taux d'intérêt de la plupart des nations européennes de s'élever à des niveaux qui mettent en cause la propension à investir. Les Américains ont tout à fait raison de faire remarquer que nos plaintes se succèdent en ordre plus que dispersé puisqu'après avoir incriminé la faiblesse du dollar dans les années 70, les pays européens se mettent à se plaindre de sa force aujourd'hui. Reste qu'ils ne pourraient et, ce, d'autant que le succès de leur politique serait affirmé, négliger les difficultés sociales que pourrait connaître toute l'Europe dans les années qui viennent.

Une troisième et dernière question aurait mérité d'être évoquée par M. Heller : celle de la capacité d'un système monétaire international dont la base serait un dollar fort à créer autant de liquidité mondiale qu'il en ait besoin pour que l'équilibre économique et politique du monde soit assuré dans les années qui viennent. Doit-on penser que le programme actuel a vu son contenu particulièrement bien défini dans une des versions du programme que les Américains appellent eux-mêmes « Reaganomics » (1). On trouve, en effet, dans cette version, l'affirmation selon laquelle un système monétaire « multilatéral » serait d'autant plus viable que limité en fait à trois monnaies, dollar, mark, yen et régulé par un accord quasi-permanent des trois banques centrales des pays considérés (ce qui s'intitule un accord tripartite). Un tel programme semble tout à fait légitime et conforme à l'évolution actuelle de l'économie mondiale. Reste précisément à savoir s'il sera facilement mis en œuvre dans l'hypothèse où le dollar reste relativement fort durant la décennie à venir.

---

(1) John Cuddington et Ronald McKinnon : « The United States and the world economy », *In The economy in the 1980s*, Institute for contemporary studies, 1980.

## COMMENTAIRE

par Philippe Jurgensen (\*)

M. Robert Heller nous a fait un excellent rapport, ce qui ne me surprend pas. Mais sa philosophie est quelque peu « diplomatique » : pour lui, le dollar est fort mais sans excès ; il ne serait qu'un « primus inter pares »...

En réalité, je crois que l'on doit reconnaître — que ce soit pour s'en inquiéter ou pour s'en réjouir — que le dollar continue à jouer un rôle prééminent dans le système monétaire international ; en revanche, le taux de change élevé du dollar actuel me paraît, lui, plus fragile. Mais en tout état de cause la reconstruction nécessaire du système monétaire international devra tenir compte de la place et de l'évolution particulière de cette monnaie.

### Le dollar reste dominant dans le système des paiements internationaux

Le début de la conclusion de M. Heller : « the US dollar will continue to play a preeminent leadership role » me paraît plus vrai que sa fin : « a first among *equals* » — ce serait l'égalité du pot de terre et du pot de fer ! En fait s'il est permis de faire succéder une image à une autre,

---

(\*) Sous-directeur, direction du Trésor, ministère de l'Economie, Paris.

le dollar ressemble à un roi entouré de vassaux parfois turbulents, mais petits.

**Certains éléments de rééquilibrage sont, il est vrai, à l'œuvre depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale**

Le premier de ces éléments est l'accroissement de la part de l'Europe dans la production et les ressources mondiales qu'a bien montré M. Heller. On peut cependant se demander si l'Europe n'est pas en train d'accumuler un nouveau retard dans le démarrage de la « 3<sup>e</sup> révolution industrielle » ; M. Bela Balassa a souligné à juste titre dans son rapport le maintien de l'avance technologique américaine par rapport aux pays européens.

La baisse du taux d'investissement dans la plupart des pays européens dans la deuxième moitié des années 1970 et la croissance plus rapide aux Etats-Unis qu'en Europe sur la même période vont dans le même sens.

- Un deuxième élément est le rôle accru de l'Europe dans le commerce mondial ainsi que l'apparition de monnaies de facturation autres que le dollar. Il est intéressant de remarquer que les grands pays du « Groupe des V » (sauf le Japon) sont avec la Suisse les seuls à facturer dans leur propre monnaie au moins 50 % de leur commerce extérieur total ; par contraste les pays de l'OPEP qui ne facturent aucune prestation dans leur propre monnaie restent des « nains monétaires ».

- Enfin, le pouvoir monétaire s'est quelque peu diversifié. Si l'on se réfère par exemple au panier de cinq monnaies que comporte le droit de tirage spécial (DTS), le dollar représente encore 42 % du panier, mais les autres monnaies y sont majoritaires.

**Cependant, la répartition des forces reste fondamentalement inégale**

Ce qui frappe l'observateur, c'est qu'il n'y a pas eu de baisse du rôle monétaire du dollar proportionnelle à la diminution de la part des Etats-Unis dans des grandeurs comme le produit national brut et le commerce mondial : en termes macro-économiques, la part des Etats-Unis mesurée par ces indicateurs a diminué environ de moitié alors qu'en termes monétaires, comme l'a fait remarquer M. Erb tout à l'heure, la part du dollar a très peu diminué.

J'examinerai successivement six indicateurs de cette dominance monétaire persistante du dollar :

*Sa part dans les réserves internationales.* Elle reste prédominante : 76 % des avoirs privés sur l'euro-marché sont libellés en dollar ; quant aux avoirs publics, selon le dernier rapport annuel du FMI, sur 371 milliards de dollars de réserves officielles en devises au 31-12-80, 270 soit 72,7 % étaient libellés en dollar.

*La lenteur des progrès de la diversification (1) :* il est vrai que les pays de l'OPEP ont à la fin de la dernière décennie amorcé une politique de diversification de leurs avoirs de réserve, en bonne partie du fait de la faiblesse du dollar ; mais les diversificateurs se sont quelque peu « brûlé les doigts » en 1980, lorsque la hausse du dollar a réduit la valeur relative de leurs autres avoirs. Aussi a-t-on assisté à une remontée de la part des placements en dollars : selon les derniers chiffres de la Banque des règlements internationaux, la part du dollar est de 69 % dans le stock des avoirs des eurobanques mais s'est élevée en termes de flux (accroissement des avoirs) à 80 % en 1980, soit 91 milliards sur un accroissement total de 111 milliards. Au demeurant, c'est en grande partie à cause des effets de valeur et non d'une baisse en termes réels que la part des placements en dollars semblait diminuer dans les tableaux distribués par M. Heller qui se réfèrent aux chiffres de 1979 année où le dollar était déprécié.

Par ailleurs, beaucoup d'experts considèrent que les pays de l'OPEP ne souhaitent pas détenir plus de 10 à 20 % de devises autres que le dollar ; par conséquent, les motifs de « portefeuille » évoqués par M. Heller comme contribuant à la diversification sont sans doute limités.

*L'alignement de fait de certaines monnaies sur le dollar est également une raison du pouvoir monétaire américain.*

Au-delà de l'analyse juridique des monnaies de rattachement déclarées au FMI, il existe en effet un grand nombre de monnaies qui sont rattachées de fait au dollar parce qu'elles dépendent étroitement de cette monnaie pour leurs règlements extérieurs ou qu'elles suivent une politique d'ancrage (« pegging ») dans leur monnaie sur la monnaie américaine : c'est le cas de nombre de pays en développement, des pays pétroliers et même de pays membres du SME ou proches de celui-ci.

*On doit également remarquer qu'en pratique le dollar reste la véritable « monnaie centrale » du système.*

Le SME ne peut fonctionner en effet sans un dénominateur commun ou une « plaque tournante » des échanges. Les cambistes comme les banques centrales pensent et interviennent presque toujours en dollars,

---

(1) Il est vrai qu'à la diversification des avoirs s'ajoute aussi un phénomène de délocalisation en direction des banques off-shore ; mais cette délocalisation pose plutôt le problème des conséquences des réglementations restrictives nationales (par exemple l'interdiction de détenir des dépôts en devises étrangères dans des banques sur le sol américain) ; il s'agit en tout cas d'une diversification géographique qui s'accompagne rarement d'une diversification monétaire.

calculent les parités croisées à partir du dollar, etc. La seule exception notable est le SME où les banques centrales des pays-membres interviennent — mais pour 1/3 seulement environ de leurs opérations — en monnaies européennes.

*Le fait que les Etats-Unis sont le seul grand pays à n'avoir pratiquement pas de réserves en devises est également révélateur.*

A la fin de 1979, ils possédaient seulement 3,8 milliards de dollars de réserves en devises tierces, c'est-à-dire environ quatre jours d'importations, alors que les autres pays développés possèdent en général des réserves en devises couvrant plusieurs mois d'importations. A la fin de 1980, ayant changé quelque peu leur politique traditionnelle (2) et porté leurs avoirs en devises tierces à 10,1 milliards de dollars, les Etats-Unis possédaient encore moins de 3% des réserves mondiales en devises, ce qui est peu pour la principale puissance monétaire du monde.

Cette situation traduit naturellement non le manque de moyens des Etats-Unis mais une politique délibérée : les Etats-Unis détiennent leurs réserves pour l'essentiel exclusivement en or et n'interviennent, lorsqu'ils le font, qu'avec des devises empruntées (cf. Plan Carter à la fin de 1978).

*Enfin, les Etats-Unis sont le seul pays qui peut déclarer comme l'a fait publiquement le sous-secrétaire au Trésor devant le Joint Economic Committee du Congrès en mai dernier qu'ils n'ont pas de politique de change et qu'ils ont pour intention de n'intervenir sur les marchés des changes que les jours, on espère fort rares, où l'on tente d'assassiner le Président !*

En réalité, si les Etats-Unis peuvent se permettre de ne pas avoir de politique de change c'est que les autres participants au Système monétaire européen sont appelés à en avoir une pour eux et à supporter la charge des interventions nécessaires.

\*\*

Au total, je ne crois pas qu'il soit exact de dire que « le dollar a largement perdu son rôle comme standard de référence ». En revanche, il me semble vrai de dire, comme le fait M. Heller, que le dollar est d'autant plus utilisé qu'il est plus fort sur le marché des changes (l'inverse étant vrai également). C'est pourquoi, tout en restant une monnaie puissante, le dollar a connu une période de faiblesse cumulative de 1977 à 1979 et une période de force cumulative en 1980 et 1981. D'où l'intérêt de la question de savoir si le dollar va rester dans l'avenir aussi fort qu'il l'est actuellement sur les marchés des changes.

---

(2) Cette inflexion de la politique du Federal Reserve System en 1980 semble d'ailleurs devoir être sans lendemain.

## **Le dollar peut s'affaiblir dans l'avenir**

Les marchés des changes semblent croire à la persistance des cours très élevés du dollar contre toutes monnaies pendant une assez longue période en liaison avec les taux d'intérêt très élevés qui règnent aux Etats-Unis. Il est vrai que le dollar a suivi une ascension vertigineuse sur le marché des changes depuis 18 mois ; du 31 décembre 1979 au 31 août 1981, il a monté de :

- + 16 % contre DTS ;
- + 30 % contre écu ;
- + 45 % contre franc ;
- + 43 % contre mark.

*Les analystes perçoivent nombre de raisons pour que les cours élevés du dollar se poursuivent :*

1) *La politique des taux d'intérêt élevés des autorités monétaires américaines semble devoir persister* : les monétaristes l'emportaient pour le moment sur les « supply-siders » dans la réflexion économique ; très peu de progrès sont faits dans l'emploi d'instrument plus diversifié pour contrôler la croissance de la masse monétaire et le Federal Reserve System manifeste une ferme volonté d'atteindre le bas plutôt que le milieu de la fourchette pour la croissance des agrégats monétaires.

2) *Les aléas politiques jouent dans le même sens* : Pologne, Moyen-Orient et divers facteurs de tension Est-Ouest qui ne paraissent pas actuellement en voie d'atténuation.

3) *Les conséquences de la nouvelle politique économique américaine exercent souvent un effet pervers* : c'est lorsque les indicateurs de hausse des prix et de croissance de la masse monétaire montent, traduisant le risque d'un échec de la politique Reagan, que paradoxalement le dollar est le plus fort sur le marché des changes, car on s'attend à de nouvelles mesures restrictives. Par ailleurs le déficit budgétaire reste élevé, le marché ne croit pas à sa réduction ; et le taux d'inflation sous-jacent est sans doute plus élevé que ne nous le montre l'indice général des prix (CPI), dont on connaît les faiblesses.

4) *La faiblesse relative des pays européens* est un facteur supplémentaire de hausse des cours de change du dollar notamment les déficits budgétaires des pays européens (4,5 % du PNB en Allemagne, 10 % du PNB pour certains petits pays) sont beaucoup plus élevés qu'aux Etats-Unis où le déficit n'atteint que 0,8 % du PNB. Même le Japon, avec un déficit de 3 % du PNB est beaucoup moins sage dans ce domaine que les Etats-Unis. *Malgré tous ces éléments, je ne crois pas pour ma part qu'il faille s'attendre au maintien pendant très longtemps de cours exagérément élevés du dollar.*

La faille se situe en effet dans l'évolution de la balance des paiements américaine. Certes, celle-ci est actuellement en très bonne position, ce qui a d'ailleurs contribué à la hausse du dollar : équilibrés en 1980, les paiements courants devraient être en excédent en 1981 de 5 milliards de dollars selon l'OCDE et de 9 milliards selon le FMI. Mais tous les experts prévoient un retournement en 1982 : selon le FMI le solde de la balance des paiements américaine serait de -1 milliard de dollars en 1982. Cette détérioration prévisible s'explique par deux causes principales :

— le très fort excédent enregistré au titre des services ne peut croître indéfiniment ; or, jusqu'à maintenant, les Etats-Unis ont résolu une partie de leurs problèmes en multipliant par six en 15 ans le solde excédentaire de leurs revenus de capitaux ;

— d'autre part, la balance commerciale américaine sera affaiblie par les progrès trop lents de productivité au cours des dernières années et surtout par la *surévaluation du dollar* : lorsque 1 dollar vaut comme aujourd'hui 2,42 marks et 232 yens il est clair que la parité du pouvoir d'achat n'est pas atteinte. L'analyse des indicateurs habituels de compétitivité reflète ce problème. Ainsi les prix de détail à l'étranger traduits en francs ont augmenté en un an (juillet 1980 à juillet 1981) de 57 % aux Etats-Unis, de 25 % en Grande-Bretagne mais de 8,3 % seulement en Allemagne fédérale. Les courants d'achat ne pourront pas manquer d'être modifiés par des écarts de compétitivité aussi considérables. •

Or, ce sont les règlements de transactions courantes qui forment malgré tout la trame quotidienne des opérations sur le marché des changes. Si la balance des paiements américaine se retourne et si un déficit réapparaît, il « cassera » la force du dollar sur le marché des changes et pourra conduire un renforcement des anticipations défavorables au dollar et à un processus cumulatif de dépréciation.

M. Aglietta a très bien rappelé à cet égard la place qu'accorde la théorie moderne à l'incidence des mouvements des paiements courants sur les anticipations et sur le marché des changes.

Certes, ce scénario n'est pas sûr : l'inflation peut rester très forte et conduire à des risques monétaires et à des taux d'intérêt tellement élevés qu'ils maintiendront le dollar à un taux de change ; ou bien une récession marquée peut se produire, conduisant à un ralentissement des importations.

Mais dans l'ensemble, je crois plus vraisemblable qu'une détérioration d'ailleurs modérée de la balance des paiements courante américaine finira d'ici quelques mois par interrompre le cycle cumulatif d'appréciation du dollar. S'il en est bien ainsi, il sera peut-être possible d'amorcer une nouvelle phase de discussion sur la reconstruction du SMI.

## **Il est malgré tout permis de penser à une reconstruction du SMI**

La reconstruction d'un Système monétaire international sur les ruines du « non-système » actuel reste possible et nécessaire, même si le dollar tend à s'affaiblir — ou peut-être précisément à cause de cet affaiblissement : l'expérience montre en effet qu'on ne parle jamais sérieusement de réformer le SMI quand le dollar est fort ; l'échec du compte de substitution au printemps 1980 l'a montré une nouvelle fois.

Cette reconstruction du SMI pourrait emprunter l'une des deux voies suivantes :

### **La voie d'un SMI multipolaire**

C'est celle qui est envisagée dans le rapport de M. Heller. Il y aurait alors des blocs monétaires — dollar, SME, yen, peut-être rouble — dont il faudrait organiser les rapports entre eux mais qui à l'intérieur comporteraient des relations de change fixes ou stables autour d'une monnaie centrale. Pour employer une image, on pourrait dire qu'il s'agirait d'organiser la « dérive des continents monétaires ».

Bien sûr, le développement du SME contribue à l'édification d'un tel système multipolaire. J'ai cependant pour ma part des doutes sur la possibilité de la mener à son terme. En effet, d'une part les différents pôles servant de point d'appui à ce système ne sont pas de force égale ; il y aurait donc un déséquilibre au départ. D'autre part tout système oligopolistique est par nature fragile et menacé d'instabilité chronique.

### **La voie d'un Système monétaire international recentré**

Il s'agirait alors, revenant à l'esprit sinon à la lettre du système de Bretton-Woods et à la vérité de tout système monétaire international organisé, de mettre au centre du système un étalon unique. Selon le choix de cet étalon, trois versions sont possibles :

1) recentrage autour du dollar, mais avec un Fonds monétaire international exerçant réellement ses obligations de « ferme surveillance » — c'est-à-dire retour au Système de Bretton-Woods ;

2) recentrage autour du droit de tirage spécial (DTS), qui devait d'après les accords de la Jamaïque en janvier 1976 devenir l'« actif central de réserve » du système. Cependant, le total des DTS en circulation n'est que de 22 milliards, soit seulement 2% des réserves nationales (or compris) ; et la complexité du système du panier de monnaies contribue aussi à faire de cette solution une solution réservée à un avenir lointain ;

3) recentrage autour de l'or ? Certes, il s'agit comme l'ont dit certains d'une « relique barbare » et son usage présenterait des inconvénients politiques et économiques. Cependant, l'or semble revenir en faveur, notamment avec les thèses de M. Laffer et des « supply-siders ». Il est douteux que l'on réintroduise l'étalon-or, mais il n'est pas impossible que l'idée de gager en partie en or la circulation monétaire intérieure aux Etats-Unis connaisse de nouveaux progrès.

\*

\*\*

Il est bien sûr difficile de prédire dans laquelle de ces deux grandes voies le SMI s'engagera finalement.

Pour ma part, j'ai tendance à penser que nous aurons successivement les deux. Comme le dit Jean-Paul Sartre « tout classicisme suppose un romantisme antérieur ». Après le romantisme multipolaire, connaissons-nous donc le classicisme du retour à un étalon mondial unique ?

