

Les faux privilèges du dollar

1. - On accuse souvent les Etats-Unis d'avoir le privilège régalien de battre monnaie « à l'échelle internationale » et de pouvoir ainsi payer facilement leurs dettes en « papier-monnaie », ce qui leur permettrait — dit-on — de maintenir des déficits chroniques de leurs balances des paiements, jamais *réellement payés*. Les créanciers accumuleraient des dollars, ayant de moins en moins de chances d'être « remboursés », finançant ainsi les déficits des Etats-Unis. Le système aurait un autre inconvénient : la facilité de « régler » les déficits inciterait les Etats-Unis, pays à « monnaie internationale », à rester dans le déficit sans prendre aucune mesure correctrice ; il en serait autrement si l'on était obligé de payer les soldes déficitaires en or, car alors on sentirait mieux le poids des déficits et l'on se verrait obligé de prendre des mesures pour le redressement. En outre, ce système serait doublement inflationniste : dans le pays déficitaire, qui n'aurait qu'à imprimer des billets pour « solder les comptes », et dans les pays excédentaires qui, recevant des dollars-papier, seraient conduits à émettre de la monnaie en contrepartie (des marks par exemple) qui serait inflationniste.

Nous pensons résumer ainsi, correctement, l'analyse de M. Jacques Rueff, qui est aujourd'hui très largement acceptée en France et en Europe. Cette thèse a conduit à demander la *dégradation* du dollar comme monnaie internationale et, pour commencer, sa *déévaluation* en termes d'or, à titre de première atteinte symbolique, en attendant de nouveaux assauts.

Nous ne méconnaissons pas les inconvénients qu'il y a à utiliser une monnaie *nationale* comme monnaie *internationale*. Et cela, aussi bien pour le pays émetteur que pour les pays récepteurs. Le premier perd une partie de l'autonomie de sa politique monétaire (et économique) ; les seconds subissent le contre-coup de la conjoncture du premier. Il vaudrait, évidemment, mieux disposer d'une véritable monnaie internationale, dont les D.T.S. sont un début prometteur. Mais, en attendant, comme le dollar servira encore longtemps, il est bon d'examiner de près la théorie ci-dessus rappelée.

Nous croyons que la théorie de M. Rueff est foncièrement inexacte, car elle se réfère à des faits, à des mécanismes et à des hypothèses qui ne correspondent pas du tout à la réalité. Il n'est pas exact de prétendre que les Etats-Unis *soldent* après coup un déficit préexistant en imprimant des billets. Il n'est pas exact non plus que ces billets reviennent, par mise en dépôt, dans les caisses américaines et l'on ne peut pas dire que les Etats-Unis « récupèrent les billets perdus » et que tout se passe comme s'ils n'avaient rien payé de leur déficit (c'est-à-dire de l'excédent de biens reçus).

Nous allons essayer de comprendre ce qui se passe *en réalité*, en utilisant le plus possible les notions et les notations comptables.

2. - Partons des mécanismes de création des « balances-dollars », c'est-à-dire des avoirs en dollars entre les mains des « *non-résidents* » ; cela correspond à ce que les statistiques américaines appellent « *liabilities to foreigners* », c'est-à-dire engagements à vue vis-à-vis des étrangers. En d'autres termes, il s'agit des *dépôts* au profit de non-résidents, qui se trouvent dans toutes les Banques de Réserve fédérales (1) (2).

Ainsi, sauf quelques exceptions, les avoirs en dollars des non-résidents ne sont pas des « billets », mais des « soldes créditeurs » dans les banques (solde = « balance » en anglais). Ces soldes créditeurs (« *demand deposits* ») font partie de la masse monétaire (*money stocks*), à laquelle on ajoute parfois les « *time deposits* ».

Qui sont les détenteurs d'avoirs en dollars ?

Nous pouvons les grouper en quatre catégories :

a) les sujets du secteur privé étranger, qu'il s'agisse de simples particuliers, de sociétés ou d'entreprises industrielles et commerciales ; leur objectif peut être de thésauriser des avoirs liquides en dollars par précaution ou bien de conserver un capital roulant disponible (*working capital*) pour leurs affaires ;

b) les filiales non-résidentes de sociétés-mères américaines ; elles ont, en général, un compte en dollars aux Etats-Unis ; ce compte peut-être crédité ou débité par suite de leurs opérations propres ou par suite de leurs transactions « internes » avec la société-mère. Par

(1) Les dépôts peuvent se trouver également sans être identifiés comme dépôts de non-résidents dans des banques commerciales ordinaires.

(2) Nous parlons dans le texte de « dépôts à vue » (*demand deposit*), mais il y a aussi des dépôts à terme ou avec préavis (« *time deposit* »), qui jouent un rôle important pour les non-résidents.

exemple, un emprunt de General Motors Germany aboutit à un crédit du compte aux Etats-Unis ou bien des bénéfices rapatriés aboutissent au même résultat. Mais, lorsque les bénéfices de la filiale sont payés à la maison-mère, on a un débit du compte General Motors Germany aux Etats-Unis. S'il plaît à la Société-mère, pour une raison quelconque, de doter sa filiale d'un million de dollars, le compte de la filiale est crédité d'autant et l'on a une augmentation des « *liabilities to foreigners* » ;

c) les banques commerciales étrangères ont, elles aussi, des comptes à New York, qui sont crédités ou débités par suite d'opérations concernant leur clientèle (par exemple, le Crédit Lyonnais voit son compte à New York crédité de 100.000\$ provenant du paiement de soiries exportées par un de ses clients. Il peut aussi être débité de 4.000\$ pour l'achat d'une voiture américaine par l'un de ses clients).

Toutefois, les banques commerciales, peuvent, de leur propre chef, faire varier l'état de leur compte « avoirs en dollars à New York ». Elles peuvent l'appauvrir et réduire leur solde créditeur (voire prendre une position négative) en se réapprovisionnant au marché des changes (ou auprès de la Banque Centrale) lors des « débits » pour le compte des clients. Elles peuvent aussi grossir leur position créditrice en dollars, en s'abstenant de vendre ce qu'elles ont reçu pour leurs clients. Elles ont ainsi une certaine maîtrise de leur position créditrice ou débitrice en dollars. On peut dire que les comptes à New York des banques commerciales sont des « comptes d'attente » ou, plutôt, des « réservoirs », dont le niveau peut varier, non seulement d'après les ordres de la clientèle, mais aussi d'après le comportement propre de la banque. Depuis quelque temps, certains Gouvernements se sont avisés de l'importance des variations au niveau de ces réservoirs et il est arrivé, en France et en Italie, que les autorités monétaires se sont mises à contrôler ces variations de niveaux (par exemple en demandant aux banques de réduire, d'augmenter ou de stabiliser leur « position » [= solde] en dollars) ;

d) enfin, les titulaires les plus connus, les mieux repérés et les plus importants des avoirs en dollars sont les Banques Centrales. Ces avoirs sont des dépôts (soldes créditeurs) dans des Banques de Réserve Fédérales ; vu du côté américain, ce sont des « *liabilities to foreign Central Banks* ». C'est l'accroissement important de ces engagements en 1970 et en 1971 qui a été l'une des causes les plus frappantes de la « crise ». On a prétendu utiliser ces « engagements » (ou plutôt

leurs variations) comme l'un des éléments les plus importants et les plus significatifs servant à évaluer le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis. On a pu autrefois évaluer grossièrement ce déficit par les sorties d'or qui étaient censées solder ce déficit. Aujourd'hui, les déplacements d'or (specie flows) étant faibles, on utilise les variations de l'endettement vis-à-vis des Banques Centrales; on suppose qu'on « solde » le déficit en accroissant la dette, puis, revenant en arrière de l'augmentation de la dette, on déduit le déficit probable qui a été ainsi soldé.

A titre indicatif, les avoirs en dollars des Banques Centrales (Liquid liabilities to Central Banks and Governments) ont évolué de la façon suivante:

fin 1969: 12 milliards de dollars;

fin 1970: 20 milliards de dollars;

mai 1971: 32 milliards de dollars.

En ne tenant compte que de ce seul élément, on a pu dire que l'« endettement » avait augmenté de 8 milliards en 1970 et de 12 milliards dans les cinq premiers mois de 1971. Ce n'est pas exact évidemment puisqu'il y a d'autres éléments qui tempèrent cette détérioration. Il n'en reste pas moins qu'un élément important du passif s'était considérablement accru.

Toutefois, les avoirs « officiels » recensés ne sont pas une bonne mesure de l'endettement. D'abord, parce que les Banques Centrales ont divers comptes qui ne sont pas toujours identifiables. Ensuite, et surtout, parce que la position d'une Banque Centrale, grand réservoir national, est affectée arbitrairement par les variations de niveaux de tous les autres réservoirs (banques commerciales notamment). Comme dans un fleuve aménagé en réservoirs successifs (Tennessee ou Rhone), le remplissage d'un réservoir en amont peut provoquer la baisse de niveau d'un réservoir en aval; réciproquement, le vidage d'un réservoir en amont remplit un (ou plusieurs) réservoirs en aval. En 1970 et 1971, les banques commerciales ont ouvert les vannes et se sont vidées de leurs dollars au profit des Banques Centrales. Les avoirs totaux en dollars à New York (Total liquid liabilities to all foreigners) n'ont pas varié dans les mêmes proportions que ci-dessus:

fin 1969: 41,90 milliards de dollars	}	+ 1,37 milliards
fin 1970: 43,27 milliards de dollars		
mai 1971: 51,88 milliards de dollars		

Sans doute de décembre 1970 à mai 1971, il y a eu augmentation de l'endettement total en dollars (ou des avoirs en dollars) de 10 milliards, mais non de 20 milliards comme le suggérait le compte des Banques Centrales.

En un mot, les changements des titulaires de balances-dollars d'un groupe à l'autre, ou d'un pays à l'autre, n'ont aucun rapport avec la balance des paiements des Etats-Unis.

3. - Une autre question à élucider est celle-ci: Quelle est l'origine des dépôts en dollars des différents titulaires d'avoirs?

Il n'est absolument pas vrai, comme nous allons le montrer, que ces « avoirs » soient le *résidu non payé* d'une quelconque balance ou, si l'on veut, une dette *provisoirement* réglée par des « assignats » sans valeur, comme le prétend M. J. Rueff.

En ce qui concerne les *comptes des particuliers* (tenus directement dans des banques américaines à New York ou se reflétant dans les comptes « dollars » des banques commerciales françaises), l'origine des *postes* créditeurs se trouve naturellement dans des paiements d'exportations de marchandises et services (français par exemple) effectués par des américains. Que le paiement ait lieu par chèque, par virement ou autrement, ces inscriptions au *crédit* d'un non-résident ont nécessairement pour contrepartie l'inscription au *débit* d'une somme égale sur le compte d'un résident. Si M. Smith paie 10.000 dollars de soieries à M. Durand et si tous deux ont un compte à Irving Trust, celui-ci portera en écritures:

	Débit	Crédit
a) pour M. Smith		
Virement en faveur de M. Durand	10.000	
b) pour M. Durand		
Virement d'ordre de M. Smith		10.000
	Passif	Actif
c) sur les comptes destinés au bilan de la Banque:		
1) augmentation du dépôt Durand	10.000	
	— 10.000	
Total	0	0

Il y aura bien eu un changement de titulaire du dépôt: un non-résident aura remplacé un résident pour une « créance » de \$10.000 sur la Banque, mais le total des *dépôts* (qui comptent dans le calcul de la masse monétaire) n'aura pas changé. C'est là un point essentiel que l'on a trop souvent tendance à oublier et sur lequel nous aurons à revenir. C'est là, notamment, que l'analyse de M. Rueff se révèle incorrecte: on n'imprime pas 100 billets de \$100 pour payer les soieries; on fait un virement sans modifier la masse monétaire.

Evidemment, l'inscription d'un poste « crédit » au compte de M. Durand peut avoir de nombreux motifs, par exemple, le produit de la vente de titres antérieurement possédés par M. Durand, un héritage d'un « oncle d'Amérique », un prêt à M. Durand, le remboursement d'un prêt fait antérieurement par M. Durand à Mr. Jones, le paiement à M. Durand par Mr. Wilson d'un brevet d'invention, le paiement en dollars à M. Durand d'une usine située à Toulouse, etc.

Seulement, si l'origine des postes « crédit » de M. Durand est facile à comprendre, il est non moins clair qu'il y a des postes « débit » ayant des motifs symétriques (par exemple: achat de produits américains, licences d'exploitation de brevets, etc.). A l'échelle de la France, où il y a des milliards de « comptes dollars à New York » et sur plusieurs années, les postes « débit » devraient compenser les postes « crédit » et peut-être les dépasser. Or, il se trouve, à l'échelle de la France, à l'échelle de la C.E.E., à l'échelle d'une plus large Europe et à l'échelle mondiale que, de 1960 à 1970, les postes « crédit » ont dépassé les postes « débit », de sorte que les avoirs en dollars (soldes créditeurs ou « dollars balances ») se sont accumulés et accrus. Qu'ils soient restés dans les réservoirs primaires des particuliers (c'est-à-dire leurs comptes à New York), ou qu'ils soient passés dans les réservoirs secondaires des banques commerciales (y compris les euro-dollars) ou qu'ils aient fini par s'écouler dans les grands réservoirs des Banques Centrales ne change rien *d'essentiel* à la question, bien que les passages d'un type de réservoir à l'autre aient des conséquences sérieuses.

Quoi qu'il en soit, ce qu'il faut expliquer, ce n'est pas l'origine ou la cause des « crédits en dollars » (nous l'avons fait plus haut), c'est *pourquoi les crédits surpassent les débits* (3). *Pourquoi y-a-t-il eu accumulation d'avoirs en dollars?*

(3) Ces termes se réfèrent aux comptes des non-résidents. Du point de vue américain, on dirait « pourquoi les engagements (liabilities) dépassent les créances ('claims') ».

La réponse de M. Rueff est très simple: parce que l'Amérique a acheté plus qu'elle n'a vendu; elle a « dépensé » plus qu'elle ne « gagnait »; il y avait donc un reliquat restant à solder, ce qui a été fait sous la forme de versements de dollars aux créanciers bénéficiaires d'une soulte.

a) Si nous nous limitons, pour un instant, aux opérations sur marchandises (*balance commerciale*), il y a un moyen très simple de « tester » l'hypothèse: il suffit de regarder les chiffres de la balance commerciale. Or celle-ci a toujours été excédentaire (sauf en 1971), ce qui aurait dû aboutir à la diminution des avoirs en dollars des non-résidents et/ou à l'accumulation des avoirs américains en francs, marks, etc. Dans le cas particulier de la C.E.E. (6) la balance commerciale des Etats-Unis a été constamment *excédentaire* depuis 1958 à 1970, comme le montre le tableau suivant:

BALANCES COMMERCIALES DES ETATS-UNIS AVEC LA C.E.E.
(en millions de dollars)

1958	+ 1.144	1965	+ 2.268
1959	+ 280	1966	+ 1.924
1960	+ 1.588	1967	+ 1.474
1961	+ 1.821	1968	+ 624
1962	+ 2.006	1969	+ 1.368
1963	+ 2.489	1970	+ 2.405
1964	+ 2.589		

Source: « Bulletin des Communautés Européennes », novembre '71, page 32.

Toujours avec la C.E.E., on peut noter que, en 1970, diverses balances ont été en faveur des Etats-Unis:

balance des biens et services: + 518 millions de dollars;

balance des paiements courants: + 597 millions de dollars.

b) Si nous quittons maintenant la C.E.E. et les balances limitées, pour considérer la *balance des paiements courants* — qui est une sorte de compte d'exploitation ou de fonctionnement — nous constatons qu'elle a été largement excédentaire depuis 1946 à 1970 (sauf de très minimes exceptions en 1958, 1959, 1968 et 1969). Ce compte comprend les dépenses des touristes à l'étranger, les revenus des capitaux, les dépenses militaires, etc. Pour la décennie 1960-1970,

nous relevons que l'excédent a totalisé environ 25 milliards de dollars. Ce chiffre est inférieur à celui de la balance commerciale seule (43) mais reste très substantiel. Il aurait dû normalement se traduire par l'augmentation du solde créditeur des Etats-Unis et/ou par la diminution des avoirs en dollars accumulés par les non-résidents (solde créditeur des non-résidents ou « liabilities to foreigners »).

Si, par aventure, nous constatons une augmentation des avoirs en dollars des non-résidents, il faut qu'il y ait eu « autre-chose » qu'un déficit d'exploitation (compte courant) et que cet « autre chose » explique le règlement des 25 milliards d'excédent d'exploitation américain en outre de l'augmentation des avoirs en dollars.

c) A ce point, il est bon de faire quelques remarques sur différents titulaires de comptes à New York.

Les filiales étrangères de sociétés-mères américaines reçoivent de leurs sociétés-mères, à des titres divers, des dollars qui viennent grossir les comptes des non-résidents; comme elles tiennent souvent leur trésorerie aux Etats-Unis, cela amplifie encore le phénomène. Il arrive ainsi que des opérations internes aux firmes multinationales, malgré leur caractère plus ou moins factice, affectent le compte « liabilities to foreigners », tout-à-fait en dehors d'un déficit de la balance des paiements courants.

Quant aux banques, on l'a déjà vu, elles ne font pas que refléter passivement les opérations de leur clientèle; elles agissent aussi pour leur propre compte, et ont pu, à certaines époques, s'efforcer d'augmenter leurs avoirs en dollars, plutôt que de les conserver en francs ou en livres. L'action autonome des banques peut amplifier ou atténuer les mouvements de fonds de leur clientèle. Ces actions exercent une influence sur les marchés de change, dans la mesure où les banques achètent ou vendent des dollars, des marks ou d'autres monnaies; ces actions affectent aussi le montant des avoirs en dollars des non-résidents. Mais, il s'agit plutôt d'une gestion de trésorerie que d'un déficit ou d'un excédent d'un compte d'exploitation. Indiquons que les particuliers, eux-aussi, ont quelquefois tendance à faire des opérations de trésorerie, de telle sorte que les « règlements » ne correspondent pas avec les résultats des statistiques douanières; il peut arriver par exemple que les exportateurs ne se pressent pas de rapatrier les produits en dollars de leurs ventes aux Etats-Unis, ce qui augmente artificiellement les avoirs en dollars des non-résidents; mais des opérations de ce genre, même si elles sont mêlées à des

transactions courantes, devraient être traitées à part, comme des transactions sur les capitaux.

Quant aux *Banques Centrales*, qui ont, elles-aussi, des comptes en dollars, leur position est influencée, d'une part par leurs interventions sur les marchés des changes, et d'autre part, par leurs relations directes avec les banques commerciales: puisqu'elles ont la fonction et la charge de stabiliser les cours des changes à 1% du pair, elles doivent, selon les circonstances, acheter ou vendre des devises étrangères afin que les limites prescrites ne soient pas dépassées. Dans de nombreuses occasions, la Banque de France et la Banque d'Angleterre, par exemple, ont été obligées de vendre des dollars pour protéger le franc ou la livre sterling; dans ce cas, leur solde créditeur à New York a diminué et s'est même parfois transformé en un solde débiteur; elles ont dû aussi quelquefois emprunter au Fonds Monétaire ou à d'autres Banques Centrales. Mais depuis quelque temps, la faiblesse du dollar les a obligées à agir en sens inverse, c'est-à-dire à acheter des dollars, ce qui a accru leur soldes créditeurs à New York; cela est arrivé, surtout depuis mai 1971, à la Bundesbank, qui a dû acheter des dollars et fournir des marks.

Par ailleurs, les Banques Centrales sont quelquefois amenées à acheter ou à vendre directement des dollars aux banques commerciales. Ces opérations sont très complexes, car il arrive que les Banques Centrales achètent au comptant et revendent à terme ou réciproquement.

Pour bien saisir l'ensemble du problème, il convient donc de ne pas s'en tenir à l'examen du compte dollars des Banques Centrales (comme le fait la Balance des Transactions Officielles), mais d'examiner l'ensemble des avoirs en dollars des non-résidents (4).

Dans l'Annexe I, nous indiquons l'évolution des engagements à court terme des Etats-Unis entre 1960 et Juin 1971, tant en ce qui concerne les Banques Centrales, qu'en ce qui concerne l'ensemble des non-résidents.

(4) Bornons-nous à rappeler que le marché de l'euro-dollar complique le problème. Par exemple, les Banques Centrales peuvent alléger leur position en dollars en plaçant ces dollars sur le marché de l'euro-dollar; mais le jour où les prêts en euro-dollars sont remboursés, la Banque Centrale concernée se trouve tout-à-coup en présence d'un accroissement de ses avoirs en dollars, qui n'a aucun rapport avec un déficit de la Balance des Paiements des Etats-Unis, puisqu'au contraire c'est en remboursant des emprunts antérieurs qu'elle crée ce déficit apparent mesuré par la détérioration des engagements à court terme des Banques Centrales.

En ce qui concerne les Banques Centrales, on observera qu'à la fin de 1969, ces engagements étaient à peu près les mêmes qu'en 1960 (11,09), bien qu'il y ait eu des fluctuations entretemps. Ce n'est qu'en 1970 et au début de 1971 que les Banques Centrales ont vu grossir leur comptes dollars d'une façon très importante; toutefois, entre 1969 et 1970, l'augmentation des avoirs des Banques Centrales a eu pour contrepartie une diminution des avoirs des autres banques (7 milliards). En ce qui concerne les engagements vis-à-vis de tous les étrangers, l'augmentation a été plus régulière et plus marquée, avec, à fin 1970, 22 milliards de plus qu'en 1960.

Si nous rappelons que, dans cette période, la balance courante des Etats-Unis a présenté 25 milliards d'excédents, il faut donc expliquer une variation de $25 + 22 = 47$ milliards de dollars.

4. - Le problème peut maintenant être précisé: *Comment les non-résidents ont-ils fait pour trouver la cinquantaine de milliards de dollars (environ) nécessaires pour:*

a) payer leur déficit des opérations courantes;

b) accroître leur magot à New York d'une trentaine de milliards de dollars,

sans compter les sommes nécessaires à leurs placements à long terme aux Etats-Unis?

La réponse se trouve dans le mouvement des capitaux de sens inverse (d'Amérique vers le reste du monde) qui ont en somme abouti à un va-et-vient de capitaux (5). Nous pouvons observer, par exemple, que dans la décennie 1960-1970, les Etats-Unis ont fait environ 60 milliards de dollars d'investissements directs dans les pays de la C.E.E., ce qui, déjà, explique le paiement du déficit et l'accroissement des balances dollars aux Etats-Unis (6).

En dehors de ces investissements dans la C.E.E., des investissements dans d'autres pays, et, surtout, les prêts du Gouvernement américain expliquent que différents non-résidents aient pu faire d'importants placements à long terme aux Etats-Unis.

L'accumulation des balances dollars, loin d'être le solde impayé d'un déficit, est plutôt le produit de mouvements réciproques de

(5) Voir ROBERT MOSSÉ, *Les problèmes monétaires internationaux*, 3ème édition, 1970, Chapitre 3; et aussi le « Monde Diplomatique », octobre 1971. Les Etats-Unis ont tissé à l'étranger un réseau complexe de mouvements de capitaux difficile à contrôler.

(6) « Bulletin des Communautés Européennes », novembre 1971, p. 33.

capitaux, et, pourrait-on dire, d'un échange d'actifs. Les Américains, par leurs investissements directs, ont acquis dans le monde diverses entreprises industrielles et commerciales, dont le paiement a permis aux Européens et à d'autres non-résidents, d'acquiescer, aux Etats-Unis surtout, des avoirs à vue, sous forme de dépôts dans les banques, ce qui, d'ailleurs, n'excluait pas des achats de portefeuilles assez substantiels. On pourrait naturellement s'étonner que l'apport intérieur d'avoirs liquides ait permis aux Américains de faire leurs investissements. Mais on peut également s'étonner que le paiement par les Américains de ces investissements ait permis à leurs vendeurs de se constituer des balances dollars aux Etats-Unis. En vérité, il est très difficile de déterminer le sens de la causalité ou même celui de l'antériorité. En parlant d'un échange d'actifs, on emploie une expression plus neutre (7).

Toutefois, cet échange d'actifs avait un inconvénient qui a été à l'origine de la crise actuelle. C'est que les non-résidents avaient acquis des avoirs à court terme, alors que les américains avaient acquis des avoirs à long terme; cela risquant donc de poser un problème de liquidité et c'est bien ce qui est arrivé.

5. - Les explications qui précèdent montrent bien le mécanisme de l'accumulation des avoirs à court termes au crédit des non-résidents, malgré le caractère excédentaire de la balance des paiements courants. Toutefois, si cela explique le comment, il reste à expliquer le pourquoi, c'est-à-dire les motivations des non-résidents qui les ont poussés à accumuler des dollars. On pourrait dire, d'une manière tout-à-fait générale, que cela résulte d'une préférence pour la liquidité en dollars, qui remonte aux premières années d'après-guerre, et qui a persisté jusqu'au milieu de la décennie 1960-1970. En vérité les placements à court terme aux Etats-Unis, c'est-à-dire généralement en dépôts à vue, offraient la liquidité et la sécurité, puisque le dollar était une monnaie plus solide que toutes les autres monnaies. A partir du moment où le marché des euro-dollars a permis de faire des placements à court terme à des taux d'intérêt relativement élevé, les soldes créditeurs à New York offraient, outre la liquidité et la sécu-

(7) Substantiellement, je partage le point de vue « minoritaire » soutenu par E. DESPRES, C. P. KINDLEBERGER et W. S. SALANT (*The Dollar and World Liquidity - A Minority View*, « The Economist », 5 février 1966, pp. 526-29).

rité, une bonne rentabilité. Il n'est pas étonnant, par conséquent, que les Européens en particulier aient maintenu et, à certains moments, augmenté leurs balances en dollars. Ce phénomène n'a d'ailleurs été que dans une faible mesure dû aux Banques Centrales, puisque les réserves de celles-ci ne représentaient que la moitié ou parfois même guère moins de la part des avoirs totaux (8). Notons que, par exemple, à la fin de 1969 les dollars des Banques de Réserve ne représentaient que 12 milliards de dollars contre un total de 42 milliards. Ce n'est donc pas exactement le rôle de monnaie de réserve du dollar (Gold Exchange Standard) qui a joué un rôle important, mais plutôt le fait que le dollar était devenu une sorte de monnaie privée pour les transactions internationales et pour les fonds de roulement des entreprises multinationales.

La situation s'est modifiée au cours des 4 ou 5 dernières années, par suite de modifications d'opinions affectant la préférence pour la liquidité en dollars. On a interprété de façon exagérément pessimiste le degré de liquidité et de solidité du dollar américain. D'une part on a sous-estimé la capacité de paiement des Etats-Unis en se concentrant sur le stock d'or et en refusant de voir d'autres actifs à court terme, tels que les droits de tirage sur le F.M.I., les créances à court terme sur l'étranger, ainsi que les nombreux actifs que pouvait offrir l'économie américaine; des calculs précis ont montré que le ratio de liquidité, en 1970, atteignait 60%. D'autre part on a surestimé les risques de demandes de remboursement des créances en dollars « à vue » détenues par des non-résidents; il aurait dû être évident, par exemple, que les réserves des Banques Centrales représentaient une sorte de fonds permanent d'une dizaine de milliards qui constituaient en quelque sorte des dépôts durables. On aurait dû considérer aussi que les fonds de roulement des filiales américaines, ainsi que divers dépôts servant de base aux euro-dollars, avaient, eux-aussi, un caractère de permanence. Le système n'était pas plus fragile que celui de toutes les banques, qui considèrent qu'une bonne fraction de leurs dépôts ont en réalité un caractère de permanence. Sans doute aussi, les appréciations sur le dollar ont-elles été influencées par des considérations de politique générale; dans la mesure où l'Amérique n'était plus la toute première grande puissance incontestée, le dollar perdait

(8) Voir Tableau A.

de ses attraits. Remarquons également que le raffermissement de certaines autres monnaies, comme le mark, le florin, le franc suisse, a amené les déposants à partager leurs dépôts entre diverses places au lieu de se concentrer exclusivement sur New York.

En mars 1968, la disparition du pool de l'or, la création d'un marché libre du métal jaune et la suspension des mesures de stabilisation, ont porté un coup à la convertibilité en or du dollar et, par conséquent, diminué les garanties qu'il offrait pour les particuliers. Rien de tout cela sans doute n'appelaient un affolement général, mais, sous des influences difficiles à déceler, une véritable panique collective s'est produite au début de 1971 et l'on a assisté à la fuite devant le dollar, fuite qui n'était probablement pas justifiée par la situation objective.

6. - Reste maintenant à examiner une autre question importante et souvent résolue par l'affirmative: l'accumulation des balances dollars avait-elle un caractère inflationniste, soit dans ses origines, soit dans ses effets?

En ce qui concerne le pays « émetteur », c'est-à-dire les Etats-Unis, nous avons déjà vu que l'accumulation des soldes créditeurs en faveur des non-résidents avait presque toujours pour contrepartie

FINANCES DES ETATS-UNIS

TABLEAU A

Années	Déficit ou excédent du budget de l'Etat	Emprunt net
1960	+ 0,75	1,85
1961	- 2,30	0,71
1962	- 5,80	9,59
1963	- 4,01	9,58
1964	- 5,92	3,09
1965	- 1,60	4,06
1966	- 1,38	3,08
1967	- 8,70	2,84
1968	- 25,16	23,10
1969	+ 3,40	- 11,15
1970	- 2,84	5,40
	- 53,56	50,09

l'annulation d'un crédit équivalent dans le compte d'un résident. Il en est nécessairement ainsi puisque les balances dollars sont le résultat de virements de compte à compte. Toutefois, il pourrait y avoir exception dans le cas où les comptes seraient approvisionnés par des dépenses gouvernementales provenant d'un déficit budgétaire financé par la création monétaire. Mais, en réalité, il n'en a pas été ainsi, car les déficits budgétaires ont été financés à concurrence de 90% par l'emprunt, c'est-à-dire, finalement, par des virements sans augmentation de la masse monétaire. On trouvera les chiffres au tableau ci-après et l'on pourra voir que le financement par des procédés autres que l'emprunt n'a représenté qu'une somme tout-à-fait insignifiante (5 milliards en 10 ans).

Tout au plus pourrait-on dire qu'une politique du crédit pas trop restrictive a facilité le financement par l'emprunt.

Mais il y a une autre manière d'examiner s'il y a eu expansion monétaire aux Etats-Unis; c'est de confronter les accroissements du stock monétaire avec ceux du Produit National Brut, à prix constant. Le stock monétaire, qui comprend les balances dollars des non-résidents dans les banques de réserve fédérales, a augmenté au rythme annuel de 4% entre 1960 et 1970. Le Produit National Brut à prix constant a augmenté exactement dans la même proportion, pendant la même période. Il est vrai que dans les premières années de la décennie le stock monétaire avait tendance à être en retard sur le Produit National Brut, tandis qu'il a rattrapé son retard dans les dernières années. Néanmoins, sur une période aussi longue on peut bien s'apercevoir qu'il n'y a pas eu d'expansion monétaire aux Etats-Unis; on peut même dire que l'expansion monétaire, ces dernières années, n'était pas suffisante pour faire face à l'augmentation des prix, ce qui peut expliquer un certain ralentissement de l'activité économique.

Du point de vue du mécanisme, on peut soutenir raisonnablement que les virements de compte en faveur des non-résidents ont plutôt un effet *déflationniste*. Il faut en effet tenir compte d'un certain coefficient d'utilisation, ou si l'on veut, de la vitesse de circulation des dépôts. Or ce coefficient d'utilisation est relativement élevé quand il s'agit des dépôts appartenant à des résidents, peut-être 3 ou 4. Par contre, les dépôts appartenant à des non-résidents ont tendance à être beaucoup plus stagnants; c'est certainement le cas de ceux des banques commerciales et des particuliers qui considèrent

ces dépôts comme une espèce de placement à moyen terme, sinon à long terme; en pareil cas, le coefficient d'utilisation est peut-être de 1 ou 2. Il en résulte que 10 milliards de dépôts appartenant aux résidents représentent environ $10 \times 3 = 30$ milliards, tandis que les mêmes 10 milliards mis au compte des Banques Centrales représentent peut-être $10 \times 1,5 = 15$ milliards. Il y a donc un effet de déflation non pas par la masse, mais par la diminution de la vitesse de circulation. Ce point qui n'a guère été mis en lumière jusqu'ici mériterait de faire l'objet de mesures empiriques plus précises.

En ce qui concerne le pays récepteur, il n'y a aucune raison a priori pour que l'augmentation des balances dollars ait un effet plus inflationniste que l'augmentation du stock monétaire qui résulterait du jeu de l'étalon-or classique. Le résultat réel de l'augmentation des balances dollars dépend de nombreuses variables. Si les détenteurs de ces balances se pressent de les transférer à leurs banques centrales pour obtenir en échange de la monnaie nationale, il est bien évident qu'il y aura une certaine expansion monétaire, mais qui peut être corrigée par différentes mesures de politique monétaire. Si, au contraire, les détenteurs de ces balances dollars les « thésaurisent » sans demander en contrepartie de la monnaie nationale, il n'y a aucune raison pour que l'augmentation de ces balances dollars produise un effet inflationniste à l'intérieur des pays récepteurs. En tout cas, les autorités monétaires sont aujourd'hui suffisamment armées pour neutraliser ou compenser les influences nocives qui pourraient se produire.

On peut donc dire que l'effet de l'accumulation des balances dollars serait plutôt déflationniste qu'inflationniste dans le pays récepteur.

7. - De cette analyse on peut maintenant tirer *deux conclusions* importantes, l'une concernant le prétendu déficit de la balance des paiements des Etats-Unis, et l'autre concernant les gains qui dérivent de l'emploi d'une monnaie de réserve.

En ce qui concerne le déficit, on n'a pas le droit de dire que l'accumulation des balances dollars a été un moyen factice de régler un déficit préexistant de la balance des paiements courants. On ne peut pas soutenir cette thèse, pour la bonne raison que la balance des paiements courants a été constamment excédentaire pendant que ces avoirs se sont accumulés et parce que, nous l'avons vu, l'accumulation des soldes créditeurs des non-résidents a des origines multiples et

autres que le déficit; on peut même soutenir que ces soldes créditeurs proviennent de l'importation de capitaux étrangers aux Etats-Unis, c'est-à-dire d'un élément actif et non passif de la balance des paiements. Il y a cependant un rapport entre les balances dollars et le déficit mais il s'agit d'une relation exactement inverse de celle qui est trop souvent affirmée. L'accumulation des balances dollars, qui a contribué à la détérioration de la position de trésorerie externe des Etats-Unis, a été considérée comme un moyen direct d'évaluer et de mesurer le déficit. On est allé, en quelque sorte, à contre courant: de l'accumulation des avoirs on a conclu indirectement et statistiquement qu'il y avait eu un déficit et que cet accroissement des avoirs avait servi à financer ce déficit. Mais cette hypothèse de calcul statistique est tout-à-fait erronée; l'accroissement des balances dollars était le produit d'un échange d'actifs intéressant la balance des capitaux; il s'agissait d'un échange d'actifs à long terme contre des actifs à court terme.

On ne peut pas soutenir non plus que le pays à monnaie de réserve dispose d'un privilège régalién, qui lui permet de payer des marchandises et services avec du papier sans valeur. Les Etats-Unis sont dans la situation de n'importe quelle personne, société ou institution qui peut régler ses dépenses par un chèque, par une traite, par une promesse de payer, c'est-à-dire par la remise d'une créance sur elle-même. Cette créance prend plus souvent la forme d'écritures bancaires que de billets et il ne faut pas croire que sa valeur est exclusivement fondée sur sa convertibilité en monnaie. Il s'agit d'une créance sur l'économie américaine, qui permet d'acquérir toutes espèces de marchandises, de se procurer des services, d'acheter des titres de toute espèce à des prix relativement stables. Cette créance peut aussi être considérée comme un placement à court terme productif. Ajoutons qu'elle est un instrument de thésaurisation comme une monnaie. Il n'est pas démontré, à priori, que l'échange d'actifs à long terme contre des créances bénéficie à celui qui acquiert les investissements durables. En effet, si le titulaire d'une créance est exposé à certains risques, notamment des hausses de prix, le titulaire d'investissements à long terme est exposé lui aussi à des risques importants, tels que la non rentabilité de l'entreprise, les nationalisations, la fiscalité, etc. Il faut bien une certaine audace, un certain goût du risque pour prendre des investissements directs au Chili, en Algérie, au Pakistan ou dans d'autres pays. Les Européens qui préféreraient laisser leurs

actifs sous forme liquide, en dollars, à New York, pensaient sans doute prendre moins de risques et être les vrais gagnants. Malheureusement, l'affolement injustifié qui a abouti à la dévaluation du dollar, leur a fait perdre, sans raison sérieuse, 8% de leur capital (9) (10).

ROBERT MOSSÉ

(9) On m'a objecté que les dollars n'avaient pas une valeur utilisable comme créance sur des marchandises américaines parce que les détenteurs de ces dollars ne désirent pas acheter de telles marchandises. Mais on peut répondre:

1) que la Communauté Economique Européenne a une balance commerciale vis-à-vis des Etats-Unis en déficit permanent et qu'elle a toujours besoin de dollars pour payer ces déficits (voir ci-dessus le tableau de la page 57).

2) que les dollars permettent d'acheter des actifs tels que des titres américains et des usines américaines, y compris celles se trouvant à l'étranger;

3) que les dollars sont acceptés comme moyen de paiement dans le monde entier, y compris les Pays de l'Est et les pays sous-développés, ce qui étend leur domaine à des produits non américains.

(10) Les résultats de la balance des paiements des Etats-Unis, de Janvier à Septembre 1971, montrent que la balance des biens et services a été, une fois de plus, excédentaire (1,2 milliard de dollars) et que la balance courante a été très faiblement déficitaire (-1,3). La crise a été due surtout à des interprétations pessimistes relatives à la structure du bilan dont le chapitre « à court terme » comporte relativement peu de disponibilités par rapport aux exigibilités (voir nos annexes I, II et III; voir aussi les ratios de liquidités publiés dans « Survey of Current Business », 10, 1971 - page 24).

ENGAGEMENTS EXTERIEURS EXIGIBLES DES ETATS-UNIS
(en milliards de dollars)

Années (fin)	Colonne A	Colonne B	Colonne C
	Engagements vis-à-vis des Banques Centrales et des gouvernements	Engagements vis-à-vis des Banques Centrales d'Europe Occidentale	Engagements totaux
1960	11,09	8,33	21,03
1961	11,83	9,56	22,94
1962	12,71	9,27	24,07
1963	14,35	8,44	26,32
1964	15,42	9,22	29,00
1965	15,37	8,61	29,12
1966	13,66	7,49	29,78
1967	15,65	9,87	33,12
1968	12,48	7,00	33,31
1969	11,99	5,86	41,90
1970	20,07	13,05	43,27
1971 Mai	32,06	22,72	51,75
1971 Juin	30,60	20,68	51,32

Sources: « International Financial Statistics ». Les trois colonnes représentent des dépôts du système bancaire américain vis-à-vis de l'étranger; ce sont des débits pour les banques américaines et des crédits pour les étrangers (ou non-résidents).

Commentaire. La colonne A nous montre que les engagements vis-à-vis des Banques Centrales étaient à la fin de 1969 (12 milliards de \$) légèrement supérieures à ceux de 1960 (11 milliards de \$); on ne peut donc pas dire, que dans cette décennie, les Etats-Unis ont augmenté leur endettement vis-à-vis des Banques Centrales étrangères. La situation change brutalement en 1970 et en 1971. Pour 1970 l'accroissement des engagements vis-à-vis des Banques Centrales (8 milliards de dollars) a pour contrepartie une diminution des engagements vis-à-vis des banques commerciales et autres créanciers. On peut constater à la colonne C, que les engagements totaux n'ont augmenté que d'un milliard environ. En 1971, le mouvement a pris beaucoup d'ampleur à raison des mouvements de fonds massifs et de la panique mais il y a lieu de remarquer que les engagements n'ont qu'une faible liquidité puisque sur 30 milliards à fin juin, les dépôts à vue ne représentent que 1,4 milliards et les bons du trésor plus de 20 milliards.

La colonne B montre que les engagements vis-à-vis des Banques Centrales d'Europe Occidentale avaient diminué de façon très importante entre 1960 et 1969. Mais évidemment depuis 1970, il y a un accroissement notable.

La colonne C montre l'évolution des engagements totaux vis-à-vis des autorités monétaires aussi bien que vis-à-vis des banques commerciales et des sociétés particulières. Certes ces engagements totaux ont doublé de la fin 1960 à la fin 1970 mais cet accroissement n'est pas plus fort que celui que l'on a pu constater dans les banques de dépôts allemandes ou françaises; il est beaucoup moins fort que l'accroissement du Revenu National à prix courants aux Etats Unis et dans la plupart des autres pays.

AVOIRS EXTERIEURS DISPONIBLES DES ETATS-UNIS
(en milliards de dollars)

Années (fin)	Or Colonne D	Devises Colonne E	Position au F.M.I.			Avoirs privés Colonne I	Total Colonne J
			Tranche or Colonne F	Tranche crédit Colonne G	D.T.S. Colonne H		
1960	17,80		1,55	4,12		5,31	28,78
1961	16,95	,12	1,69	4,12		6,85	29,73
1962	16,06	,10	1,06	4,12		7,32	28,66
1963	15,60	,21	1,04	4,12		9,00	29,97
1964	15,47	,43	,77	4,12		12,24	33,03
1965	14,07	,78	,60	4,12		12,25	31,82
1966	13,24	1,32	,33	5,16		12,03	32,08
1967	12,07	2,35	,42	5,16		12,53	32,53
1968	10,89	3,53	1,29	5,16		12,28	33,15
1969	11,86	2,78	2,32	5,16		12,92	35,04
1970	11,07	,63	1,94	6,70	,85	13,87	35,06
1971 Mai	10,57	,32	1,68	6,70	1,25	14,81	35,33
1971 Juin	10,51	,32	1,43	6,70	1,25	14,24	34,45

Sources: « International Financial Statistics ».

Commentaire: Nous donnons séparément les avoirs des diverses catégories. Nous n'avons pas hésité à faire figurer, dans ce tableau des avoirs potentiels, la tranche de crédit du F.M.I.; nous tenons compte aussi des avoirs privés à court terme, de façon à établir une symétrie correcte avec l'annexe I qui tient compte des engagements vis-à-vis des particuliers. Evidemment ceux qui ne regardent que l'or trouvent que les disponibilités des Etats Unis sont bien faibles, mais si l'on tient compte de l'ensemble des avoirs disponibles à vue ou à court terme, le tableau change complètement.

RATIOS DE LIQUIDITE DES ETATS-UNIS

Années (fin)	Colonne J Avoirs « extérieurs » disponibles	Colonne C Avoirs « extérieurs » exigibles	Ratio $\frac{J}{C}$
1960	28,78	21,03	1,36
1961	29,73	22,94	1,29
1962	28,66	24,07	1,19
1963	29,97	26,32	1,13
1964	33,03	29,00	1,13
1965	31,82	29,12	1,09
1966	32,08	29,78	1,11
1967	32,53	33,12	0,98
1968	33,15	33,61	0,98
1969	35,04	41,90	0,83
1970	35,06	43,27	0,81
1971 Mai	35,33	51,75	0,68
1971 Juin	34,45	51,32	0,67

Dans l'annexe III, nous avons présenté les ratios de liquidité qui résultent de la comparaison de l'annexe II, colonne J, et de l'annexe I, colonne C. Evidemment, jusqu'en 1968, les avoirs disponibles étaient à peu près égaux ou supérieurs aux engagements. Depuis lors, on observe une diminution mais un ratio des 2/3 est encore très raisonnable. A vrai dire, on ne comprend pas pourquoi les Etats-Unis ont laissé se développer le mouvement de panique de l'année 1971, alors qu'ils auraient pu utiliser leurs droits de tirage sur le FMI et bien d'autres possibilités de crédit qui ne sont pas mentionnées dans ce tableau (par exemple les Swaps).

R. M.