

Relations Monétaires Internationales

Le système de Bretton Woods

Chahir Zaki

Paris 1/FESP

Second semestre, 2014

- 1 Introduction
- 2 Crétion et premiers pas
- 3 Fonctionnement
- 4 Défauts du système
- 5 Effondrement du système
- 6 Principales leçons

- 1 Introduction
- 2 Crétion et premiers pas
- 3 Fonctionnement
- 4 Défauts du système
- 5 Effondrement du système
- 6 Principales leçons

- Pénurie d'avoires de réserves.
- Inflation.
- Endettement.
- Déficits commerciaux.
- Déficits soldes des paiements courants.

- 1 Introduction
- 2 Crétion et premiers pas**
- 3 Fonctionnement
- 4 Défauts du système
- 5 Effondrement du système
- 6 Principales leçons

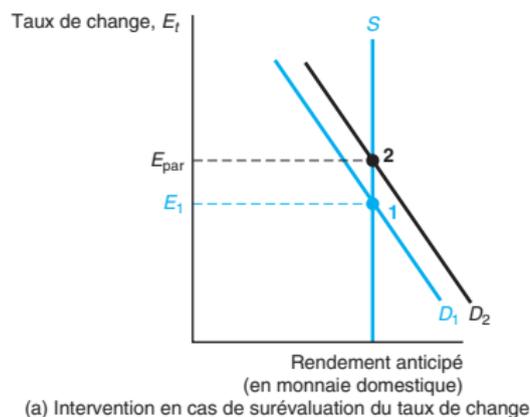
- En 1944, les Alliés se réunirent aux Etats-Unis, à Bretton Woods dans le New Hampshire, afin de concevoir un nouveau système monétaire international capable de promouvoir le commerce mondial et la prospérité après la guerre.
- Ils se mirent d'accord sur l'adoption d'un régime de taux de change fixes.
- Cet accord, qui resta en vigueur de 1945 à 1971, est connu sous le nom de système de Bretton Woods.
- Cet accord institue le Fonds monétaire international (FMI), dont le siège est établi à Washington D.C.

- 1 Introduction
- 2 Création et premiers pas
- 3 Fonctionnement**
- 4 Défauts du système
- 5 Effondrement du système
- 6 Principales leçons

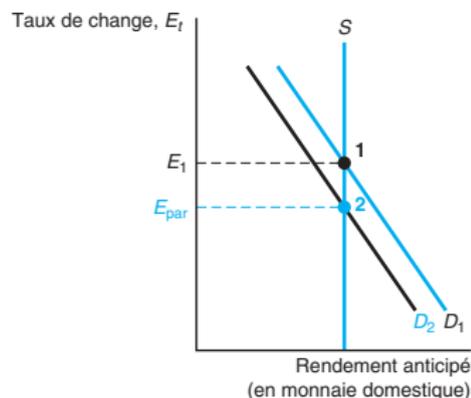
- Après la 2^{WW}, les Etats-Unis sont la plus grande puissance économique au monde: plus de la moitié de la capacité industrielle et la plus grande part du stock d'or mondial.
- Le système de Bretton Woods repose sur la convertibilité du dollar en or (uniquement pour les Etats et les banques centrales étrangers) au prix de 35 dollars l'once.
- Les taux de change doivent rester proches de leur définition officielle. Pour cela, les banques centrales des pays autres que les Etats-Unis doivent intervenir sur le marché des changes.
- Elles achètent et vendent des actifs libellés en dollar qui constituent leurs avoirs de réserve.
- Par conséquent, le dollar américain est la monnaie de réserve internationale.

	Secteur privé	Secteur public
Unité de compte	Facturation des opérations commerciales et financières ; cotation des marchandises.	Monnaie d'ancrage ou de référence pour les régimes de change.
Instrument d'échange	Devise de paiement ; monnaie véhiculaire sur les marchés des changes.	Intervention officielle sur les marchés des changes ; flux financiers.
Réserve de valeur	Monnaie d'investissement et de financement.	Devise pour les réserves de change.

Source : Banque centrale européenne, *Bulletin mensuel*, août 1999, p. 32.



Lorsque la monnaie “domestique” est surévaluée au taux de change en vigueur, la banque centrale qui assure son émission doit en acheter pour défendre la parité. En contrepartie, elle perd des réserves internationales.



(b) Intervention en cas de sous-évaluation du taux de change

Quand la monnaie “domestique” est sous-évaluée, la banque centrale doit en vendre pour maintenir le taux de change fixe; en contrepartie, elle gagne des avoirs de réserve.

- Situation où la monnaie “domestique” est surévaluée: l'intervention de la banque centrale pour défendre la parité se traduit par une diminution de son stock d'avoirs de réserve. Si celui-ci tombe à zéro, la banque centrale ne peut pas empêcher la baisse du taux de change. Elle doit procéder à une dévaluation de la monnaie “domestique” en baissant la parité.
- Si la monnaie “domestique” est sousévaluée, l'intervention de la banque centrale pour défendre la parité et éviter une appréciation de la monnaie conduit à une hausse de ses avoirs de réserve. Si cette augmentation n'est pas souhaitée par l'institut démission, la parité peut être modifiée à la hausse (réévaluation).

- 1 Introduction
- 2 Création et premiers pas
- 3 Fonctionnement
- 4 Défaits du système**
- 5 Effondrement du système
- 6 Principales leçons

Défauts du système: Perte d'autonomie

Un pays ancrant son taux de change sur la monnaie d'une "grande" économie perd l'autonomie de sa politique monétaire:

- Si la grande économie poursuit une politique monétaire plus restrictive et réduit son offre de monnaie, son taux d'inflation anticipé diminue et sa monnaie s'apprécie.
- Au taux de change retenu comme point d'ancrage, la monnaie de la "petite" économie est surévaluée.
- Sa BC doit vendre la monnaie de la "grande" économie et acheter sa propre monnaie pour éviter qu'elle se déprécie.
- Donc, les avoirs de réserve, la monnaie banque centrale et l'offre de monnaie se contractent dans la "petite" économie.
- Il n'est pas possible d'envisager de stériliser le montant des interventions effectuées: cela ferait baisser le stock d'avoirs de réserve jusqu'à ce que la "petite" économie soit forcée de dévaluer.
- → L'évolution de la masse monétaire dans la petite économie est complètement déterminée par celle qui est enregistrée dans la grande économie

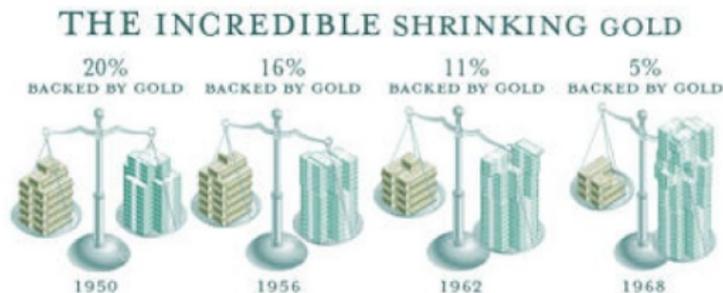
Défauts du système: Pression sur pays déficitaires

Les pressions exercées sur les pays déficitaires qui perdent des réserves internationales, afin qu'ils dévaluent leur monnaie, peuvent être efficaces. Mais, le FMI n'a aucun moyen de forcer les pays excédentaires à réévaluer leur monnaie ou à pratiquer des politiques plus expansionnistes:

- Dans le cadre de ce régime, une modification de la parité est possible uniquement en cas de déséquilibre fondamental, c'est-à-dire en cas de déficit ou d'excédent important et durable de sa balance des paiements (le solde des paiements courants).
- En cas de déficit et de diminution des avoirs de réserve, le FMI peut accorder, à certaines conditions, des prêts en devises financés par les autres membres.
- Objectif: inciter les pays déficitaires à resserrer leur politique monétaire, ce qui doit renforcer leur monnaie ou éliminer le déficit de leur balance des paiements.
- Si les prêts du FMI ne suffisent pas pour empêcher la dépréciation d'une monnaie, le pays est autorisé à la dévaluer en baissant sa parité.

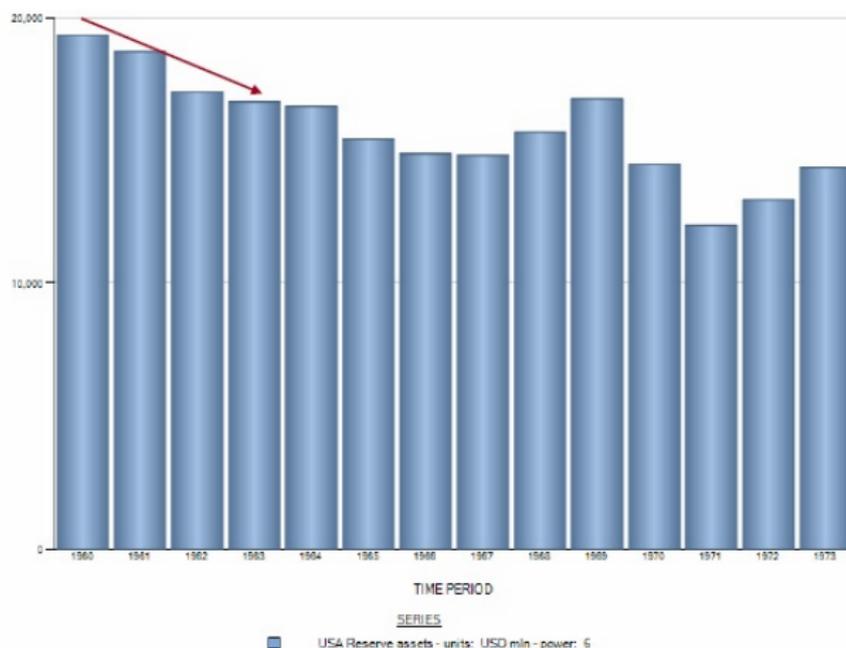
Plan

- 1 Introduction
- 2 Création et premiers pas
- 3 Fonctionnement
- 4 Défauts du système
- 5 Effondrement du système**
- 6 Principales leçons

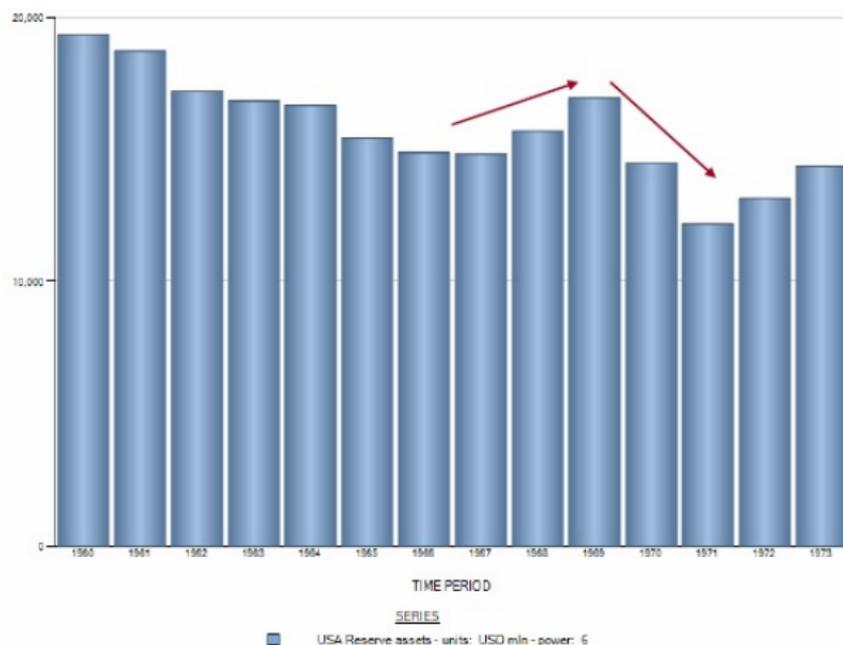


- La Fed est contrainte de surveiller sa politique monétaire car elle a l'obligation d'échanger les dollars contre de l'or, lorsque les banques centrales étrangères le lui demandent. Elle ne peut donc pas se permettre d'en imprimer à l'excès.
- Le prix officiel de 35\$ l'once d'or constitue un second frein à la politique monétaire américaine car si trop de dollars sont créés, ce prix finira par augmenter.

Effondrement du système: baisse des réserves aux USA



Effondrement du système: baisse des réserves aux USA



Effondrement du système

- Dans les années 1960 et 1970, les crises de balance des paiements sont de plus en plus violentes et fréquentes.
- Dans les années 1960, quand les Etats-Unis cherchent à faire baisser le chômage en adoptant une politique monétaire inflationniste, la surévaluation du dollar provoque un déséquilibre fondamental.
- Le déficit record du commerce extérieur britannique en 1964 marque le début d'une période de spéculation contre la livre, ce qui mène à sa dévaluation en 1967. Le franc doit être dévalué et le deutsch mark réévalué en 1969, suite à des attaques spéculatives similaires.
- Les pays excédentaires (Japon, Allemagne, Pays-Bas, etc.) n'étant pas disposés à réévaluer leur monnaie, le retour à l'équilibre n'est pas possible et le système s'effondre en 1971.

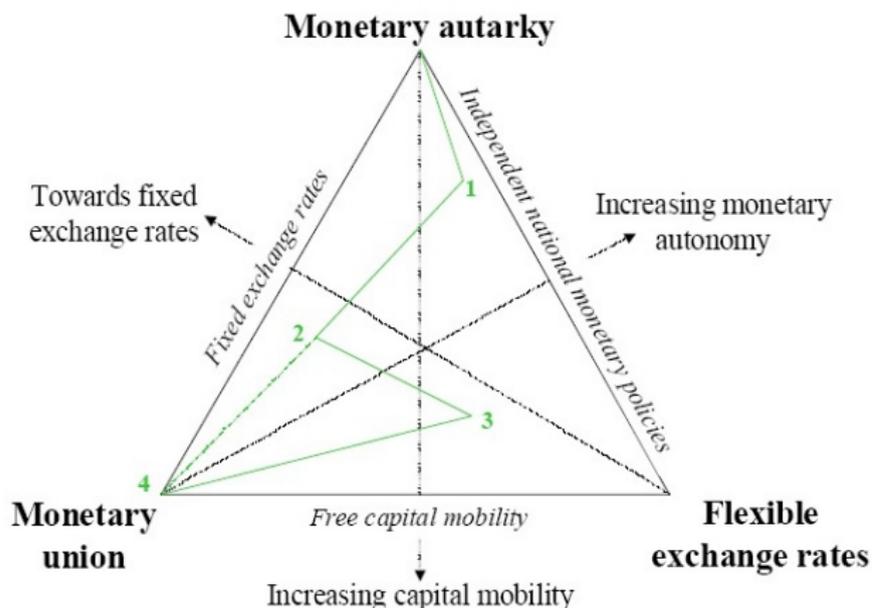
- Le 15 août, les Etats-Unis décident de cesser de vendre de l'or pour défendre la parité de 35 dollars l'once. Le cours de l'or s'apprécie à 38 puis à 42 dollars. La tentative visant à sauver le système de Bretton Woods en définissant une nouvelle valeur du dollar en or et en adoptant une nouvelle grille de parités échoue.
- En 1973, les Etats membres du FMI se mettent d'accord pour abandonner les taux de change fixes et permettent à leur monnaie de flotter.

- 1 Introduction
- 2 Création et premiers pas
- 3 Fonctionnement
- 4 Défauts du système
- 5 Effondrement du système
- 6 Principales leçons**

1. Triangles des incompatibilités

- Une économie ne peut pas atteindre simultanément les 3 objectifs suivants:
 - avoir un régime de change fixe
 - disposer d'une politique monétaire indépendante.
 - avoir une parfaite mobilité des capitaux (intégration financière)
- Si un de ces objectifs est abandonné, les 2 autres peuvent être atteints:
 - Les changes flottants: Avec des changes flottants et une mobilité des capitaux, il peut y avoir une indépendance de la politique monétaire.
 - L'union monétaire: Si l'on abandonne l'autonomie de la politique monétaire, on peut avoir des changes fixes et une mobilité parfaite des capitaux.
 - L'autarcie financière: il est possible de concilier des changes fixes et une politique monétaire autonome.

1. Triangles des incompatibilités



1. Triangles des incompatibilités

$$\left. \begin{array}{l} \text{Autonomie politique monétaire} \\ \overbrace{i_{FFR,t} \neq i_{USD,t}} \\ \underbrace{\frac{(USD / FFR)_{t+1}^e - (USD / FFR)_t}{(USD / FFR)_t} = 0}_{\text{Taux de change fixe}} \end{array} \right\} \rightarrow \underbrace{i_{FFR,t} \neq i_{USD,t} + \frac{(USD / FFR)_{t+1}^e - (USD / FFR)_t}{(USD / FFR)_t}}_{\substack{\text{PTINC pas vérifiée} \\ \text{Contrôle mouvements capitaux}}}$$

1. Triangles des incompatibilités

$$\left. \begin{array}{l} \text{Autonomie politique monétaire} \\ \overbrace{i_{FFR,t} \neq i_{USD,t}} \\ \underbrace{\frac{(USD / FFR)_{t+1}^e - (USD / FFR)_t}{(USD / FFR)_t} \neq 0}_{\text{Change flexible}} \end{array} \right\} \rightarrow i_{FFR,t} = i_{USD,t} + \underbrace{\frac{(USD / FFR)_{t+1}^e - (USD / FFR)_t}{(USD / FFR)_t}}_{\substack{\text{Liberté mouvements capitaux} \\ \text{PTINC vérifiée}}}$$

1. Triangles des incompatibilités

$$\begin{array}{l} \overbrace{i_{FFR,t} = i_{USD,t} + \frac{(USD/FFR)_{t+1}^e - (USD/FFR)_t}{(USD/FFR)_t}}^{\text{Liberté des mouvements de capitaux}} \\ \underbrace{\frac{(USD/FFR)_{t+1}^e - (USD/FFR)_t}{(USD/FFR)_t} = 0}_{\text{Taux de change fixe}} \end{array} \rightarrow \underbrace{i_{FFR,t} = i_{USD,t}}_{\text{Pas d'autonomie politique monétaire}}$$

2. Dilemme de Triffin

- 35 \$ l'once d'or.
- Le fait que les USA doivent échanger de l'or contre des dollars avec les banques centrales étrangères fait peser une contrainte externe sur la politique économique américaine.
- Robert Triffin a soulevé un problème de Bretton Woods à long terme appelé “le dilemme de Triffin”

2. Dilemme de Triffin

- Puisque les réserves des BC augmentent régulièrement, elles finiront nécessairement par être supérieures au stock d'or de la Fed.
- La Fed ne peut pas parvenir à maintenir un taux de 35\$ l'once d'or.
- Il résulterait une crise de confiance: les BC sachant que leurs dollars ne vaudraient plus leur poids en or "as good as gold" pourraient être réticentes à accumuler toujours plus de \$, voire mettre un terme au système en échangeant les dollars qu'elles possèdent déjà.
- Ceci montre dans quelle mesure le système de Bretton Woods est devenu faible et a commencé à s'effondrer.

2. Dilemme de Triffin

- Une des solutions était d'augmenter le prix officiel d'or en \$ et dans les autres monnaies, mais cela va induire des tensions inflationnistes et ca va alimenter les anticipations baissières quant à la valeur des réserves en \$ des BS, ce qui aggrave la crise plutôt que la résoudre.

3. Diagramme de Swan

- Idée: risque de conflit entre équilibre externe et interne en change fixe.
- Le diagramme de Swan représente les valeurs couplées du taux de change réel et de l'absorption qui assurent l'équilibre interne (droite EI) ou l'équilibre externe (EE):
- Représentation:

$$(1) ca = nx = nx(q; y)$$

$$(2) y^* = a(y; g) + nx(q; y)$$

3. Diagramme de Swan

1. L'équilibre externe (EE) : analyse centrée sur la balance commerciale et le solde des paiements courants:

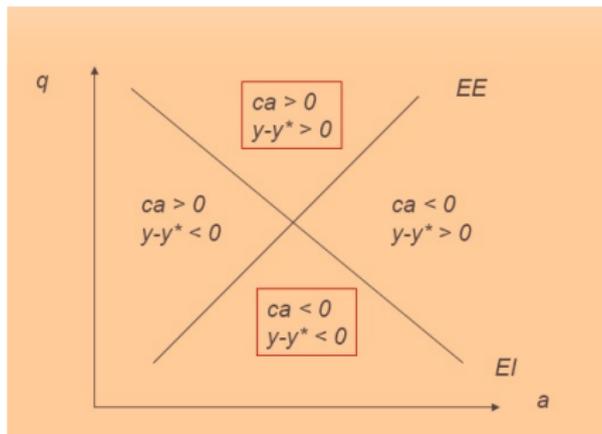
- par hypothèse ca (le solde des paiements courants) est égal à la différence entre les exportations et les importations de biens et services (nx).
- On suppose ici que nx dépend :
 - positivement de q (le taux de change réel de la monnaie nationale),
 - négativement de y (revenu national).
- A gauche de EE , $ca > 0$, excédent du compte courant et à droite de EE , $ca < 0$, déficit du compte courant.

3. Diagramme de Swan

2. Equilibre interne (EI) : analyse centrée sur la pleine utilisation des capacités:

- A l'équilibre le revenu dépend de l'absorption (a) qui dépend:
 - du revenu positivement (y) et des dépenses publiques (g)
 - du solde de la balance des biens et services ($nx(q, y)$).
- La courbe EI montre comment la politique budgétaire doit évoluer lorsque le taux de change varie afin de maintenir le plein-emploi.
- A droite de EI , $y > y^*$, suremploi et à gauche de EI , $y < y^*$, sousemploi.

3. Diagramme de Swan



3. Diagramme de Swan

- Sous le régime de Bretton Woods, on a un seul instrument qui est la politique budgétaire et qui doit être utilisé pour réaliser l'équilibre interne et externe.
- Principe de Tinbergen: un instrument = un objectif
- Dans les deux zones en rouges, il y a conflit.

3. Diagramme de Swan: zone de conflit 1

Zone II : $y < y^*$ et $ca < 0$. On ne peut mener une politique aboutissant à la fois à EE et EI.

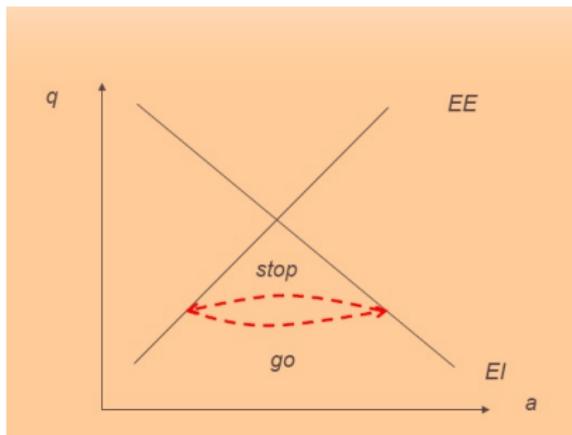
- Si on vise l'EI, il faut mener une politique budgétaire expansionniste (hausse de g et donc de y) jusqu'à ce que $y = y^*$ (EI vérifié). Cependant, la hausse de y provoque une détérioration du compte courant ca , ce qui éloigne l'économie de l'équilibre externe;
- Si on vise l'EE, il faut augmenter ca jusqu'à ce que $ca = 0$. Ceci ne peut se faire qu'à travers une baisse de y (via une diminution de g). Or une telle politique écarte l'économie de l'EI.

3. Diagramme de Swan: zone de conflit 2

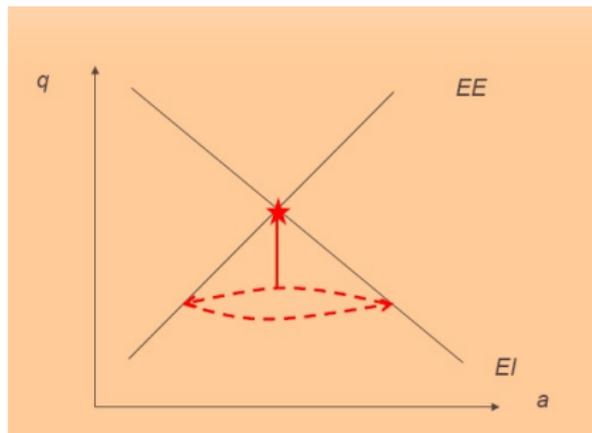
Zone IV : $y > y^*$ et $ca > 0$. On ne peut mener une politique aboutissant à la fois à EE et EI:

- Si on vise l'EI, il faut mener une politique budgétaire restrictive (baisse de g et donc de y) jusqu'à ce que $y = y^*$ (EI vérifié). Cependant, la baisse de y provoque une hausse du compte courant ca , ce qui éloigne l'économie de l'équilibre externe;
- Si on vise l'EE, il faut baisser ca jusqu'à ce que $ca = 0$. Ceci ne peut se faire qu'à travers une hausse de y (via une hausse de g). Or une telle politique écarte l'économie de l'EI.

3. Diagramme de Swan: Stop and Go en Grande Bretagne



3. Diagramme de Swan: crise de la livre sterling 1967



Le déficit record du commerce extérieur britannique en 1964 marque le début d'une période de spéculation contre la livre, ce qui mène à sa dévaluation en 1967.

- Cours de Christian Bordes.
- Chapitre 20, Mishkin.
- Chapitre 18, Economie internationale, Krugman, Obstfeld, Crozet et Capelle-Blancard.