



HAL
open science

Comment le dollar devient-il une monnaie internationale ?

Michel Lelart

► **To cite this version:**

| Michel Lelart. Comment le dollar devient-il une monnaie internationale?. 2013. halshs-00832389

HAL Id: halshs-00832389

<https://shs.hal.science/halshs-00832389v1>

Preprint submitted on 10 Jun 2013

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Laboratoire d'Economie d'Orléans

Document de Recherche

n° 2011-10

« Comment le dollar devient-il une monnaie internationale ? »

Michel LELART

Laboratoire d'Economie d'Orléans ó UMR CNRS 6221 Faculté de Droit, d'Economie et de Gestion,
Rue de Blois, B.P. 6739 ó 45067 Orléans Cedex 2 - France

Tél : 33 (0)2 38 41 70 37 ó 33 (0)2 38 49 48 19 ó Fax : 33 (0)2 38 41 73 80

E-mail : leo@univ-orleans.fr - <http://www.univ-orleans.fr/DEG/LEO>

Comment le dollar devient-il une monnaie internationale ?

Michel LELART¹

Résumé :

Le dollar n'est pas une monnaie comme une autre, il est aussi une monnaie internationale. Ou plutôt il devient une monnaie internationale, chaque fois qu'il est transféré par les Etats-Unis au reste du monde.

Cet article analyse toutes ces opérations qui sont regroupées dans la balance des paiements américaine et considère celle-ci comme le bilan d'une banque créatrice de monnaie. Il oppose ces mécanismes de création à ceux d'intermédiation qui sont habituellement privilégiés. Il poursuit ensuite l'analyse au niveau des stocks à travers la position financière internationale des Etats-Unis. Enfin il commente l'évolution de cette création de monnaie internationale par les Etats-Unis, en flux et en stocks, notamment l'impact de la crise dans les années 2008-2009.

Mots-clés : dollars US – balance des paiements US – position financière internationale des Etats-Unis – liquidités internationales

Code JEL : E 51 – F 31 – F 33 – G 15

How the US dollar becomes an international currency?

Abstract :

The US dollar is not like any other national or regional currency; it is also an international one. More precisely, it BECOMES an international currency each time it is transferred by a US resident to a non-resident.

This paper analyses all the transactions that are summarized in the US balance of payments, which is presented as the balance sheet of a bank that creates money. It also contrasts these money-creation mechanisms with the conventional intermediation mechanisms.

The analysis is then carried to the level of stocks that appear in the International Investment Position of the United States. Finally, this paper presents the evolution of the flows and stocks of the creation of the US international currency, notably in the context of the effects of the 2008-2009 financial crisis.

Key words: US dollar, US balance of payments, international investment position of the United States, international liquidity

JEL Codes: E51, F31, F33, G15

¹ Michel Lelart, Laboratoire d'Economie d'Orléans, Rue de Blois – B.P. 26739 - 45067 ORLEANS cedex 2.
Adresse personnelle : 4, rue Villaret de Joyeuse - 75017 PARIS
e-mail : michel.lelart@wanadoo.fr

Comment le dollar devient-il une monnaie internationale ?

Au terme d'une évolution relativement chaotique depuis soixante-dix ans, le dollar est toujours, et de loin, la principale monnaie internationale. A cause de cela il est toujours, et même de plus en plus, au cœur de la finance internationale et, naturellement, au cœur des crises qu'elle traverse de temps en temps, et dont l'ampleur et la durée semblent bien s'étendre. C'est pourquoi le rôle international du dollar suscite de nos jours de plus en plus d'interrogations, notamment quant à sa raison d'être, quant à sa légitimité, quant à son avenir.

Le dollar est ainsi la principale composante des liquidités internationales. Ce concept pourtant essentiel est particulièrement ambigu. D'une part, ces liquidités étaient préoccupantes dans les années d'après-guerre. Dans le régime de changes fixes, les banques centrales devaient intervenir : elles avaient besoin de réserves...alors qu'on manquait de dollars. Les choses ont changé. Sous le régime des changes flexibles, les banques centrales ne sont plus tenues d'intervenir, elles n'ont plus besoin de réserves et cependant elles détiennent plus de dollars que jamais, et de plus en plus. D'autre part, on savait autrefois ce que recouvraient les liquidités internationales. A côté de l'or il y avait les devises, c'est-à-dire de la monnaie et, disons, de la quasi-monnaie. On pouvait les mesurer, et facilement. Avec l'expansion des marchés financiers, avec l'accumulation qui s'ensuit des créances et des dettes – bref de la finance – détenues et émises par des banques centrales, certes, mais aussi par une grande variété d'autres agents, on ne sait plus très bien ce que recouvrent les liquidités internationales, et on ne sait plus les mesurer avec précision. Il est important pourtant de pouvoir préciser la part du dollar et de comprendre les mécanismes par lesquels la monnaie américaine devient une monnaie internationale.

Au moment où une nouvelle crise affecte la finance internationale et rend nécessaire non seulement une régulation plus efficace de la finance mais également une réforme du système monétaire international, il n'est pas sans intérêt de réexaminer les conditions dans lesquelles le dollar devient une monnaie internationale, puis de choisir un concept quantitatif fiable, non seulement en termes de flux, pendant une période donnée, mais en termes de stocks, à une date fixée. Nous verrons ensuite quels enseignements on peut tirer de cette analyse, et si l'on peut mieux apprécier l'impact de la crise.

La création de la monnaie internationale : les mécanismes

Le dollar est une monnaie internationale chaque fois qu'il est détenu, et qu'il peut être utilisé, par un non-résident américain. Il devient donc une monnaie internationale chaque fois qu'il est cédé par un résident à un non-résident. Le cas le plus simple est celui des importations que les entreprises US règlent en demandant à leurs banques de débiter leur compte et de créditer le compte de l'exportateur étranger. La transaction est ainsi réglée par un débit-crédit dans les livres d'une banque américaine. Il arrive souvent que l'exportateur n'ait pas un compte dans la même banque que l'importateur, dans ce cas le règlement passera dans la compensation quelques jours plus tard. Il peut arriver aussi que l'exportateur n'ait pas de compte dans une banque aux Etats-Unis, dans ce cas il pourra utiliser les services de sa banque qui a certainement un correspondant aux Etats-Unis pour faciliter les opérations de ses clients. Dans tous les cas, les dollars ne font que passer d'un compte à un autre. Contrairement à ce que l'on dit très souvent, ils ne sortent pas des Etats-Unis. Ils restent là où ils sont, c'est leur propriété qui change et qui traverse la frontière. Ils ne sortent que juridiquement.

Il n'en est pas toujours ainsi. D'une part, ils peuvent parfois sortir vraiment, physiquement. C'est lorsqu'ils sortent en billets, et cela peut arriver de plusieurs façons : par les touristes, bien que les cartes de crédit réduisent beaucoup la nécessité « d'emporter de l'argent », dans le commerce frontalier où les deux monnaies sont facilement utilisées l'une pour l'autre, enfin dans les transactions que l'on ne veut pas déclarer, puisque les billets sont anonymes, mais non pas les comptes bancaires. D'autre part, une fois sortis les dollars peuvent rentrer. Les touristes étrangers en ramènent en arrivant, mais ce sont surtout les exportations américaines qui les font rentrer, car cette fois-ci ce sont les importateurs étrangers qui demandent à une banque aux Etats-Unis de débiter leur compte et de créditer celui d'un résident. Le dollar revient chez lui, il redevient une monnaie nationale. Il n'y a donc création qu'en contrepartie du solde des échanges, non seulement des marchandises mais aussi des services – le tourisme en est un – comme également des transferts. Et il faut que les importations dépassent les exportations, et les dons accordés les dons reçus. Le solde courant apparaît ainsi comme une première contrepartie de cette création.

Il en est une autre, ce sont les crédits accordés à l'étranger par des banques américaines. Mais celles-ci ne vont pas prêter les dollars qu'elles ont déjà, elles vont créditer les comptes de leurs clients et faire apparaître de cette façon de la monnaie qui n'existait pas. Le dollar international est directement créé comme tel. C'est la formule bien connue « les crédits font les dépôts ». Cela veut dire qu'une créance et une dette apparaissent en même temps. A la balance des paiements les débits et les crédits ont augmenté ensemble. Cela veut-il dire qu'il ne s'est rien passé, comme si les dollars étaient rentrés et sortis en même temps ? Non bien sûr. Si cette fois on retient le solde, on annule la création du dollar international comme on annulerait la création de dollars si le client de la banque était un résident. La monnaie est un concept brut. Elle est une dette qu'équilibre une créance, par conséquent si on soustrait l'une de l'autre, il ne reste rien. La deuxième contrepartie de la création internationale du dollar est donc l'ensemble des crédits accordés au reste du monde par les banques US.

D'autres formes de crédit peuvent entraîner un transfert de dollars au reste du monde. Ce sont les crédits accordés par le secteur privé lorsque par exemple des entreprises US souscrivent du papier commercial émis par des entreprises étrangères – s'il est en dollars. Il y a aussi des crédits du secteur public tels que les souscriptions au capital de certaines institutions internationales. Enfin une dernière contrepartie, et celle-là est importante, est constituée à la fois des investissements directs et des investissements de portefeuille. Dans un cas comme dans l'autre, c'est en utilisant des dollars que les entreprises américaines financent leurs filiales ou achètent des titres étrangers.

Le raisonnement jusqu'ici semble aller de soi. Les choses vont maintenant se compliquer. Car les dollars « sortis » des Etats-Unis peuvent y revenir s'ils sont transférés à des résidents et ils vont l'être, par exemple, si les détenteurs étrangers placent leurs dollars en achetant des titres US. Ils n'ont plus de dollars certes, comme lorsqu'ils importaient des Etats-Unis et qu'ils réglait ces importations, mais cette fois ils disposent d'un avoir, qui possède une échéance au terme de laquelle son détenteur retrouvera ses dollars. Ceux-ci n'ont été que prêtés pour un temps, par des créanciers étrangers qui conservent une créance sur les Etats-Unis, et ce pays a une dette envers eux. Il n'y a pas lieu de faire la compensation ni de retenir un solde net. De toute façon les dollars qui ont permis d'acheter ces titres sont bien « sortis » d'abord des Etats-Unis. La création internationale de dollars est indéniable.

On pourrait faire le même raisonnement lorsque les dollars, une fois transférés à des non-résidents, reviennent à des résidents non pas à l'occasion d'une souscription ou d'un achat de titres, pour être placés aux Etats-Unis, mais pour y être investis. Une difficulté surgit néanmoins. Lorsqu'il s'agit d'investissements directs, comment considérer les dollars investis ? Ou bien ils permettent d'acquérir des biens réels (immeubles, machines, équipements...) comme si le reste du monde les avait importés des Etats-Unis. Dans ce cas les dollars investis ont permis de régler ces achats de biens US, ils sont « rentrés » définitivement, la création de monnaie internationale s'en trouve diminuée d'autant. La compensation doit alors se faire comme dans le cas des exportations. Ou bien ces investissements représentent plutôt un actif financier, ils pourront un jour être augmentés ou réduits, ils pourront faire l'objet d'une transaction. Dans ce cas, ils ne sont pas « rentrés » définitivement, il n'y a pas eu destruction de monnaie internationale. La compensation ne doit pas se faire avec les investissements US à l'étranger, comme elle ne doit pas se faire dans le cas des placements considérés ci-dessus.

La seconde solution nous semble la meilleure. D'une part, les investissements directs se font aussi parfois par une émission de titres qui, elle, de toute évidence, ne doit pas être compensée. C'est ainsi que procèdent certains fonds souverains qui ont pour mission de rentabiliser les réserves de change de certains pays. Pour compenser les autres investissements, et seulement les autres, il faudrait connaître cette ventilation, mais le Département du Commerce ne la précise pas. Peut-il seulement le faire ? D'autre part, ces investissements génèrent des revenus réguliers, sensiblement plus élevés que ceux générés par les placements². Ils sont bien des actifs financiers plus que des biens réels³. Il n'y a pas lieu de déduire les investissements étrangers aux Etats-Unis des investissements, placements ou crédits US à l'étranger. Ceux-ci ont entraîné une création de monnaie internationale, il est logique de considérer que ceux-là ne l'ont pas annihilée.

Et qu'en est-il quand ces investissements s'accroissent du montant des bénéficiaires réinvestis ? Observons au passage que cela renforce leur nature d'actifs financiers. Des dollars ont été transférés aux investisseurs étrangers (la balance des opérations courantes est devenue un peu plus déficitaire). Il y a bien eu création de monnaie internationale. Les investisseurs qui auraient pu les conserver sur leur compte ou acheter des bons du Trésor ont préféré les investir à nouveau.

On peut maintenant regarder la balance des paiements américaine et en déduire la création de monnaie internationale par les Etats-Unis. Nous avons reconstruit la balance de l'année 2010 comme un bilan, l'actif regroupant les débits et le passif les crédits, sans que nous ayons besoin du signe : dans ce bilan un (-) veut dire que le chiffre est négatif d'un côté comme de l'autre. N'oublions pas que nous sommes en présence de flux et que les créances et les dettes peuvent parfois, durant l'année, diminuer. L'utilisation de ces données soulève toutefois quelques difficultés. Leur incidence est très relative, mais il n'est pas sans intérêt d'analyser ces processus d'une façon rigoureuse.

². Les revenus perçus par les Etats-Unis sur leurs investissements directs se sont élevés en 2011 à 10,2 %. Les revenus qu'ils ont perçus sur leurs investissements dits de portefeuille n'ont atteint que 3,25 %.

³. Il peut arriver qu'à la marge un investissement prenne la forme d'une acquisition de biens réels (usine, matériel...). Mais d'une part, les biens achetés ne vont pas être importés mais utilisés sur place. D'autre part, ils ne sont qu'une composante d'un projet beaucoup plus vaste qui n'a été décidé qu'en prenant en compte sa rentabilité financière.

- les crédits accordés par les banques – et leurs engagements correspondants – sont pour l’essentiel en dollars, ils peuvent être aussi en devises. Ces opérations n’ont alors aucune incidence sur le volume des dollars « sortis » des Etats-Unis. Le Département du Commerce effectue cette ventilation périodiquement.

Tableau 1 : Balance des paiements américaine
(année 2010 - en milliards de dollars)

Import. de marchandises	1.935	Export. de marchandises	1.289
Import. de services	403	Export. de services	549
Revenus du capital payés	498	Revenus du capital perçus	663
Transferts courants (nets) en capital (nets)	136 -		
Invest. directs US	351	Invest. directs étrangers	236
Achats titres étrangers	152	Achats étrangers titres US*	150
Crédits du secteur privé	- 7	Engagements secteur privé**	77
Crédits des banques US	515	Engagements banques US	168
Crédits du secteur public	- 7	Engagements secteur public	12
		Bons du Trésor US***	573
Réserves officielles	2	Monnaie US****	28
		Produits fin. dérivés (nets)	14
		Erreurs et omissions	219
Total	3.978		3.978

* : L’achat étranger de titres US comprend des titres, autres que des bons du Trésor, acquis à la fois par des agents privés étrangers (ligne 66 à la balance des paiements) et par des institutions officielles (ligne 62).

** : Les crédits et les engagements du secteur privé sont en fait « recensés par des non-banques ». Les crédits et les engagements des banques US sont en réalité « recensés par des banques ou des courtiers en valeurs ».

*** : Les bons du Trésor US détenus par l’étranger (lignes 58 et 65) comprennent aussi des titres émis par certaines agences ou institutions gouvernementales et détenus par des institutions officielles étrangères (ligne 59).

**** : La monnaie US correspond aux billets qui sont effectivement « sortis » durant l’année.

Sources : Department of Commerce, *Survey of Current Business*, juillet 2011, pp. 70-71.

- il en est de même des crédits accordés – et obtenus – par des « non-banques », il faut également dans ce cas exclure les crédits de nature commerciale qui accompagnent une importation ou une exportation. Il s’agit alors simplement d’un achat/vente à crédit entre deux partenaires.
- les crédits accordés par le secteur public (ligne 46) comprennent surtout des avoirs en devises qui ne sont pas compris dans les réserves officielles. Il n’y a pas de création de dollars en contrepartie⁴.
- les engagements du secteur public comprennent essentiellement des opérations liées à des contrats militaires (ligne 60) dont on voit mal quel peut être leur impact sur les « sorties » de dollars. Ce compte a même accueilli en 2009 la contrepartie de la nouvelle allocation de DTS dont ont bénéficié les Etats-

⁴ Sauf dans le cas d’accords de swaps conclus avec un pays étranger. Nous en parlerons.

Unis ! Cette année-là non plus, il n'y a pas eu pour autant une quelconque création de dollars.

Nous pouvons maintenant puiser dans la balance des paiements de 2010 les données qui nous permettent de poursuivre notre analyse.

- *A l'actif*, on trouve les contreparties de la création de monnaie internationale par les Etats-Unis, c'est-à-dire les opérations par lesquelles ils ont transféré des dollars au reste du monde tout au long de l'année 2010. On retient donc :

leur déficit courant	471
leurs investissements à l'étranger	351
leurs placements à l'étranger	152
les crédits du secteur privé en dollars ⁵	- 20
les crédits de leurs banques en dollars	433
les crédits du secteur public en dollars	3
l'augmentation de leurs réserves	2
Total	1.392

L'augmentation des réserves correspond à une augmentation de la Position de Réserve des Etats-Unis au FMI (1,5 milliard), en contrepartie de laquelle des dollars ont été cédés par le Fonds à un pays tiers. Il y a bien eu création internationale de dollars, comme lorsque les avoirs US en devises ont augmenté (500 millions).

- *Au passif*, on trouve la création de monnaie internationale par les Etats-Unis, qui est égale à l'ensemble de leurs engagements qui sont autant d'avoirs que le reste du monde n'a pu se procurer que parce que des agents économiques ont eu en mains les dollars correspondants. On retient donc :

les investissements directs étrangers	236
les placements étrangers en titres US	150
les crédits obtenus par le secteur privé US ⁶	69
les dépôts étrangers dans des banques US	238
les bons du Trésor souscrits par le reste du monde	573
la monnaie US détenue à l'étranger	28
Total	1.294

Le reste du monde n'a pu investir, placer, prêter, conserver ces dollars en 2010 que parce qu'il en a d'abord disposé. Telle est l'évaluation que l'on peut faire, cette année-là, de la création de monnaie internationale par les Etats-Unis.

⁵. Les crédits du secteur privé ont diminué de 7 milliards, mais les crédits en dollars ont diminué de 20 milliards, parce que les crédits en devises et les crédits commerciaux ont augmenté de l'équivalent de 13 milliards. Les crédits des banques US ont augmenté de 515 milliards dont 433 en dollars. Les crédits du secteur public ont diminué de 7 milliards, mais les crédits en dollars – au bénéfice d'institutions internationales – ont augmenté de 3. Cela veut dire que les avoirs en devises que détient le gouvernement ont diminué de 10 milliards.

⁶. Parmi les crédits obtenus par le secteur privé (77 milliards) les crédits en dollars représentent 69 milliards. Et les dépôts de l'étranger dans des banques US ont augmenté en 2010 de 168 milliards, mais les dépôts en dollars ont augmenté de 238. Cela veut dire que les dépôts en devises ont diminué de 70 milliards.

Il n'est pas étonnant que cette création de dollars telle que nous l'avons mesurée ne corresponde pas exactement à ses contreparties. Les transactions internationales d'un pays ne sont pas enregistrées au jour le jour à la balance des paiements, en respectant la convention de la partie double ; elles sont enregistrées après coup, à partir des statistiques dont les services compétents peuvent disposer dans les mois qui suivent... et il y a toujours des différences entre les débits et les crédits. Ici aussi, c'est pour l'essentiel le poste « erreurs et omissions », on dit plutôt maintenant « écart statistique », qui explique cette différence⁷, sans que l'on puisse déterminer si et dans quelle mesure il faudrait l'ajouter aux autres postes du passif – et auxquels – puisqu'on ne sait pas quelles transactions n'ont pu être enregistrées.

Il reste un compte que nous semblons avoir oublié, ce sont les produits financiers dérivés. Les transactions correspondantes sont inscrites à la balance des paiements US depuis l'année 2006, quand leur montant net a commencé à représenter un pourcentage non négligeable « des entrées nettes de capitaux »⁸. Ces transactions qui ont naturellement un impact sur les avoirs et les engagements des Etats-Unis marquent-elles une « sortie » de dollars ? La réponse ne va pas de soi. D'une part, il existe une grande variété de produits financiers dérivés, les contrats à terme *forward* ou *futures*, les options, les swaps... certaines transactions se font de gré à gré, d'autres passent par un marché. D'autre part, les transactions peuvent être dénouées très rapidement et il n'est pas possible d'évaluer les flux, mais seulement de comparer des positions successives. Enfin ces transactions ne concernent pas toutes des dollars, mais de telles statistiques ne sont pas disponibles. Il semble bien cependant que ces opérations – et les comptes qui leur correspondent – n'ont pas à être pris en compte dans notre analyse. En effet, les règlements dans les transferts de monnaie, n'interviennent pas au préalable, mais le plus souvent *in fine*... quand ils interviennent, ce qui n'est pas toujours ni même souvent le cas. Ils peuvent même intervenir en cours de contrat (*futures*) ou rester tout à fait aléatoires (*options*). Et ces règlements peuvent parfois être considérés aussi bien comme des revenus – ou des pertes – d'un placement que comme des gains – ou des pertes – sur le capital⁹. Toutes ces raisons justifient que nous écartions de telles opérations de notre analyse.

Celle-ci de toute façon ne tend pas à chiffrer, au million de dollars près, la création de monnaie internationale par les Etats-Unis. Elle tend plutôt à mettre à jour les mécanismes et à permettre de mieux comprendre comment fonctionne le système du dollar. Une fois devenu monnaie internationale, le dollar ne reste pas pour toujours sous la forme d'un compte courant dans une banque américaine. Le plus souvent il se transforme, il devient un avoir un peu moins liquide – voire beaucoup moins – que la monnaie.

De la création à la transformation : la liquidité

Reprenons notre schéma. A mesure que les entreprises américaines importent de l'étranger, que des banques prêtent à des non-résidents, que des ménages achètent des titres étrangers... les dollars sont transférés au compte de non-résidents dans des banques US. Ceux-ci peuvent les utiliser eux-mêmes pour acheter des produits américains ou pour placer

⁷. La différence constatée ci-dessus (98 milliards de dollars) ne correspond pas aux erreurs et omissions (219 milliards) du fait des ajustements que nous avons effectués pour déterminer la création de dollars, à propos notamment des opérations en devises et des crédits commerciaux.

⁸. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, juillet 2007, page 38. Ce n'est pas un pourcentage bien significatif puisqu'il revient à comparer ce montant au solde des opérations courantes qui correspond, aux erreurs et omissions près, à la différence entre les engagements et les avoirs.

⁹. Department of Commerce, *op. cit.*, page 40. C'est pourquoi les positions créancières ou débitrices des contractants ne sont pas « uniquement » des créances et des dettes.

ces dollars d'une façon ou d'une autre. Ils peuvent aussi ne pas vouloir les utiliser par eux-mêmes, mais plutôt les échanger dans leur monnaie. Ils vont alors les céder sur le marché des changes, soit à un agent qui les achète parce qu'il en a besoin, soit à la banque centrale qui intervient pour stabiliser le cours. Dans les deux cas, et quel que soit l'agent qui intervient, les dollars restent détenus par un non-résident américain. S'ils règlent des importations (exportations US), il n'y a rien de plus ; s'ils sont placés en actions, en bons du Trésor ou en dépôts à terme, il reste que le non-résident qui n'a plus les dollars sur son compte courant conserve un avoir en dollars, une créance à plus ou moins long terme sur les Etats-Unis. Dans ce premier cas il y a création puis destruction de monnaie internationale ; dans le second il y a création puis transformation.

Ces mécanismes paraissent aller de soi. Il n'en est rien. Afin de mieux comprendre pourquoi, regardons le schéma que nous avons construit, en ne conservant que les opérations financières.

Avoirs		Engagements	
Invest. directs US	351	Invest. directs étrangers	236
Invest. Portefeuille	152	Placements étrangers	150
Crédits du secteur privé	- 20	Crédits obtenus sect. Privé	69
Crédits des banques US	433	Dépôts dans banques US	238
Crédits du secteur public	3	Bons du Trésor US	573
Augmentation réserves	2	Monnaie US	28

Nous avons expliqué que les dollars étaient d'abord cédés à des non-résidents en contrepartie d'investissements, de placements, de crédits faits ou accordés à l'étranger, et qu'ensuite l'essentiel de ces dollars étaient remplacés par d'autres engagements US. La relation va donc de l'actif vers le passif : les crédits font les dépôts.

Et pourtant, si on regarde le tableau ci-dessus, en privilégiant l'aspect purement comptable, ne serait-il pas tout aussi logique de dire que les Etats-Unis cèdent ou prêtent au reste du monde les dollars qu'ils ont empruntés ? La relation irait cette fois du passif à l'actif : les dépôts font les crédits. Après tout, une banque a le pouvoir de créer de la monnaie, mais les Etats-Unis ne seraient-ils pas qu'un simple intermédiaire financier qui doit emprunter pour prêter ?

On reconnaît là la célèbre thèse dite DKS soutenue en 1965 par E. Despres, C. Kindleberger et W. Salant¹⁰. Les Etats-Unis faisaient alors apparaître plusieurs soldes à leur balance des paiements. Le solde le plus connu était calculé en termes de liquidités brutes, c'est-à-dire qu'il mesurait la variation de la position liquide du pays, égale à la différence entre ses réserves et ses engagements liquides. Tous les autres comptes étaient « au-dessus de la ligne ». Cette balance était chaque année, et de plus en plus, déficitaire ; elle était aussi l'objet de critiques incessantes, notamment de la part des pays européens. Les trois auteurs cités ont tout simplement expliqué que ce déficit était lié à la fonction d'intermédiaire financier que leur pays était amené à remplir au plan international... dans l'intérêt même de l'Europe. Une telle fonction rendait cette balance automatiquement déficitaire dans la mesure où les Etats-Unis empruntaient au reste du monde en même temps qu'ils lui prêtaient. Autant

¹⁰ Un excellent résumé de cette thèse a été publié par les trois auteurs dans un article paru dans *The Economist* du 5 février 1966 : *The Dollar and World Liquidity : A Minority View*, pp. 526-529. Cf. aussi M. Lelart, *Le dollar monnaie internationale – Le rôle des Etats-Unis dans la création monétaire internationale*, Editions Albatros, Paris, 1976, pp. 93-97.

dire qu'ils lui empruntaient pour lui prêter, d'autant plus qu'ils prêtaient à plus long terme qu'ils n'empruntaient. Et cela servait les intérêts... de l'Europe qui avait une grande capacité d'épargne et un fort besoin d'investissements. Mais d'une part, l'Europe avait une préférence pour la liquidité plus forte que les Etats-Unis, elle préférait placer son épargne, laisser les Etats-Unis faire les investissements et prendre les risques. D'autre part, les Etats-Unis disposaient de marchés financiers plus performants, la variété des titres offerts y était plus grande et l'écart entre les taux de court et de long terme y était moindre. Le rôle de ce pays était alors tout tracé : il empruntait à court terme à l'Europe et lui prêtait à long terme.

La thèse DKS a suscité à l'époque un certain nombre de critiques. Elles ont concerné la responsabilité de l'Europe dans ce schéma, sa préférence excessive pour la liquidité, l'écart entre les taux US... c'est-à-dire les raisons pour lesquelles les Etats-Unis jouaient ce rôle au profit de l'Europe. Mais le fait qu'ils jouent ce rôle, pour les pays européens ou pour d'autres, n'a pas été remis en cause. Aujourd'hui encore on pense souvent que les Etats-Unis empruntent au reste du monde pour lui prêter. Comment expliquer autrement que l'on parle si souvent, à propos de ce pays, des entrées et des sorties de capitaux et que l'on fasse dépendre les sorties des entrées. L'expression « entrée de capitaux » est ambiguë dans le cas des Etats-Unis puisque les dollars qu'ils empruntent, par exemple en émettant des bons du Trésor, sont déjà sur des comptes dans leurs banques. Ils ne peuvent donc pas « rentrer ». Il en est ainsi de tous leurs engagements. Tous les dollars qu'ils semblent avoir empruntés, ils les ont au préalable, nécessairement, prêtés ou cédés au reste du monde.

Ne pourrait-on imaginer cependant que des dollars prêtés par une banque, par exemple britannique (une « eurobanque »), soient transférés dans une banque américaine ? Cette fois des dollars rentrent aux Etats-Unis sans être sortis au préalable : on pourrait parler d'une « entrée » au vrai sens du mot. En fait cela dépend. Ou bien – c'est le cas le plus fréquent – la banque anglaise va prêter des dollars qu'elle détient chez son correspondant US, lequel va simplement exécuter un transfert du compte de cette banque à celui de son client. Il n'y a pas « d'entrée ». Ou bien la banque anglaise va prêter ces dollars en créditant directement le compte de son client dans ses propres livres. Si ce dernier veut ensuite transférer ces dollars aux Etats-Unis, la banque anglaise débitera son compte et créditera celui de la banque US... laquelle détiendra dans une banque britannique des dollars dont elle ne disposait pas auparavant et qu'elle va inscrire au compte de ce client. Dans ce cas, certainement plus rare, on peut parler d'une entrée de dollars aux Etats-Unis. Mais cette entrée ne précède pas pour autant la sortie. Les deux sont concomitantes : c'est encore le crédit qui fait le dépôt, non pas cette fois du fait d'une banque américaine dans son pays, mais du fait d'une eurobanque hors des Etats-Unis.

Non seulement – hormis ce cas particulier – l'entrée de dollars aux Etats-Unis n'a pas de sens, mais que ce soit l'entrée qui précède la sortie, que les dollars ne puissent sortir que s'ils sont d'abord rentrés, n'en a pas davantage. Car c'est bien ce que veut dire la thèse de l'intermédiation financière : l'institution – ici les Etats-Unis – emprunte pour prêter. Mais à qui ces dollars pourraient-ils être empruntés ? Par qui pourraient-ils être créés avant d'entrer dans leur pays ? Car enfin une monnaie doit exister avant d'être transformée en liquidité. Comme les dollars sont la monnaie américaine, ils ne peuvent être créés qu'aux Etats-Unis¹¹. Le même problème se fait jour pour la création de monnaie nationale. On fait souvent partir le schéma d'un premier dépôt... qui permet un crédit... qui reste en dépôt... Mais d'où vient le

¹¹. Hormis le cas de l'euro-dollar créé par l'eurobanque dans ses propres livres dont nous venons de parler. Mais, nous l'avons dit, le cas est exceptionnel.

premier dépôt ? C'est d'un crédit qu'il faut nécessairement partir, la banque obtenant de la banque centrale –au préalable ou postérieurement – les billets dont elle pourrait avoir besoin.

Et c'est seulement après avoir été créés comme monnaie de règlement que les dollars peuvent être transformés en actifs de réserve plus ou moins liquides. La création ne peut que précéder la transformation. Compenser la variation des avoirs et des engagements des Etats-Unis, de leurs créances et de leurs dettes, conduit à compenser la monnaie et ses contreparties, en un mot à effacer la création¹². C'est pourtant ce que l'on fait le plus souvent. Les Etats-Unis ont commencé à le faire en 1971 quand ils ont publié une balance des liquidités *nettes* dans laquelle les avoirs liquides se trouvaient en dessous de la ligne, comme les engagements liquides. Cette nouvelle balance présentait un solde moins déficitaire que la balance des liquidités brutes, mais en faisant la compensation entre les créances et les dettes, liquides sous la ligne, non liquides au-dessus, on tire un trait sur le rôle essentiel des Etats-Unis¹³.

Le Département du Commerce a fait sienne cette analyse dans les années 80 en considérant « les entrées nettes de capitaux » pour financer le déficit des opérations courantes, comme si les Etats-Unis devaient alors emprunter plus qu'ils ne prêtaient¹⁴. Il n'est pas sans intérêt de noter que les entrées de capitaux correspondent ici à une augmentation des engagements, cela même que nous avons considéré comme une sortie de dollars ! Mais surtout une telle explication méconnaît le fait que les sorties (augmentation des avoirs) entraînaient automatiquement des entrées (augmentation des engagements). Cette analyse se trouve consacrée depuis quelques années, depuis que le Département du Commerce fait apparaître nettement, dans ses commentaires sur la balance des paiements, un solde du compte financier, un « Net Financial Flows » qu'il définit comme la somme des avoirs US à l'étranger et des avoirs étrangers aux Etats-Unis (en fait les variations, et bien sûr la différence car il faut tenir compte du signe). En fait ce solde ne signifie rien de plus que les autres soldes bien connus, il est tout simplement égal au solde des opérations courantes, plus les erreurs et omissions... On est loin de la création internationale de dollars !

Ce qui importe en effet, n'est-ce pas plutôt la quantité de dollars qui devient de la monnaie internationale, non pas cette différence entre les engagements et les avoirs, mais les seuls engagements. A cet égard le solde ci-dessus n'a vraiment aucun sens. Il pourrait être nul, avec un solde courant égal aux erreurs et omissions, il y aurait quand même une augmentation des engagements en dollars dans le monde ! Et il y en aurait toujours si les avoirs dépassaient les engagements, comme avant les années 80, quand la balance courante était excédentaire.

Le passage par les monnaies nationales ne change rien à ces mécanismes. Supposons que des ménages américains achètent des titres japonais, ces titres sont libellés en yens. Il faut donc que des dollars soient échangés contre des yens sur le marché des changes. Supposons maintenant que des entreprises japonaises investissent aux Etats-Unis. Elles disposent de yens qu'elles doivent échanger contre des dollars sur le marché des changes. Naturellement les transactions avec tel ou tel pays, en telle ou telle devise, ne s'équilibrent jamais, même en

¹². Il est un cas où la compensation peut se faire, c'est à propos des opérations sur les produits financiers dérivés. Mais nous avons vu le peu de signification qu'avait la variation nette des positions créditrices et débitrices. On peut aussi compenser les avoirs et les engagements à une date donnée pour calculer une « position financière nette », mais celle-ci a un sens bien précis, comme nous allons le voir.

¹³ Cf. Lelart, *op. cit.*, pp. 88-90.

¹⁴ Cf. la note du Département du Commerce « A Note on the United States as a Net Debtor Nation ». *Survey of Current Business*, juin 1985, page 28.

considérant l'ensemble des transactions, y compris les opérations courantes. L'équilibre va se faire par une variation des réserves détenues par les autres pays ou par une variation des cours des autres monnaies par rapport au dollar¹⁵. Cette variation induite *ex ante* par les mécanismes de création de la monnaie internationale, va avoir des conséquences *ex post* sur l'accumulation des avoirs en cette monnaie... c'est-à-dire sur les agrégats correspondants.

Des flux aux stocks : les agrégats

Nous avons considéré jusqu'ici la création de monnaie internationale par les Etats-Unis chaque année, à partir de leur balance des paiements. Il est normal que les mécanismes soient analysés de cette façon, à la marge pourrait-on dire, en considérant les flux, pour répondre à la question « comment cela se passe ? » et savoir combien de dollars deviennent de la monnaie internationale chaque année. Il est tout aussi important d'analyser le résultat de toutes ces opérations au fil des années pour connaître la situation à un moment donné en considérant cette fois les stocks. Après la balance, le bilan. En fait on ne peut pas présenter le bilan international des Etats-Unis car il devrait regrouper l'ensemble des transactions effectuées avec le reste du monde, notamment les opérations courantes dont il faudrait faire le cumul non seulement depuis la guerre, mais depuis que le pays fait du commerce avec l'étranger... Mais le Département du Commerce publie régulièrement la position financière internationale qui regroupe seulement les transactions financières. De ce fait elle ne peut pas être équilibrée : son solde est égal, par définition, à la différence entre les avoirs et les engagements extérieurs des Etats-Unis. Il correspond en même temps au solde cumulé des opérations courantes dont on ne connaît pas le détail. A la fin de 2010, cette différence est égale à - 2.581 milliards de dollars. La position financière internationale US est donc négative. Les Etats-Unis doivent au reste du monde près de 2.600 milliards de dollars de plus que le reste du monde ne leur doit.

Cette situation varie d'une année à l'autre, au gré des transactions enregistrées à la balance des paiements, à mesure que les Etats-Unis achètent, vendent, prêtent... de plus en plus au reste du monde. Le montant de leurs avoirs et de leurs engagements à la fin de l'année devrait correspondre exactement à ce montant à la fin de l'année précédente, augmenté ou diminué des transactions effectuées durant l'année. Il n'en est rien, pour trois raisons. La première tient à des variations de prix. La valeur des avoirs officiels en or, par exemple, varie avec le cours du métal ; la valeur des titres, notamment celle des actions, comme celle des investissements directs effectués auparavant varie régulièrement. La deuxième raison tient aux fluctuations des cours du change qui peuvent affecter la valeur des avoirs en devises – bien que les Etats-Unis en détiennent très peu – comme la valeur des titres étrangers libellés dans la monnaie nationale, ou celle des engagements d'entreprises US par exemple exprimés en devises. Enfin la troisième raison tient à des ajustements statistiques inévitables, le plus souvent liés à une amélioration du recensement ou à une révision des comptes, ce à quoi le Département du Commerce procède au moins une fois par an, au mois de juin. Ce triple impact n'a pas été négligeable en 2010 par rapport aux flux de capitaux de l'année. Il est moins important par rapport aux avoirs et aux engagements en début d'année car il concerne les avoirs et les engagements d'une façon à peu près égale – à 200 milliards près – et tous comptes faits il n'affecte guère le solde de cette position financière (*cf.* tableau 2).

¹⁵ On sait que ce sont les autres banques centrales qui interviennent sur le marché de changes, et que ce sont leurs réserves qui varient. Les Etats-Unis n'interviennent que rarement et leur avoirs en devises varient peu (une seule fois plus de un milliard de dollars depuis 2000... sauf du fait de variations de cours dont nous allons parler).

Tableau 2 : Position financière internationale US
(fin 2010 – en milliards de \$)

Avoirs US		Engagements US	
Investissements directs US	4.429	Invest. directs étrangers	2.659
Invest. portef. Actions	1.737	Actions	2.992
autres titres	4.486	Autres titres	2.868
Créances du secteur. Privé	874	Engag. secteur privé	1.366
banques US	4.573	banques US	3.885
secteur public	75	secteur public	110
Réserves officielles	489	Bons du Trésor	5.022
		Monnaie US	342
Total	16.663		19.244
PFI des Etats-Unis au 31/12/2010 : 16.663 – 19.244 = - 2.581 milliards de \$			

	Avoirs	Engagements	Solde
Position fin 2009	14.986	17.517	- 2.531
Flux année 2010	1.005	1.244	- 239
Variation de prix	622	540	189
Variation de change	- 52	- 12	
Autres variations	101	- 45	
Position fin 2010	16.663	19.244	- 2.581

Sources : Department of Commerce, *Survey of Current Business*, juillet 2011, page 121.

Il n'en est pas de même pour la création de monnaie internationale qui, au contraire, est un concept *brut*. Nous allons maintenant considérer non plus le mécanisme par lequel chaque année des dollars « sortent » des Etats-Unis, mais le résultat : combien sont-ils sortis à un moment donné ? Il suffit de prendre cette fois le total des engagements US. A la fin de 2010 ils s'élevaient à 19.244 milliards de dollars. Quelques ajustements sont nécessaires, comme ils l'ont été pour les flux. D'une part, les engagements des banques sont surtout des dépôts reçus. La plupart sont en dollars, mais il en est en devises, comme leurs crédits. De même une fraction des engagements des « non-banques » envers des entreprises étrangères sont en devises ou s'apparentent à du crédit commercial obtenu. D'autre part, les engagements du secteur public correspondent à des opérations liées à des contrats militaires, par exemple à des acomptes reçus. Ces diverses opérations n'ont pas d'impact sur la création de dollars.

Une correction beaucoup plus significative celle-là, et plus importante aussi, semble également se justifier. Il s'agit des investissements directs qui, dans la balance des paiements, sont évalués « at current cost », c'est-à-dire aux prix courants, aux prix pendant la période considérée. Le Département du Commerce évalue aussi les investissements directs, US comme étrangers, de deux autres façons. La première est une évaluation « at historical cost », ou « at book value », c'est-à-dire à leur coût quand ils ont été effectués, au coût qui est inscrit dans les comptes des entreprises. La seconde, effectuée depuis 1982, correspond au concept nouveau de « fair value ». C'est une évaluation « at market value », qui est obtenue en utilisant des indices boursiers, ce qui permet de tenir compte des actifs incorporels que l'on ne peut évaluer directement. Laquelle de ces valeurs devons-nous retenir ?

- Les investissements directs US quand ils ont été effectués ont nécessité des règlements correspondants à leur coût. Dès lors ce coût mesure bien la « sortie » de dollars qu'ils ont entraînée. L'évaluation au coût historique semble donc la meilleure, quand il s'agit de flux, pour évaluer la création de dollars pendant une année. Mais le cumul de ces investissements sur une longue période (2.343 milliards à la fin de 2010) est peu significatif, du fait de l'inflation¹⁶.
- Quand la valeur de marché de ces investissements augmente, dans les années qui suivent, cette augmentation ne correspond à aucune sortie de dollars. Cependant ces investissements peuvent être cédés sur le marché et remplacés par des dollars pour une valeur équivalente¹⁷. Cette évaluation (3.451 milliards) semble mieux adaptée pour mesurer, à un moment donné, la quantité d'avois en dollars détenus par le reste du monde.

On peut ainsi mesurer *ex post*, si l'on peut dire, la création de monnaie internationale par les Etats-Unis, à la fin de 2010, de la façon suivante¹⁸ :

envers les secteurs (en milliards de dollars)			
	officiel	privé	Total
Investissements directs	-	3.451	3.451
Placements : actions	-	2.992	2.992
autres titres	-	2.868	2.868
Engagements secteur privé	618	491	1.109
des banques US	178	3.152	3.330
Bons du Trésor	3.957	1.065	5.022
Monnaie US	-	342	342
Total	4.753	14.361	19.114¹⁹

La quantité de dollars transférés au reste du monde et qui ne sont pas « revenus » définitivement aux Etats-Unis atteint donc, en valeur actuelle si l'on peut dire, 19.114 milliards de dollars au 31 décembre 2010. Encore une fois, ces chiffres sont simplement des ordres de grandeur. D'une part, nous avons procédé, comme pour les flux, à un certain

¹⁶ On sait que les investissements de l'année, comptabilisés aux prix courants, sont affectés, quand ils sont pris en compte dans la position financière, d'un ajustement lié aux variations de prix ou au taux de change (*cf. supra*). Le chiffre ci-dessus est donné dans le *Survey of Current Business*, juillet 2011, page 126.

¹⁷ Dans le cas où les investissements effectués feraient l'objet d'une cession à des résidents US qui, en réglant cette transaction, transfèreraient des dollars à des non-résidents. Mais si cette cession se fait au profit de non-résidents, les dollars ne font que circuler entre deux non-résidents. En aucune façon les Etats-Unis ne sont impliqués.

¹⁸ Après les mêmes ajustements que nous avons effectués pour les flux. Parmi les engagements du secteur privé US (1.366 milliards), 748 sont envers le secteur privé étranger, parmi lesquels 491 milliards seulement en dollars. Parmi les engagements du secteur bancaire US (3.885 milliards), 3.707 sont envers le secteur privé étranger, parmi lesquels 3.152 milliards sont en dollars. Les banques ont 178 milliards de dépôts envers le secteur officiel étranger. On ne dispose pas de données plus précises, mais on peut penser que les banques centrales n'ont que des comptes en dollars dans les banques américaines. A l'inverse, nous n'avons pas tenu compte des positions relatives aux produits financiers dérivés pour les mêmes raisons que nous n'avons pas tenu compte du solde de ces opérations quand nous avons étudié les flux.

¹⁹ Ce montant est quasiment identique au total des engagements US tels qu'ils apparaissent dans la position financière internationale (19.244 milliards de dollars). C'est pure coïncidence si les ajustements que nous avons effectués se compensent aussi parfaitement en 2010... Il n'en est pas de même d'autres années.

nombre d'ajustements qui peuvent être discutés. Ils ont surtout permis d'analyser des mécanismes qu'il n'est pas toujours facile de bien comprendre. D'autre part, les données annuelles proviennent de la balance des paiements dont on sait que, si elle est toujours parfaitement équilibrée, c'est grâce aux erreurs et omissions. Les comptes financiers sont, certes, les mieux connus... quand ils ne sont pas dissimulés. Les données en termes de stocks proviennent de la position financière internationale qui est toujours équilibrée elle aussi, mais la position nette, comme les erreurs et omissions, est un solde. Enfin les données d'une année, aussi bien qu'à une date précise, sont revues et corrigées chaque trimestre pendant les premières années qui suivent. Elles sont toutes estimées, parfois à l'aide de modèles. Elles ne résultent pas de déclarations officielles basées sur des documents certifiés. On comprend que le Département du Commerce ait souligné « le caractère imprécis » de ces données et conseillé d'utiliser cette position financière avec précaution²⁰.

Quelques comptes cependant sont mieux connus et de ce fait plus précis. Ce sont les engagements envers le secteur officiel (4.753 milliards). Les banques centrales étrangères détiennent surtout des bons du Trésor, mais aussi des titres émis par des entreprises et quelques dépôts dans les banques US. Mais le Fonds Monétaire International chiffre à cette date les avoirs en devises des banques centrales à 5.970 milliards de DTS, soit 9.195 milliards de dollars. Il y a là des dollars, des euros, des yens, des livres... On considère habituellement que les dollars représentent à peu près 65 % des avoirs en devises. Cela ferait près de 6.000 milliards, soit 1.200 milliards de plus que le montant qui ressort de la position financière. Cela tient à l'imprécision des données, mais aussi sans doute aux investissements effectués par les fonds souverains qui ne sont pas des banques centrales mais qui gèrent le plus souvent une partie de leurs réserves de change.

Les réserves de change, les banques centrales, le Fonds Monétaire, nous entrons maintenant dans les liquidités internationales, du moins celles qui sont officielles. Notre analyse permet maintenant de mesurer un concept de liquidités internationales qui, tout en ne considérant que les dollars, soit plus large que les liquidités officielles. Les engagements extérieurs US envers le secteur privé s'élèvent à 14.361 milliards de dollars. Mais peut-on toujours parler de « liquidités internationales » ?

De quoi s'agit-il cette fois ? A la fois des avoirs extérieurs liquides, tels que des billets US ou des dépôts dans des banques US, des avoirs quasi liquides tels que des bons du Trésor ou des titres courts émis par des entreprises US (du papier commercial), enfin des avoirs moins liquides comme les « autres titres » qui peuvent être par exemple des obligations, enfin des avoirs qui ne sont plus liquides du tout, comme les actions d'entreprises US et surtout les investissements directs effectués par l'étranger. Les liquidités internationales en dollars ne pouvant comprendre que des avoirs réellement liquides, ou presque, on peut définir plusieurs agrégats internationaux. Au 31 décembre 2010 :

- Les liquidités officielles s'élèvent à 4.753 milliards. Cet agrégat est bien connu, surtout dans sa mesure effectuée par le FMI.
- Les liquidités internationales, c'est ainsi qu'on les appelle, comprennent aussi les liquidités « privées » (5.050 milliards), soit 9.803 milliards. Elles correspondent à la base monétaire internationale du dollar²¹.

²⁰ Cf. les deux notes du Département du Commerce déjà indiquées, *Survey of Current Business*, juin 1985 et juin 1989.

²¹ Du moins à une conception étroite qui met l'accent sur la liquidité. L'ensemble des engagements US (19.114 milliards de dollars) en est une conception plus large.

Ces liquidités internationales n'épuisent pas toutes les opérations en dollars. Elles en appréhendent une partie, la partie qui reste ou qui est devenue plus ou moins liquide, mais non pas l'ensemble. La création internationale de dollars apporte un éclairage nouveau. Qu'il s'agisse des flux mesurés chaque année (1.294 milliards en 2010) ou des stocks qui s'accumulent chaque année (19.114 milliards fin 2010), elle est une donnée qu'il est intéressant d'analyser et qui peut permettre de mieux comprendre le fonctionnement du système monétaire et financier international.

Quelques commentaires

Considérons d'abord les flux : la « sortie » de dollars chaque année. Nous l'avons mesurée par l'augmentation des engagements US enregistrée à la balance des paiements. Nous avons éliminé les engagements des banques et des « non-banques » en devises, les dettes commerciales des entreprises et les dettes « militaires » officielles qui n'entraînaient pas de transferts de dollars à l'étranger. Ces corrections sont difficiles à faire pour des années anciennes pour lesquelles les données nécessaires ne sont pas disponibles, et elles n'ont de toute façon qu'une incidence marginale. C'est pourquoi les tableaux 3 et 4 retracent l'évolution des engagements US non corrigés depuis 1960.

La première constatation qui s'impose est leur vertigineuse augmentation : 1,8 milliard en moyenne par an dans les années 50, moins de 5 milliards durant les années 60, quelques dizaines de milliards durant les années 70, quelques centaines durant les années 80, plus du double la décennie suivante, et toujours de plus en plus depuis, jusqu'à plus de 2.000 milliards de dollars en 2006 puis 2007, avant la crise. La sortie de dollars des Etats-Unis n'a pas seulement augmenté de façon quasiment exponentielle, elle a augmenté d'une façon très irrégulière. On peut parler d'une extrême volatilité. Cette sortie a progressé certaines années de plus de 60 %, voire quelques années de près de 80 %, et elle a diminué sensiblement d'autres années. La dernière décennie a été particulièrement volatile, comme on peut le constater sur le tableau 3.

Cette volatilité se retrouve dans les contreparties. La balance des opérations courantes est toujours déficitaire depuis 1982, et son déficit augmente à peu près régulièrement, si on excepte le ralentissement depuis trois ans. On peut faire la même observation à propos des investissements et placements US à l'étranger, si on excepte encore une fois les trois dernières années. Les crédits accordés par les secteurs bancaire et non-bancaire connaissent des fluctuations beaucoup plus accusées. La compensation ne s'établit pas systématiquement entre ces contreparties, pas même partiellement. Il faut bien comprendre que ces comptes recensent parfois des opérations très diverses. Les crédits du secteur bancaire par exemple peuvent être des crédits accordés par des banque US, mais aussi des dépôts, des certificats de dépôt, d'autres titres de créances négociables détenus par des banques ou par des courtiers. Ce peut être aussi des créances liées à des cessions temporaires de titres (opérations de pension) qui servent de garanties. Leurs débiteurs étrangers peuvent être d'autres banques, les filiales de banques américaines ou leur banque-mère, des firmes étrangères ou des filiales d'entreprises US, des institutions officielles... ou de simples non-résidents. Tous ces agents peuvent être situés dans un pays ou un autre, en Europe, au Royaume-Uni, au Japon, dans les Caraïbes...

Il va de soi que les transactions effectuées par les Etats-Unis avec le reste du monde sont d'une extrême diversité, elles concernent une infinité d'agents en contact avec une infinité de partenaires dans un grand nombre de pays étrangers. Elles entraînent, les unes et

les autres, un transfert de dollars à l'étranger pour des montants que l'on ne peut que mesurer *ex post* en cherchant à les expliquer. Cette volatilité apparaît plus nettement encore quand on examine les opérations de chaque trimestre. On observe parfois, à l'intérieur d'une année, des variations très importantes qui sont même quelquefois des changements de sens : un trimestre les dépôts augmentent, le suivant ils diminuent, et vice-versa... La création internationale de dollars résulte des transactions effectuées jour après jour entre toute l'économie américaine et toutes les économies étrangères.

Comment cela s'est-il passé au moment de la crise qui a débuté l'été 2007 ? La « sortie » de dollars est passée de 2.065 milliards cette année-là à 431 l'année suivante et à 336 milliards en 2009. Cette chute brutale est en réalité encore plus brutale qu'il n'y paraît. Car la Réserve Fédérale a négocié en 2008 un swap avec plusieurs banques centrales étrangères, spécialement la BCE et la Banque du Japon, auxquelles elle a fourni en septembre 500 milliards de dollars contre l'équivalent en devises. Le swap a été dénoué au 1^{er} semestre 2009. Les 500 milliards de dollars ont été inscrits dans les engagements du Trésor (ligne 58)²², ils ont donc augmenté d'autant l'augmentation globale des engagements US. Et ils ont réduit d'autant cette augmentation l'année suivante. Si on ne retient pas cette opération exceptionnelle et qui s'est dénouée en moins d'une année, la création internationale de dollars a été ces années-là non pas de 431 puis 336 milliards, mais de - 69 puis 836 milliards. Du fait de la crise, la sortie de dollars a donc été légèrement négative, avant de retrouver les années suivantes un niveau plus normal avec 836, puis 1.244 milliards²³.

Ce retournement spectaculaire va se retrouver naturellement dans les contreparties de cette sortie de dollars. On peut le constater à partir du tableau 3 :

(en milliards de \$)	2007	2008	Variation
Déficit courant	710	677	- 33
Investissement et placement US	781	132	- 649
Créances banques et courtiers	650	- 542	- 1.192
Créances non-banques	1	- 456	- 457
Total	2.142	- 189	- 2.331
Sortie de dollars (ajustée) ²⁴	2.065	- 69	- 2.134

Le déficit courant s'est à peine réduit en 2008, les opérations financières au contraire se sont considérablement réduites. Cela est surtout le cas des opérations effectuées par les banques et les courtiers en valeurs. Les banques US ont réduit leurs crédits à la clientèle étrangère comme à leurs partenaires étrangers. Les courtiers ont surtout réduit les mises et les prises en pension de titres. Les « non-banques » ont diminué leurs dépôts à l'étranger. Il est normal que l'impact de la crise se soit étendu aux opérations financières effectuées entre les

²². La contrepartie a été inscrite dans les avoirs publics autres que les réserves officielles (ligne 49). Ce compte n'a pas été repris dans les contreparties indiquées dans le tableau 3 car il enregistre essentiellement la variation des avoirs en devises détenus par le gouvernement. Elle est sans influence sur les dollars et elle est sans importance.

²³. Et 507 milliards au 1^{er} trimestre 2011. La sortie de dollars va-t-elle retrouver son rythme : une augmentation sensible mais irrégulière ?

²⁴. L'ajustement concerne le swap de 500 milliards dont nous venons de parler. L'écart que l'on peut constater entre la création de dollars et ses contreparties (77 milliards en plus dans les contreparties en 2007, 120 en moins en 2008) tient aux erreurs et omissions et à quelques opérations que nous n'avons pas prises en compte, comme le solde des opérations sur produits financiers dérivés ou les variations des réserves officielles US.

Etats-Unis et le reste du monde. Il s'est manifesté par une réduction drastique de la sortie de dollars en 2008.

La crise n'a pas eu de conséquences que sur les sorties de dollars pendant l'année 2008 (les flux). Elle en a eu sur la quantité de dollars devenus – depuis nombre d'années – une monnaie internationale (les stocks). L'impact cette fois est beaucoup plus relatif, tant cet agrégat a progressé vite. Il a « perdu » quasiment 1.000 milliards en 2008, les a récupérés l'année suivante, et largement repris en 2010. A la fin de cette année il atteint près de 20.000 milliards de dollars ! Un quart est détenu par des banques centrales sous forme liquide ou quasi liquide, un peu plus est détenu, sous cette même forme, par des agents privés.

Le tableau 4 retrace l'évolution de ces agrégats. On dispose de peu de données pour les années lointaines d'après-guerre : le total des engagements se situait sans doute autour de 30 milliards au total en 1950, autour de 40 en 1960, près de 100 en 1970. A partir de cette date les données deviennent plus fiables. La progression n'a pas été régulière, mais elle a été forte, notamment dans les années qui ont suivi l'inconvertibilité du dollar, le 15 août 1971²⁵. En définitive, depuis cet événement, la quantité de dollars transférée dans le monde est passée de 100 milliards à près de 20.000 ! 200 fois plus en quarante ans, et malgré le ralentissement dû à la crise ! La progression moyenne est de 14 % par an. Un tel taux, pendant une durée aussi longue, est tout simplement vertigineux. Qu'est-ce qui, dans l'économie internationale et même dans l'économie en général, peut croître à ce rythme aussi longtemps ? Non seulement les sorties de dollars varient beaucoup d'une année à l'autre, mais les dollars sortis augmentent très rapidement.

Les contreparties ont également changé pendant tout ce temps, du moins jusqu'à mi-parcours. Quatre phases peuvent être dégagées assez nettement, sans que les périodes commencent exactement le 1^{er} janvier chaque fois !

- Dans les années 50, les Etats-Unis offrent aux pays européens le Plan Marshall. Ces 15 milliards de dollars sont transférés aux pays concernés qui vont les détenir... et les utiliser. En fait ils sont *donnés*, leur contrepartie à la balance des paiements est le compte « Transferts ».
- Dans les années 60, l'Europe est reconstruite, les entreprises américaines y investissent et les pays accueillent volontiers ces investissements qui annoncent des emplois et de la technologie. Les dollars sont *investis* et inscrits comme « Investissements directs ».
- Dans les années 70, le phénomène de l'euro-dollar a commencé. Des banques européennes prêtent des dollars, notamment à des pays étrangers. Les banques américaines vont le faire aussi, en créant directement des dollars comme nous l'avons vu. Les dollars dont *prêtés*, ils viennent grossir les créances des banques US.
- A partir de 1982, la date cette fois est exacte, les Etats-Unis commencent à importer plus qu'ils n'exportent, et cela dure depuis trente ans. Ils achètent plus qu'ils ne vendent, ils doivent donc régler la différence. Les dollars sortent pour être disons « *cedés* », la contrepartie est le déficit des opérations courantes²⁶.

²⁵. C'est parce que les sorties de dollars se sont accélérées (23 milliards en 1971, sans doute une bonne partie pendant les deux premiers trimestres) que le Président Nixon a pris sa décision le 15 août.

²⁶. En fait c'est la balance commerciale qui est fortement déficitaire, un peu plus encore avec les transferts. Mais les services et les revenus des capitaux sont toujours excédentaires.

Ce dernier changement a eu des conséquences sur la position financière internationale des Etats-Unis. Lorsque la balance des opérations courantes était excédentaire, et que les dollars sortaient pour être investis ou prêtés, les avoirs des Etats-Unis augmentaient plus que leurs engagements. Leur position financière s'améliorait. Lorsque cette balance est devenue déficitaire, et que des dollars sont sortis pour être cédés en règlement des importations qui dépassaient les exportations, les engagements US ont commencé à progresser plus vite que leurs avoirs et leur position financière a commencé à se détériorer. Cette évolution apparaît bien dans le tableau 4. Jusqu'en 1980, cette position s'est améliorée jusqu'à atteindre un solde positif de 361 milliards de dollars. Les Etats-Unis étaient – et de plus en plus – un pays créancier du reste du monde. Leur position a commencé à se détériorer l'année suivante²⁷ jusqu'à présenter en 1986 un solde négatif – pour la première fois – de 28 milliards. Les Etats-Unis devenaient un pays débiteur. Et au gré du déficit courant qu'ils connaissent chaque année depuis, leur position s'est dégradée au point que leurs engagements dépassent leurs avoirs de 2.581 milliards de dollars à la fin de 2010.

Mais si l'on évalue les investissements directs non pas aux prix courants, mais au prix du marché, la position financière internationale atteint - 2.956 milliards. La différence n'a jamais été très grande. Mais elle a suffi à faire en sorte que la position ainsi calculée soit devenue négative non pas en 1986, mais trois années plus tard. De plus cette différence s'est amplifiée en 2008, l'année de la crise, et la position ainsi calculée s'est fortement dégradée, le solde négatif passant de 1.350 milliards à 4.150 (tableau 4). Deux facteurs expliquent cet écart exceptionnel, à égalité : d'une part les variations de prix et de change ont affecté en 2008, à la baisse, la valeur nette des investissements effectués jusque là (*cf. supra*) ; d'autre part ces mêmes variations ont affecté, dans le même sens, la valeur nette de marché de ces investissements. On peut constater que d'autres années la prise en compte de la valeur de marché a influencé sensiblement la position financière nette et parfois même son évolution : en 2006, cette position s'est détériorée ou améliorée selon que les investissements directs sont évalués aux prix courants ou à la valeur du marché. Cette différence modifie également le total des engagements US et par le fait même le total des avoirs en dollars du reste du monde. La création de monnaie internationale par les Etats-Unis, évaluée « ex post » à un moment donné, se trouve elle aussi dépendre du marché.

Conclusion

Considérer que les dollars deviennent une monnaie internationale quand ils sortent des Etats-Unis, ou plus précisément quand ils sont transférés à des non-résidents, définir la création de monnaie internationale par les Etats-Unis par le total de leurs engagements envers le reste du monde permet de mettre en évidence l'originalité des mécanismes correspondants. Les Etats-Unis sont tout à la fois une banque centrale, puisqu'ils sont la source ultime du dollar, une banque commerciale qui prête au reste du monde, un intermédiaire financier dont le passif est plus liquide que l'actif, enfin un agent économique qui achète, dépense, investit... et en même temps émet de la monnaie internationale. Il s'ensuit qu'on ne peut pas mesurer exactement la quantité de dollars qui deviennent (flux) – ou qui sont devenus (stocks) – de la monnaie internationale, tant les données correspondantes sont imprécises, d'autant plus que la valeur des créances et des dettes à un moment donné dépend du marché. Il s'ensuit aussi qu'on ne peut expliquer facilement l'ampleur de ces mécanismes, ni le volume de ces opérations, tant sont nombreux et divers les facteurs qui sans cesse les influencent. Il s'ensuit

²⁷ Leur balance courante était alors excédentaire. Mais ils déterminaient le solde d'une « balance des liquidités » qui isolait leurs avoirs officiels et leurs engagements liquides, ceux-ci augmentant plus vite que ceux-là. Leur position financière s'améliorait, mais leur position liquide se détériorait.

enfin qu'on ne peut contrôler ni réguler cette transformation de la monnaie américaine qui est toujours, et de loin, la principale monnaie internationale. On peut essayer de la mesurer à peu près. On peut chercher à comprendre, après coup, ce qui s'est passé. C'est tout.

Et cette situation a d'autres inconvénients, souvent dénoncés. C'est notamment d'introduire au cœur des relations monétaires et financières entre les Etats une véritable dissymétrie puisque l'un d'eux peut toujours se servir de sa monnaie et donc acheter ce qu'il veut, alors que les autres doivent utiliser, non pas toujours mais souvent, la sienne. Ce « privilège exorbitant » a été critiqué maintes fois et pas seulement par Jacques Rueff et le Général de Gaulle. Dans les années 60, il y a presque cinquante ans, les Etats-Unis affirmaient non seulement la nécessité de faire disparaître le déficit de leur balance des paiements²⁸, mais leur ferme volonté de revenir à l'équilibre... ! Une autre conséquence est qu'au niveau international les créances et les dettes s'équilibrent. Non seulement les Etats-Unis sont endettés (2.581 milliards) envers d'autres pays qui sont leurs créanciers, mais leurs engagements, dont le total correspond à une création de monnaie internationale (19.244 milliards), sont nécessairement plus liquides que leurs avoirs. Le reste du monde détient de ce fait une créance énorme, qui ne cesse de grandir, et qui est, pour plus de la moitié, relativement liquide.

Le serait-elle moins que l'essentiel du problème subsisterait. Car à l'échéance le créancier étranger peut opter pour un autre type de créances ou d'avoirs voire en une autre monnaie qu'il peut acheter sur le marché des changes en cédant ses dollars. Une variation du cours peut faciliter la transaction, elle n'empêchera pas que les avoirs en dollars détenus par le reste du monde ne peuvent diminuer qu'à deux conditions. La première était pratiquée avant d'être supprimée en 1971 : le rachat de ces dollars en or par le Trésor US. La seconde, la seule possible désormais, serait un rachat de leurs dettes par les Etats-Unis, soit en exportant plus qu'ils n'importent – ils rachètent en vendant des biens – soit en réduisant leurs avoirs – ils rachètent en vendant des titres ou en liquidant des investissements par exemple.

On voit mal le système dollar s'éteindre tout doucement de cette façon. Ne pourrait-il au moins se stabiliser : les engagements US ne diminueraient pas, mais ils ne progresseraient plus. La solution est presque aussi difficile à imaginer : il faudrait que les Etats-Unis ne prêtent plus et n'investissent plus à l'étranger qu'à concurrence de l'excédent de leur balance courante. Le risque n'est-il pas plutôt que la mécanique continue ? Elle pourrait bien sûr se ralentir, et il faut l'espérer. Mais supposons un instant qu'il n'en soit rien, et que le rythme observé depuis quarante ans se maintienne. Cela n'est tout de même pas une hypothèse farfelue ! Dans dix ans, les 20.000 milliards actuels seraient devenus 72.000... et dans quarante ans les avoirs en dollars du reste du monde atteindraient 3,8 millions de milliards. Ecrivons ce chiffre qui nous fait penser aux années-lumière : 3.800.000.000.000.000 dollars. Quand aux années qui suivent, car nous ne serons jamais qu'au milieu du siècle, il faut espérer que d'ici là les économistes se seront initiés à l'astronomie ... !

N'est-il pas grand temps de mettre un terme à cette mécanique infernale d'accumulation bien peu compatible avec le souci largement partagé aujourd'hui d'améliorer la gouvernance au niveau mondial ? N'est-il pas grand temps d'imaginer et de mettre en place un autre système monétaire international, un système qui en soit vraiment un, et qui concerne d'abord la monnaie ?

²⁸ Il s'agissait alors du déficit de leur balance en termes de liquidités.

Tableau 3 - Création internationale de dollars (flux) et contreparties
(en milliards de dollars)

	Sortie de dollars	CONTREPARTIES			
		solde courant	Investissements Placements	Créances de banques	Créances de non banques
1960	2	-2	2	1	
65	1	-5	6	-	-
70	6	-2	9	1	1
72	21	6	8	4	1
74	34	-2	11	20	3
76	37	-4	21	21	2
78	64	15	20	34	4
80	58	-2	23	47	4
1982	95	6	13	111	-7
84	116	94	21	11	-1
86	228	147	28	60	22
88	245	121	31	54	21
90	139	79	66	-12	28
1992	168	52	97	-21	-
94	303	122	143	4	36
96	548	125	241	92	86
98	421	215	273	36	38
2000	1 038	416	287	133	139
2001	783	397	233	136	9
2	795	457	203	38	50
3	858	519	396	13	18
4	1 533	629	487	366	153
5	1 247	746	287	208	71
2006	2 365	801	610	502	181
7	2 065	710	781	650	1
8	431	677	132	-542	-456
9	336	377	530	243	-145
2010	1 244	471	503	515	-7

Sources : Department of Commerce, *Survey of Current Business*.

Pour les années depuis 1980 : juillet 2011 pp. 70 et 71

Pour les années antérieures, divers numéros

Tableau 4 - Création internationale de dollars (stocks) et position financière internationale des Etats-Unis
(en milliards de dollars)

	Liquidités internationales		Position Financière Internationale			
	officielles	privées	Engagements = CMI	Avoirs	Solde = PFI nette	Avec invest. au prix du marché
1960	12	10	41	86	45	
65			63	123	60	
70	24	26	98	167	69	
72			145	196	51	
74			195	258	63	
76	104	85	292	457	165	
78	173	120	415	621	206	
80	181	186	569	930	361	
1982	195	305	777	1 108	331	236
84	204	482	1 038	1 205	167	134
86	247	656	1 497	1 469	-28	101
88	329	874	1 997	1 830	-167	10
90	380	1 063	2 409	2 179	-230	-164
1992	440	1 160	2 742	2 332	-410	-452
94	542	1 386	3 286	2 986	-300	-145
96	828	1 757	4 496	4 032	-464	-360
98	903	2 227	5 954	5 096	-858	-1 071
2000	1 037	2 495	7 576	6 239	-1 337	-1 581
2001	1 115	2 728	8 184	6 309	-1 875	-2 339
2	1 258	3 157	8 694	6 649	-2 045	-2 454
3	1 570	3 158	9 732	7 638	-2 094	-2 340
4	2 020	3 836	11 594	9 341	-2 253	-2 449
5	2 313	4 188	12 762	10 771	-1 991	-2 067
2006	2 833	5 081	15 441	13 189	-2 252	-1 869
7	3 412	5 760	17 708	15 840	-1 868	-1 351
8	3 944	5 796	16 757	13 337	-3 420	-4 155
9	4 403	5 352	17 517	14 986	-2 531	-2 852
2010	4 864	5 860	19 244	16 663	-2 581	-2 956

Sources : Department of Commerce, *Survey of Current Business*.

Pour les années depuis 1980 : juillet 2011 pp. 70 et 71

Pour les années antérieures, divers numéros

Notes du tableau 3 :

col. 2 : Sorties de dollars = augmentation des engagements US envers le reste du monde pendant chaque année (ligne 55)

= création de monnaie internationale par les Etats-Unis.

col. 3 : 1ère contrepartie : solde des opérations courantes (ligne 77). Le signe (-) signifie un excédent.

col. 4 : 2ème contrepartie : augmentation des investissements et placements US à l'étranger (ligne 51 et 52).

col. 5 : 3ème contrepartie : variation des crédits de banques US à l'étranger (ligne 54).

col. 6 : 4ème contrepartie : variation des crédits du secteur non bancaire US à l'étranger (ligne 53).

La différence entre la création internationale de dollars et ses contreparties correspond aux Erreurs et Omissions ainsi qu'aux autres comptes de l'actif (les créances du secteur public et les réserves officielles) et du passif (le solde des opérations sur produits financiers dérivés) qui ne varient que faiblement.

Notes du tableau 4 :

col. 2 : Engagements liquides et quasi liquides envers le secteur officiel étranger en fin de chaque année

= liquidités internationales officielles en dollars

col. 3 : Engagements liquides et quasi liquides envers des agents privés en fin de chaque année

= liquidités internationales privées en dollars

col. 4 : Total des engagements US envers le reste du monde en fin de chaque année

= création internationale de dollars

col. 5 : Total des avoirs US sur le reste du monde en fin de chaque année

col. 6 : Position financière internationale nette des Etats-Unis

= cols 5 moins 4

col. 7 : Position financière internationale nette avec les investissements directs évalués au prix du marché. Cette évaluation n'a été faite qu'à partir de 1982.