



**HAL**  
open science

# La crise du système monétaire international

Jacques Fontanel

► **To cite this version:**

Jacques Fontanel. La crise du système monétaire international. Economie monétaire et productive, Université des Sciences Sociales, 1987. hal-03467748

**HAL Id: hal-03467748**

**<https://hal.univ-grenoble-alpes.fr/hal-03467748>**

Submitted on 6 Dec 2021

**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.

# La crise du système monétaire international

Jacques Fontanel

Economie monétaire et productive  
Université des Sciences Sociales  
Grenoble, 1987

La globalisation économique entreprise par les pays à économie de marché s'installe dans le monde la finance et les innovations monétaires et financières, plus ou moins risquées, se sont multipliées, au point de déstabiliser le système monétaire. La crise se manifeste par une instabilité accrue des flux économiques et par la difficulté des autorités monétaires à assurer la stabiliser des changes, compte tenu des déséquilibres structurels des balances des paiements et de la volatilité des capitaux. Les opérateurs internationaux, en se prémunissant contre les risques, manifestent ainsi leur méfiance à l'égard du système, de qui rend encore plus difficile la prévision des évolutions des flux économiques internationaux. La politique monétaire international s'inscrit dans le principe du « benign neglect ». L'endettement international des USA et des pays en voie de développement interpellent, ainsi que l'importance des flux spéculatifs et la transnationalisation des liquidités. Les analyses de la crise font l'objet de débats entre les libéraux pour lequel la crise est conjoncturelle, monétaire, bureaucratique et les institutionnalistes qui posent les questions des institutions, du savoir et des conflits entre les États.

The economic globalization undertaken by the market economy countries is taking hold in the world of finance and monetary and financial innovations, more or less risky, have multiplied to the point of destabilizing the monetary system. The crisis is manifested in the increased instability of economic flows and in the difficulty of monetary authorities to ensure exchange rate stability, given the structural imbalances in the balance of payments and the volatility of capital. International operators, by guarding against risks, are thus showing their distrust of the system, which makes it even more difficult to predict the evolution of international economic flows. International monetary policy is based on the principle of "benign neglect". The international indebtedness of the US and developing countries is a cause for concern, as is the importance of speculative flows and the transnationalization of liquidity. The analysis of the crisis is the subject of debate between liberals, for whom the crisis is cyclical, monetary and bureaucratic, and institutionalists, who raise questions about institutions, knowledge and conflicts between states.

Système monétaire international, crise financière, crise économique, endettement public, conflits entre les États, déséquilibres économiques.

International monetary system, financial crisis, economic crisis, public debt, conflicts between states, economic imbalances.



Le temps d'un monde fini et interdépendant a commencé avec le mimétisme croissant des consommations nationales, la généralisation et la standardisation des méthodes de production, l'uniformisation de l'espace-temps avec l'extraordinaire essor des moyens de communication et de l'information. Pourtant, dans le même temps, les Etats n'entendent pas sacrifier leur autonomie de décision, notamment en matière monétaire (droit régalien).

Un méga-marché mondial aux extraordinaires potentialités de création et de mobilisation de fonds prêtables s'est constitué et l'imagination débordante des financiers a créé de nombreux produits très sophistiqués. On assiste à une montée incontestable de la spéculation financière, "au capitalisme du cow boy" et à l'influence incontestable des "golden boys". Les swaps prolifèrent et limitent les risques de change ; ils représentent aujourd'hui plus de 200 milliards de dollars. Chaque transaction commerciale peut donner lieu jusqu'à une douzaine d'opérations sur devises. L'économie financière connaît une formidable révolution au moment même où l'économie réelle stagne. L'investissement industriel est devenu moins profitable que l'investissement financier. Cette situation n'est pas sans danger, car le système monétaire et financier semble échapper à tout contrôle.

On assiste à des périodes contrastées. Avant 1973, les pays industrialisés prêtaient aux pays en voie de développement, mais avec les deux chocs pétroliers, les transferts de capitaux se sont déroulés des pays exportateurs de pétrole aux pays du Tiers-Monde. Depuis 1982, les Etats-Unis sont devenus le principal pôle d'attraction des capitaux mondiaux en provenance notamment du Japon et de l'Allemagne de l'Ouest. Depuis 1985, l'orientation des flux internationaux de capitaux

devient plus difficile à comprendre, compte tenu des incertitudes croissantes des spéculateurs.

La crise monétaire et financière est marquée principalement par une instabilité accrue des flux économiques et par une quasi impossibilité pour les autorités monétaires d'assurer la stabilisation des changes, compte tenu des déséquilibres structurels des balances des paiements et de la volatilité des capitaux. En outre, les opérateurs internationaux, en essayant de se prémunir contre les risques, manifestent ainsi leur méfiance à l'égard du système, méfiance qui rend particulièrement difficile la compréhension et la prévision des évolutions des flux économiques internationaux.

#### A) LES MANIFESTATIONS DE LA CRISE

On assiste à une accentuation de l'instabilité des cours des monnaies et principalement du dollar qui reste pourtant la monnaie internationale de base. L'ampleur de cette irrégularité s'explique par la flexibilité du change et le développement des capitaux spéculatifs. Au fond, même l'économie "réelle" est amenée à se prémunir contre la spéculation monétaire et alimente aussi les flux spéculatifs. Plusieurs raisons expliquent cette crise monétaire et financière : une politique monétaire américaine égoïste, l'endettement international, l'importance des liquidités internationales et la transnationalisation des flux et des pouvoirs monétaires.

#### a) Une politique monétaire américaine égoïste

La politique monétaire des Etats-Unis pèse fortement sur la situation économique internationale.

Elle est fondamentalement conduite en fonction des intérêts propres des Etats-Unis et les retombées à l'égard du reste du monde ne sont réellement prises en compte que si elles provoquent des effets indirects négatifs sur l'économie américaine.

Si la contrainte extérieure a été de plus en plus prise en compte par les autorités monétaires américaines, c'est d'abord parce que les flux de marchandises et de capitaux avec l'étranger étaient fortement déséquilibrés.

Pendant et juste après les chocs pétroliers, les principaux pays industrialisés avaient des politiques monétaires expansionnistes, au point d'offrir des taux d'intérêt réels négatifs, ce qui a favorisé l'émergence d'économies d'endettement. Après le second choc pétrolier, l'inflation américaine s'est accélérée, au point d'atteindre un rythme de croissance de l'ordre de 20 % l'an.

Il a alors été décidé de changer de stratégie, en abandonnant le contrôle par les taux d'intérêt pour celui de la masse monétaire. L'objectif prioritaire de l'action gouvernementale en matière économique était la lutte contre l'inflation. M. Volcker, Chairman du Federal Reserve Board, laissa monter le taux d'intérêt réel, le dollar cessa de s'écrouler, mais le prix de l'or augmenta et le marché obligataire s'effondra. Le dollar allait alors entamer une période de hausse quasi ininterrompue, alors même que l'économie américaine subissait une forte récession, dont elle ne sortira provisoirement qu'en 1982. La plupart des pays occidentaux ont été amenés à combattre l'inflation et il en a résulté une récession économique mondiale, la fameuse crise. Il en a résulté une x augmentation spectaculaire des taux d'intérêt qui provoqua un processus de récession économique et un ralentissement de l'inflation.

Le Président Reagan proposa en 1980 une réduction des impôts et un accroissement des dépenses militaires. Les autorités monétaires s'inquiétèrent de l'aggravation du déficit budgétaire qu'une telle politique était susceptible de provoquer et elles décidèrent alors de mener, en matière monétaire, une politique restrictive.

Les déficits jumeaux n'avaient pas disparu et c'est l'étranger qui en a financé la plus grande partie. Ce n'était plus les banques centrales qui souscrivaient des bons du Trésor américain, provoquant ainsi une création monétaire nationale, c'était des épargnants privés qui ponctionnaient ainsi purement et simplement sur le total des revenus des pays exportateurs de capitaux, notamment le Japon et la RFA.

Les politiques restrictives des pays industrialisés conduisirent à une hausse du dollar qui augmenta le prix des importations (libellées en dollars) et s'avéra donc inflationniste. Compte tenu

de la récession économique américaine, le commerce international tendit à diminuer en volume et les soldes extérieurs de la plupart des pays occidentaux se dégradèrent. On assista à une suppression progressive des systèmes d'indexation des salaires sur les prix et à un remodelage économique et social du fonctionnement moderne des économies de marché.

A la fois contrainte et prétexte, la crise conduisit à une restructuration de l'économie mondiale, vers une aggravation de la situation des pays en voie de développement, notamment.

Au début de l'année 1983, la politique budgétaire américaine (involontairement ?) de type keynésien fit ressentir des effets supérieurs à ceux de la politique monétaire (notamment de taux d'intérêt réels très élevés du fait d'une offre intérieure peu abondante) et il en résulta un processus d'expansion économique. On assista cependant à un endettement généralisé des Etats-Unis, avec le déficit fédéral, l'accroissement de la consommation intérieure des ménages et le développement des investissements des firmes. Les Etats-Unis drainèrent l'épargne mondiale et limitèrent les sorties "normales" des capitaux américains. Les prêteurs n'étaient pas seulement les pays de l'OPEP - qui, face au déficit croissant de leurs paiements courants, étaient amenés peu à peu à liquider les stocks de pétro-dollars précédemment accumulés -, mais aussi l'ensemble des pays d'Amérique Latine - qui cherchaient à profiter de la reprise de la demande intérieure américaine, tout en limitant leurs importations dans le cadre des programmes d'austérité définis avec le FMI - et surtout les pays industrialisés (Japon et RFA principalement).

Cette situation a été favorisée par la mise en place de l'international banking facilities qui permet à certaines institutions financières résidentes à ne pas être soumises aux règles s'appliquant aux banques américaines et par la suppression en 1983 de la retenue de 30 % à la source que les étrangers devaient payer pour la détention d'obligations américaines (dorénavant anonymes). Le marché financier américain prend alors une place déterminante.

Au milieu de l'année 1984, la "bulle spéculative" qui affectait la valeur du dollar commença à être appréciée par les opérateurs internationaux. Le gouvernement américain qui voyait dans cette situation la preuve de la bonne santé de l'économie était de plus en plus contesté.



La monnaie forte avait deux avantages : la baisse du prix des importations avec ses effets sur la lutte contre l'inflation et la nécessité pour les entreprises américaines de retrouver une compétitivité sur les produits à haute technologie sur lesquels la politique du prix est secondaire. Cependant, l'ensemble de l'économie américaine souffrait de cette situation.

Pour éviter la récession et réduire le déséquilibre extérieur, les autorités monétaires américaines assouplirent leur politique - d'autant que les Etats-Unis étaient devenus débiteurs nets à partir de 1985 - tout en essayant d'éviter une dévaluation cumulative incontrôlée du dollar à la suite d'une perte de confiance. La dépréciation amorcée ne fut pas jugée satisfaisante et les autorités monétaires américaines demandèrent une modification de la politique économique du Japon et de la RFA, mais ces pays après avoir partiellement obtempéré, refusèrent de mener des politiques monétaires et budgétaires de relance, estimant qu'ils n'étaient pas responsables de la crise. Les pressions protectionnistes se développèrent alors aux Etats-Unis et le Japon, du fait de l'appréciation du yen, connût une légère récession, notamment sur les marchés à l'exportation. Cependant, du fait de la baisse des prix des matières premières, le Japon et la RFA continuèrent et continuent encore à accroître l'excédent de leur balance commerciale.

La crise monétaire et financière de 1987 est le résultat de toutes ces évolutions contradictoires. Au fond, les opérateurs sont maintenant convaincus que les Etats-Unis vivent au-dessus de leurs moyens, que l'Etat est incapable de limiter son déficit budgétaire. Il en résulte une perte généralisée de confiance qui peut avoir des conséquences très graves dans les restructurations industrielles nécessitées par la crise économique.

La crise financière et monétaire de l'automne 1987 est principalement due à l'achèvement des illusions qu'avait suscité la bulle spéculative, à un accroissement de l'incertitude et à une perte généralisée de confiance.

## b) L'endettement international

Il existe deux types principaux d'endettement : celui de certains pays développés, notamment les Etats-Unis et celui de certains pays en voie de développement.

### 1) Endettement des Etats-Unis

250 milliards de dollars à la fin 1986 et près de 1000 milliards de dollars à la fin de cette décennie, les Etats-Unis sont devenus débiteurs nets en stock, alors qu'en 1978, le stock de créances à l'étranger était 40 % supérieur à ceux de l'étranger. La cause n'en est pas seulement le différentiel de croissance et de flexibilité de l'économie américaine. Au départ, il existait surtout un flux de capitaux bancaires vers les Etats-Unis, mais maintenant les investissements en portefeuille sous forme d'obligations et titres du Trésor américain se sont développés au point de devenir, ces dernières années, la forme principale d'endettement de l'économie américaine.

Pour les Etats-Unis, pays émetteur du dollar, le fait d'emprunter et de rembourser dans sa propre monnaie l'exonère pour un temps de sa contrainte de bouclage des flux. Mais, la confiance des étrangers peut alors s'éroder et le système international devient alors très fragile.

La sécurité financière des placements s'altère brusquement, le système bancaire US n'étant pas à l'abri de tout risque. En outre, le recours aux financements extérieurs dont il faut supporter la charge d'intérêt vient abaisser le niveau de vie des américains, malgré le privilège exorbitant de s'endetter dans sa propre monnaie. S'il y a dépréciation du dollar, ce sont les créanciers qui en supportent les conséquences.

Le déficit budgétaire américain a provoqué une augmentation de la demande globale aux Etats-Unis et l'effet d'éviction interne a été remplacé finalement par l'effet d'éviction externe. Le déficit de la balance commerciale est liée au déficit budgétaire qui a favorisé les importations et découragé les exportations. A long terme, le marché s'est avéré myope et irrationnel car il n'a pas su

intégrer le caractère insoutenable de ce mode d'ajustement par l'éviction de la demande externe à partir de l'appréciation du dollar.

## 2) Endettement des PVD

Les pays en voie de développement se sont fortement endettés à la fin des années 70 et au début des années 80. Ils n'ont pas toujours été en état de mesurer les risques qu'ils prenaient, compte tenu des taux d'intérêt relativement peu élevés eu égard à l'inflation, des prêts qui leur étaient proposés. Or, les remboursements ont été de plus en plus difficiles à assurer, avec la crise économique internationale, l'élévation des taux d'intérêt réels et l'importance des sommes à rembourser.

Avec la déréglementation de l'arbitrage, la montée de risque-pays vient interférer avec les rendements et les coûts relatifs. Ceci s'ajoute aux contraintes de bilan des banques qui prennent conscience de leur précarité comptable, notamment de leurs fonds propres. On devient moins sensible aux profits à court terme et on cherche à raccourcir les échéances. Les pays du Sud acquittaient en 1982 des taux d'intérêt réels fortement augmentés et supportaient un sévère rationnement par les prix. Très dépendant de l'appréciation risque-pays, le marché international des fonds prêtables est désormais moins un marché de demandeurs et davantage un marché d'offreurs. Les banques ont réagi aussi aux tensions par un rationnement des quantités et en 1983 les euro-marchés ont stagné.

Plus de mille milliards de dollars de dette des pays du Tiers-Monde ont nécessité la mise en place de procédures de ré-échelonnement, plus de 250 milliards entre 1983 et 1986. Le système s'organise comme un vaste continuum d'opérations d'endettement. Chaque banque peut accepter de dépasser sa ligne de crédit si sa probabilité de perdre des créances est plus forte que les risques supplémentaires dus à une croissance de ses prêts sur les pays en question. On est loin du financement prudent. Les emprunts nouveaux servent à payer les intérêts de la dette ancienne. Les conditions de négociation deviennent de plus en plus conflictuelles. Interrompre les crédits revient à condamner l'économie que l'on a financée et à se priver de la seule chance de récupérer sa mise. On parle de myopie des catastrophes (Guttenbag et Herring) due en partie au comportement moutonnier des banques.

Au niveau global, il y a jeu à somme nulle entre endettement international et prix du pétrole. Une chute du prix du pétrole

abaisse le taux d'inflation. Chaque tranche de 10 dollars rapporte 1 à 1,5 % de réduction des prix à la consommation. Cependant, certains PVD pétroliers sont fortement endettés (Mexique, Venezuela, Equateur).

Les pays débiteurs n'acceptent plus les plans d'austérité du FMI. Ils souhaitent un plafonnement des taux d'intérêt au niveau du taux d'inflation mondial, une limitation du service de la dette à un pourcentage des exportations et la capitalisation des taux d'intérêt et remboursement au terme du prêt.

En outre, les pays en voie de développement doivent lutter contre la ré-exportation des capitaux internes qui a représenté 200 milliards de dollars en dix ans pour les dix principaux emprunteurs, contre 450 milliards de dette additionnelle.

- La transformation des créances des banques en fonds propres paraît offrir une première ligne d'action, délicate pourtant pour l'indépendance nationale.

- Le procédé le plus utilisé consiste à organiser des swaps entre la dette étrangère et des parts en monnaie locale d'entreprises endettées. Les PVD en retirent deux avantages, l'augmentation de l'investissement direct étranger et la libération d'une dette libellée en monnaie forte.

L'endettement des pays en voie de développement constitue l'un des problèmes majeurs de notre époque.

### c) Mouvements spéculatifs

La spéculation internationale a été favorisée à la fois par l'existence de gains importants nés de cette activité financière et des capacités infinies des opérateurs financiers internationaux à innover.



## 1) La spéculation proprement dite

L'accroissement considérable des liquidités internationales est probablement l'un des facteurs déterminants de la crise actuelle. Les réserves internationales ont été multipliées par 12 entre 1970 et 1985, alors même qu'elles devenaient de plus en plus diversifiées.

Il y a une montée d'une économie de placement de titres négociables. Géographiquement, le recentrage s'est fait d'abord au profit des États-Unis, grâce surtout aux fameux guichets bancaires internationaux avec exonération de l'obligation de réserves. Le sanctuaire américain offre alors la sécurité tant appréciée, avec des taux de rendement anticipés attractifs eu égard aux différentiels d'intérêt et à la hausse du dollar de l'époque. Lorsqu'il devient patent que le déficit budgétaire doit être financé par l'extérieur, on supprimera la retenue à la source sur les intérêts des obligations détenues par les non-résidents. C'est le Japon qui remplace l'OPEP comme centre d'épargne mondial principal. Les banques essaient de développer leurs activités hors-bilan, notamment en tant qu'intermédiaire.

Le dollar est dans une "bulle spéculative", en dehors de l'influence des fondamentaux comme les écarts d'intérêt, les politiques monétaires et budgétaires, le solde du compte courant. La hausse ou la baisse du dollar peut se maintenir sans se référer aux différentiels de rendement anticipés ou aux risques différentiels. C'est le rôle mimétique de la spéculation pure. Le cours à terme n'a jamais été un indicateur satisfaisant du cours futur, car la bulle étant irrationnelle, les comportements deviennent myopes, au-delà des calculs rationnels.

La complexité des finances internationales est accrue par le nombre des monnaies qui interviennent dans ces mouvements de capitaux. Au fond, l'instabilité des changes renforce le système financier, les entreprises étant amenées à se couvrir contre le risque de change, ce qui favorise évidemment les mouvements spéculatifs. Dans l'explication des variations des taux de change, les facteurs financiers l'emportent sur les facteurs réels.

Les banques voient diminuer leur rôle d'intermédiaire entre prêteurs et emprunteurs ; elles développent par contre leur rôle d'opérateur sur les marchés internationaux de capitaux pour le compte d'entreprises ou de nations émettrices de titres. Au fond, elles reçoivent dorénavant des commissions et non des intérêts.

Parfois, elles deviennent elles-mêmes émettrices d'obligations internationales pour se financer à plus long terme et accroître leurs capitaux permanents, dans le cadre d'un processus de "sécuritisation".

## 2) Innovations financières

Les institutions financières ont multiplié les innovations, dans le cadre d'une concurrence dure entre les places financières. C'est ainsi que la création des "international banking facilities" à New York en 1981 - possibilité pour les banques résidentes d'ouvrir des comptes aux non-résidents qui échappent à toute réglementation fiscale et bancaire - est une tentative sérieuse de reprendre le leadership des opérations financières internationales, au détriment de la City et de l'euromarché.

Ces innovations vont bouleverser la géographie financière mondiale. Les cloisonnements disparaissent et un véritable système financier, intégré au niveau mondial, se constitue. Les différences entre banques de dépôts et banques d'affaires tendent à s'atténuer. Les actifs financiers se multiplient.

Après avoir connu la vague du financement des investissements à l'étranger liée à l'évolution du commerce international et à la concurrence bancaire jusqu'à la fin des années 60, la forte croissance des euromarchés due au recyclage des pétrodollars et au rôle accru des banques sur le marché des changes pendant les années 70, on assiste dorénavant à une phase d'intégration financière mondiale, caractérisée par la déréglementation et par les innovations financières. On constate une multiplication des produits offerts, une prolifération d'établissements financiers et un enchevêtrement compliqué d'intérêts croisés. Avec le développement des télécommunications, la déréglementation et le développement du marché des titres (au détriment des crédits internationaux, notamment les crédits syndiqués), on assiste à l'apparition d'un marché mondial des capitaux. Les banques émettent elles-mêmes des titres, plus liquides que les prêts classiques et elles utilisent à fond les possibilités des accords swaps (près de 500 milliards de dollars en 1985).

La mutation du système financier témoigne de son dynamisme, mais elle fragilise le système bancaire. La titrisation introduit une distance entre l'emprunteur et le prêteur qui nuit à la bonne appréciation du risque.

On assiste alors à un compartimentage des marchés du point de vue de la qualité des emprunteurs. Les bons débiteurs n'ont pas besoin des banques, car ils peuvent avoir directement recours au marché financier. Ce qui revient à dire, que pour des marges réduites, les banques prennent de plus en plus de risques, compte tenu de la concurrence internationale. La déréglementation autorise indirectement les opérations hors-bilan des banques. Enfin, la fièvre spéculative n'a fait qu'accroître à la fois le taux de l'innovation et celui du risque dans les opérations financières.

La nouvelle finance repose pour l'essentiel sur du papier court renouvelé, avec une forte innovation financière et un essor de la titrisation. La poussée de ces innovations érode la portée des agrégats monétaires en tant qu'indicateurs de la politique monétaire et oblige à des redéfinitions régulières. L'accès au crédit perd de son importance pour la transmission des effets de la politique monétaire au détriment de la filière taux de change-taux d'intérêt, ce qui donne un rôle accru aux autorités monétaires sur l'équilibre externe par rapport à l'équilibre interne. Le taux de change devient l'instrument principal de la politique monétaire.

L'économie d'endettement s'adapte une fois de plus aux exigences de l'économie américaine devenue emprunteuse nette et elle réduit la portée des mécanismes de contrôle et l'obligation d'ajustement du système financier international.

#### d) Transnationalisation des liquidités

La transnationalisation des liquidités s'exprime à la fois par une asymétrie des pouvoirs, un développement des liquidités internationales non contrôlées, une régionalisation des espaces cambiaux et un processus de privatisation du Système Monétaire International.

## 1) Asymétrie des pouvoirs

Le dollar ne saurait être traité comme une autre monnaie, c'est la monnaie-clef du système. Comment une monnaie nationale gérée et régulée en fonction des seuls déterminants nationaux peut-elle être reconnue comme instrument véhiculaire par presque tous les autres pays ? Le statut international du dollar est celui d'une monnaie nationale qui devient le support d'opérations ne la concernant pas et dont le devenir est pourtant sensible à l'ensemble des Etats-Nations. Tout pays dominant impose sa monnaie au monde, c'est la leçon de l'histoire.

L'idée est qu'en contrepartie du privilège d'émettre de la monnaie internationale, le pays qui en est responsable doit être prêteur en dernier ressort du système.

Il y a alternance diversification-concentration. De 1973 à 1980, le dollar n'est plus l'unité officielle reconnue par le FMI, il a cédé sa place au DTS dès 1978. Il est devenu un étalon fondant qui ne satisfait plus la condition de la stabilité-prédictibilité. Il continue pourtant à exprimer la valeur sur le plan international, car l'économie américaine structure fortement les grands marchés des produits et d'actifs financiers.

Depuis quelques années, il y a un intérêt croissant à prévoir des clauses de change permettant d'atténuer l'influence de l'instabilité du numéraire. Le dollar n'est plus l'instrument idéal, mais en tant qu'instrument des échanges et des opérations financières sa fonction internationale se maintient, avec quelques changements.

En ce qui concerne le commerce international, la suprématie du dollar comme moyen d'échange est incontesté dans les facturations, notamment pour les PVD et les pays de l'Est. Il est l'unité de passage obligé du marché inter-bancaire et il libelle encore près des 4/5 des avoirs en engagements internationaux des euro-banques. Les PVD libellent la plupart de leurs exportations en dollars, mais les autres monnaies progressent, notamment les contrats libellés en monnaies nationales.

En tant que réserve de valeur, on assiste historiquement à un double mouvement : une diversification par rapport au dollar et une re-concentration. Quand le dollar baisse, les réserves en dollars se maintiennent soit volontairement, soit involontairement (accumulation non désirées liées aux interventions de soutien au



dollar). Mais à partir de 1980, le dollar reprend de la vigueur et le polycentrisme monétaire en subira les conséquences. Dès 1983, le flux de capitaux entrant aux USA excède ceux qui en sortent, ce qui rend difficile le bouclage du circuit financier international. Le Japon devient une puissance financière mondiale. Il est probable que le mouvement de diversification va reprendre rapidement et que les leçons de l'histoire seront réellement retenues.

Le leadership américain n'est plus ce qu'il était du fait des problèmes de ses déficits jumeaux. Il a besoin de la coopération, pour faire baisser le dollar de 30 % après la réunion du 22/9/85, il a dû recourir à l'appui de ses quatre principaux partenaires. La hausse irrésistible du dollar était due selon Baker à la supériorité de l'économie américaine. La demande de coopération est maintenant très forte, alors qu'elle était dédaigneusement négligée par les autorités monétaires américaines, lorsque le dollar était fort. Les Etats-Unis vont faire jouer toute la gamme de leurs moyens de pression pour obliger les Etats occidentaux à négocier des accords monétaires qu'ils refusaient quelques mois auparavant. Le Japon ne peut que se prêter à la réévaluation de sa monnaie et à la libéralisation de son marché financier sous peine de voir le marché américain se fermer. Il y a une faim extraordinaire de coopération, difficile à concrétiser.

En effet, les habitudes de domination des Etats-Unis ne sont plus en accord avec la situation économique, monétaire et financière de ce pays. L'une des grandes raisons de la crise de 1987, c'est la défiance à l'égard de la puissance économique américaine et une contestation de l'asymétrie de ce pouvoir.

Il est probable d'ailleurs que la procédure de désarmement des super-Grands soit un facteur de réduction des asymétries entre les pays industrialisés, en défaveur des Etats-Unis.

## 2) Le marché des euro-crédits

Il existe plusieurs formes de marché :

- une eurodevise est un dépôt en monnaie convertible réalisé dans une banque localisée à l'extérieur du pays émetteur de la monnaie. On parle aussi de "xéno-devises". Les prêts à court terme en eurodevises sont généralement accordés par une seule banque. Il existe un marché euromonétaire composé de dépôts et de crédits à court terme (moins de 18 mois) libellés en eurodevises.

- Les euro-crédits à moyen et à long terme sont des prêts à terme en eurodevises, consentis à partir de dépôts en eurodevises par plusieurs banques syndiquées.

- Les euro-obligations sont des titres négociables libellés en euromonnaies, placés par un syndicat de banques, généralement à l'extérieur du pays émetteur de la monnaie dénommatrice de l'emprunt.

- Le marché des eurocapitaux à moyen et à long terme est constitué du marché des eurocrédits et des euro-obligations.

- Une obligation étrangère est un titre négociable libellé en monnaie nationale émis sur le marché national pour un non-résident, par un syndicat bancaire national. Cette émission est soumise à la réglementation nationale.

- Le marché des émissions internationales comprend les émissions euro-obligataires et les émissions étrangères. Le compartiment primaire comprend l'émission et le placement des titres, le compartiment secondaire intervient pour les titres déjà émis.

Le volume des dépôts en eurodollars a été multiplié par 18 entre 1970 et 1982, passant de 110 à près de 2000 milliards de dollars. Cette situation est principalement due, au départ, à une adaptation du système monétaire international à la pénurie de liquidités. Peu à peu, l'essor de ce marché n'a pu se réaliser que parce que l'économie mondiale tendait vers une transnationalisation des systèmes productifs (firmes et finances multinationales) couplée à l'émergence d'un système de taux de change fluctuants.

dollar). Mais à partir de 1980, le dollar reprend de la vigueur et le polycentrisme monétaire en subira les conséquences. Dès 1983, le flux de capitaux entrant aux USA excède ceux qui en sortent, ce qui rend difficile le bouclage du circuit financier international. Le Japon devient une puissance financière mondiale. Il est probable que le mouvement de diversification va reprendre rapidement et que les leçons de l'histoire seront réellement retenues.

Le leadership américain n'est plus ce qu'il était du fait des problèmes de ses déficits jumeaux. Il a besoin de la coopération, pour faire baisser le dollar de 30 % après la réunion du 22/9/85, il a dû recourir à l'appui de ses quatre principaux partenaires. La hausse irrésistible du dollar était due selon Baker à la supériorité de l'économie américaine. La demande de coopération est maintenant très forte, alors qu'elle était dédaigneusement négligée par les autorités monétaires américaines, lorsque le dollar était fort. Les Etats-Unis vont faire jouer toute la gamme de leurs moyens de pression pour obliger les Etats occidentaux à négocier des accords monétaires qu'ils refusaient quelques mois auparavant. Le Japon ne peut que se prêter à la réévaluation de sa monnaie et à la libéralisation de son marché financier sous peine de voir le marché américain se fermer. Il y a une faim extraordinaire de coopération, difficile à concrétiser.

En effet, les habitudes de domination des Etats-Unis ne sont plus en accord avec la situation économique, monétaire et financière de ce pays. L'une des grandes raisons de la crise de 1987, c'est la défiance à l'égard de la puissance économique américaine et une contestation de l'asymétrie de ce pouvoir.

Il est probable d'ailleurs que la procédure de désarmement des super-Grands soit un facteur de réduction des asymétries entre les pays industrialisés, en défaveur des Etats-Unis.

Les institutions financières internationales ne sont pas simplement des intermédiaires dans les mouvements des capitaux. Elles vont participer activement à la création de liquidités internationales.

L'euromarché va prendre son essor avec le recyclage des pétro-dollars en 1973. Il regroupe l'ensemble des opérations financières qui échappent aux réglementations des pays émetteurs des monnaies sur lesquelles se nouent ces accords financiers. Par sa taille et sa puissance de centralisation, le marché de l'euromarché limite les coûts de l'intermédiation bancaire et il offre des prêts moins coûteux que sur les marchés nationaux.

A partir de 1981, les eurocrédits traditionnels vont connaître un déclin certain, dû à la crise de l'endettement des pays en voie de développement, à la mise en place d'études sur le "risque-pays", à la recherche de sécurité et de rentabilité. Par contre, les marchés des euro-obligations se développent.

Plusieurs raisons peuvent justifier les innovations financières :

- 1) La volatilité des marchés, l'incertitude économique, la modification des flux internationaux de capitaux du fait de l'endettement des Etats-Unis, l'émergence de nouveaux prêteurs (Japon, RFA, plus qu'OPEP) et le processus de désintermédiation et de titrisation.
- 2) Les mutations technologiques ont créé un marché financier qui fonctionne en continu, 24 heures sur 24.
- 3) Le cadre réglementaire a été aménagé, notamment dans le sens de la déréglementation.

On a créé :

- 1) L'actif financier appelé Note Issuance Facilities (NIF) créé en 1981, est un engagement à moyen terme (3 à 5 ans) conclu entre une banque et un emprunteur ; celui-ci peut se financer par émission renouvelable de titres à court terme avec la garantie des banques pour l'acquisition du titre ou l'accord sur un crédit du montant requis. Il s'agit donc, pour l'emprunteur d'une garantie de placement. Pour la Banque, ces accords améliorent ses ratios de profitabilité, car son engagement est hors-bilan, alors qu'elle perçoit une commission.



Parmi ces facilités, notons

- les "Revolving Underwriting Facilities" (RUF) pour lesquels les NIFs distinguent la fonction de soutien de la fonction de placement des titres,
- les TRUF (Transferable Revolving Underwriting Facilities) qui permettent aux banques faisant partie du syndicat de garantie de transférer leurs obligations à d'autres banques, ou
- les MOFF (Multi-Option Funding Facilities) qui permettent aux emprunteurs de bénéficier d'un soutien sur l'ensemble des instruments de financement qu'ils sont susceptibles d'émettre et pas simplement sur les titres à court terme.

2) Les "Futures" sont des instruments standardisés et négociables sur un marché organisé. Juridiquement, ils se présentent comme des contrats par lesquels les opérateurs s'engagent à acheter ou à vendre une quantité définie d'actifs, à un prix et à une période déterminée. Ils permettent aux agents économiques de se protéger contre les variations des taux d'intérêt, des taux de change et des indices boursiers.

3) Les "Forward Rate Agreement" (FRA) sont des contrats de garantie, de gré à gré, des taux d'intérêt pour une période donnée, sans qu'il y ait engagement effectif du principal. Ils permettent à une entreprise qui doit faire face à un besoin de financement futur de s'assurer à l'avance d'un taux d'intérêt débiteur fixe.

4) Les Options confèrent un droit (mais pas une obligation) d'acheter (Call Option) ou de vendre (Put Option) un actif financier à un prix fixé à une date future. C'est une vraie police d'assurance pour les opérateurs qui souhaitent se couvrir contre le risque d'une perte. Cette option crée des rapports asymétriques. Elle existe sur tous les instruments financiers. C'est un instrument de gestion du risque.

5) Les swaps sont une transaction financière dans laquelle deux parties s'engagent à échanger des flux de remboursement au cours d'une certaine période (3 à 10 ans), selon des règles préétablies. Si une société est mieux cotée qu'une autre et si la première souhaite s'endetter à taux variable sur l'euromarché obligataire en dollars américains et que la seconde souhaite le faire à taux fixe, chaque entreprise peut avoir intérêt à s'endetter sur le marché où

Les institutions financières internationales ne sont pas simplement des intermédiaires dans les mouvements des capitaux. Elles vont participer activement à la création de liquidités internationales.

L'euromarché va prendre son essor avec le recyclage des pétro-dollars en 1973. Il regroupe l'ensemble des opérations financières qui échappent aux réglementations des pays émetteurs des monnaies sur lesquelles se nouent ces accords financiers. Par sa taille et sa puissance de centralisation, le marché de l'euromarché limite les coûts de l'intermédiation bancaire et il offre des prêts moins coûteux que sur les marchés nationaux.

A partir de 1981, les eurocrédits traditionnels vont connaître un déclin certain, dû à la crise de l'endettement des pays en voie de développement, à la mise en place d'études sur le "risque-pays", à la recherche de sécurité et de rentabilité. Par contre, les marchés des euro-obligations se développent.

Plusieurs raisons peuvent justifier les innovations financières :

- 1) La volatilité des marchés, l'incertitude économique, la modification des flux internationaux de capitaux du fait de l'endettement des Etats-Unis, l'émergence de nouveaux prêteurs (Japon, RFA, plus qu'OPEP) et le processus de désintermédiation et de titrisation.
- 2) Les mutations technologiques ont créé un marché financier qui fonctionne en continu, 24 heures sur 24.
- 3) Le cadre réglementaire a été aménagé, notamment dans le sens de la déréglementation.

On a créé :

1) L'actif financier appelé Note Issuance Facilities (NIF) créé en 1981, est un engagement à moyen terme (3 à 5 ans) conclu entre une banque et un emprunteur ; celui-ci peut se financer par émission renouvelable de titres à court terme avec la garantie des banques pour l'acquisition du titre ou l'accord sur un crédit du montant requis. Il s'agit donc, pour l'emprunteur d'une garantie de placement. Pour la Banque, ces accords améliorent ses ratios de profitabilité, car son engagement est hors-bilan, alors qu'elle perçoit une commission.

Parmi ces facilités, notons

- les "Revolving Underwriting Facilities" (RUF) pour lesquels les NIFs distinguent la fonction de soutien de la fonction de placement des titres,

- les TRUF (Transferable Revolving Underwriting Facilities) qui permettent aux banques faisant partie du syndicat de garantie de transférer leurs obligations à d'autres banques, ou

- les MOFF (Multi-Option Funding Facilities) qui permettent aux emprunteurs de bénéficier d'un soutien sur l'ensemble des instruments de financement qu'ils sont susceptibles d'émettre et pas simplement sur les titres à court terme.

2) Les "Futures" sont des instruments standardisés et négociables sur un marché organisé. Juridiquement, ils se présentent comme des contrats par lesquels les opérateurs s'engagent à acheter ou à vendre une quantité définie d'actifs, à un prix et à une période déterminée. Ils permettent aux agents économiques de se protéger contre les variations des taux d'intérêt, des taux de change et des indices boursiers.

3) Les "Forward Rate Agreement" (FRA) sont des contrats de garantie, de gré à gré, des taux d'intérêt pour une période donnée, sans qu'il y ait engagement effectif du principal. Ils permettent à une entreprise qui doit faire face à un besoin de financement futur de s'assurer à l'avance d'un taux d'intérêt débiteur fixe.

4) Les Options confèrent un droit (mais pas une obligation) d'acheter (Call Option) ou de vendre (Put Option) un actif financier à un prix fixé à une date future. C'est une vraie police d'assurance pour les opérateurs qui souhaitent se couvrir contre le risque d'une perte. Cette option crée des rapports asymétriques. Elle existe sur tous les instruments financiers. C'est un instrument de gestion du risque.

5) Les swaps sont une transaction financière dans laquelle deux parties s'engagent à échanger des flux de remboursement au cours d'une certaine période (3 à 10 ans), selon des règles préétablies. Si une société est mieux cotée qu'une autre et si la première souhaite s'endetter à taux variable sur l'euromarché obligataire en dollars américains et que la seconde souhaite le faire à taux fixe, chaque entreprise peut avoir intérêt à s'endetter sur le marché où

elle a un intérêt comparatif. Les sociétés peuvent alors échanger leurs flux de remboursement. Il existe une multitude de swaps.

6) Des innovations ont été aussi apportées au marché à court terme, notamment l'introduction en 1982 des euro-effets à court terme (1,3 ou 6 mois) Short-Term Euro-notes, les Commercial Paper (billets à ordre vendus directement par les entreprises sur les euro-marchés), les obligations à taux variable (Floating Rate Notes), des obligations perpétuelles à taux variables (Perpetual FRN - Floating Rate Notes), etc...

Il est évidemment impossible de présenter tous les actifs financiers créés par le système financier international, compte tenu de leur diversité et de la rapidité de leur développement.

### 3) Régionalisation

L'abandon des règles de stabilité des changes est à l'origine de la rupture de l'unité du système et du morcellement de l'espace monétaire mondial. Les zones de change se sont constituées afin de limiter les effets de la spéculation, notamment dans les espaces d'échange traditionnels. Ainsi, la constitution du Système Monétaire Européen est une manifestation claire de cette lutte contre la décomposition du système en développant les solidarités régionales d'intérêt.

L'objectif du Système Monétaire Européen (SME) est d'assurer une stabilité des taux de change à l'intérieur de la Communauté Economique Européenne. Pour ses fondateurs, il impliquait une meilleure coordination des politiques économiques, une plus grande discipline et un processus d'apprentissage. Il s'agissait à plus long terme de faire converger les performances économiques des pays membres, notamment en ce qui concerne les taux de croissance et d'inflation. La logique d'ensemble était fondée sur l'idée selon laquelle le maintien des taux de change dans une marge définie et relativement stricte était suffisamment contraignant pour conduire à la convergence du développement.

Plus qu'une zone monétaire, le SME est une zone cambiale, c'est-à-dire centrée sur la stabilisation des taux de change autour de cours pivots bilatéraux - chaque monnaie ayant un taux-pivot par rapport à l'ECU -, et non



sur une obligation de coordination des politiques économiques, monétaires et financières.

Normalement, l'ECU a trois fonctions :

- C'est un étalon de référence qui sert de base à l'indicateur de divergence. Un indicateur de divergence permet de connaître la position de chaque monnaie. Lorsque le seuil de divergence est franchi, le pays émetteur doit prendre des mesures pour rester dans le cadre des accords, sauf à accepter une dévaluation. Les tensions conjoncturelles sur les monnaies sont atténuées par l'existence de facilités de crédit à court terme mutuellement consenties.
- C'est un instrument de règlement entre les Banques centrales. Il est accepté à concurrence de 50 % à titre obligatoire pour ces règlements. La masse d'ECUs officiels n'est pas fixée en fonction de critères économiques, mais en fonction de l'échange de dépôts d'or et de dollars (20 % des avoirs des banques centrales membres déposés auprès du FECOM) et elle repose sur des swaps renouvelables tous les trois mois.
- C'est une réserve de valeur, puisque l'ECU intervient en contrepartie de réserve de valeurs. Sa rémunération est relativement faible (moyenne pondérée des taux d'escompte des Neuf). Enfin, c'est une monnaie non convertible car les banques centrales européennes ne peuvent pas les convertir en d'autres avoirs.

L'ECU ne joue qu'un rôle mineur dans les circuits bancaires et il n'a aucun pouvoir libératoire. L'ECU privé s'est pourtant activement développé, à l'initiative des banques européennes et il occupe une bonne place sur les marchés financiers internationaux, notamment dans les émissions d'euro-obligations, du fait de sa relative stabilité. Cependant, son utilisation est encore limitée, du fait du cloisonnement des circuits privés et officiels. Pour les banques centrales européennes, l'ECU n'est qu'une unité de compte qui permet de libeller et d'échanger des réserves de change, qui ne sauraient être négociées sur le marché des changes.

Les résultats du SME n'en sont pas moins encourageants, puisque l'on peut constater une stabilité accrue des rapports de change européens, qui n'a pourtant pas empêché la décélération du commerce intra-communautaire. Au fond, l'expérience du SME se solde par l'existence de nombreux réalignements, ce qui conduit certains observateurs à parler plutôt de système de "parités glissantes",

plutôt que de système "à parités fixes". Le rapprochement des résultats économiques n'a pas été un franc succès, sauf en ce qui concerne les paiements courants qui se sont significativement rapprochés dans la voie de l'amélioration. Pour Aglietta, l'ECU peut constituer un véritable levier pour l'Europe en devenant une monnaie parallèle.

#### 4) La privatisation du S.M.I.

Ce marché accroît la fragilité du système financier international, car les eurobanques n'ont aucune contrainte publique à supporter. Comme il n'existe pas de prêteur en dernier ressort, les banques sont très dépendantes les unes des autres pour leur financement. Ce système supranational est devenu autonome, même si la politique monétaire américaine n'est pas sans influence sur lui.

Il y a une perte d'influence des banques centrales, ce qui est aussi un risque majeur, d'une part parce que les réserves officielles de change représentent une faible part des devises échangées et d'autre part parce que les opérateurs peuvent ignorer la banque centrale. Les techniques de contrôle des agrégats monétaires sont moins précises, si bien que les taux d'intérêt sont davantage utilisés comme instruments de politique économique. Il en découle une variabilité plus grande de ces taux et une incertitude accrue pour le système financier international.

On assiste à l'apparition d'une forme de monnaie transnationale, qui sert de moyen de règlement interne dans des espaces économiques différents de celui de son émission. L'essor des transactions en eurodevises instaure un véritable marché monétaire et financier international, qui transcende et réduit l'importance de l'espace-Nation. Les politiques monétaires nationales perdent de leur indépendance et de leur efficacité. Cependant, il ne s'agit pas à proprement parler d'une monnaie apatride, c'est, pour le marché dominant de l'euro-dollar, une annexe importante du marché monétaire américain.

Au fond, les autorités monétaires américaines bénéficient apparemment d'une part d'un transfert de pouvoir, et d'autre part d'une responsabilité internationale, qui ne peut guère se satisfaire de la politique du "benign neglect". Pourtant, le système monétaire international

se privatise et même la Federal Reserve Board n'a pas vraiment le contrôle des liquidités internationales et même du taux de change moyen du dollar.

Les pays de l'OPEP concentrent leurs dépôts sur vingt banques, dont le pouvoir est considérable. Si le secteur privé s'est vite adapté à la nouvelle situation monétaire et financière internationale, les gouvernements ont eu de grandes difficultés pour réagir et conserver les instruments nécessaires à leur politique économique. Notamment, l'alimentation en liquidités internationales est assumée par les eurobanques, et ce de manière relativement autonome par rapport aux banques centrales et la fonction d'ajustement de résorption des déséquilibres des balances des paiements résulte principalement des variations du taux de l'eurodollar, lequel dépend aussi du taux américain et des contraintes que le FMI impose aux pays débiteurs.

Ces deux fonctions sont de plus en plus déconnectées, l'alimentation dépendant des intérêts et des profits privés alors que l'ajustement dépend des politiques économiques des Etats-Unis, des accords monétaires entre les grandes banques centrales (dominées par le FED) et de l'attitude du Fonds Monétaire International. Bien entendu, le système privé est souvent cautionné, même a posteriori, par le FMI. Il y a, au fond, une forme de partenariat entre ces organismes privés et publics. Les transferts des capitaux publics apportent un soutien financier rapide nécessaire à la restauration de la solvabilité des emprunteurs. Selon Sandretto, il se crée progressivement, une technostructure financière transnationale. La privatisation ne se réalise pas indépendamment des autorités nationales et internationales, elle s'appuie sur elles.

Cependant, ce facteur n'empêche pas qu'en période de crise, le système privé est incapable de réagir à l'effondrement et dans ces conditions, c'est encore les accords entre les grandes banques centrales qui peuvent trouver des solutions, même provisoires, à la crise. Au fond, lorsque le système est privatisé, il fonctionne en surchauffe et il cherche à se démarquer de plus en plus des injonctions des pouvoirs publics ; par contre, après le développement d'une période propices aux profits, au moment où les premiers signes sérieux de faiblesse ou de méfiance apparaissent, les organismes privés dont la principale politique est réduite au mimétisme collectif sont incapables de trouver des solutions en dehors de celles qui conduisent à la panique et aux restructurations douloureuses, qui ne sont d'ailleurs pas toujours payées par ceux qui, par leur attitude spéculative, sont à l'origine de la crise. La politique libérale n'est finalement revendiquée que dans les périodes de croissance.

## B) LES CAUSES DE LA CRISE

La crise économique a fait l'objet d'une large littérature. Cependant, dans le domaine monétaire, il est intéressant d'analyser sommairement les théories de la crise dans la pensée libérale. Au fond, cette crise est due à la fois à la crise de la pensée libérale dominante, à la crise du savoir et à la crise du pouvoir.

### a) La crise, selon les libéraux

Il y a plusieurs analyses libérales de la crise ; notamment, elle est perçue tour à tour comme un phénomène conjoncturel, comme une conséquence des politiques monétaires laxistes ou comme le résultat de l'intervention économique de l'Etat.

#### 1) La crise, comme phénomène conjoncturel.

La crise est analysée comme un phénomène transitoire, limité dans le temps, qui exprime le désordre ou les turbulences d'un système économique à la fois efficace et prospère. Au fond, le système capitaliste est puissant et il favorise les espaces de liberté. Les fluctuations économiques dans leur phase de récession ne peuvent pas remettre en cause la croissance économique, l'élévation des revenus ; le chômage n'est d'ailleurs pas aussi important qu'on veut bien le dire, d'abord parce qu'il existe un chômage naturel et ensuite parce qu'il revêt parfois un caractère volontaire, du fait de la protection sociale qu'il reçoit.

Le Système Monétaire International fonctionne "globalement" bien, car il amortit les tensions internationales.

L'existence des marchés d'euromonnaies est favorable au développement économique mondial et elle n'est pas responsable de l'inflation mondiale. Il suffit pour s'en convaincre de savoir que la dimension du marché des euro-monnaies est bien inférieure à celle des masses monétaires nationales. Il est absurde de croire



que les gouvernements peuvent faire un meilleur calcul économique que les particuliers participant aux marchés financiers internationaux.

La crise, si crise il y a, dépend des chocs exogènes, comme les chocs pétroliers, les hausses des prix des matières premières, l'augmentation excessive de la protection sociale. L'inflation est due principalement aux politiques monétaires laxistes qui permettent à court terme un accroissement de l'emploi.

Au fond, les grands responsables des difficultés économiques contemporaines sont les Etats, dans leur prétention de contrôler les marchés des matières premières, d'assurer une protection sociale excessive, de préférer une lutte illusoire du chômage à court terme à un laissez-faire plus satisfaisant à long terme. Cette thèse n'est pourtant pas soutenue par les faits.

- Le Rapport Annuel de la Banque des Règlements Internationaux de 1982 réfute l'hypothèse selon laquelle la croissance excessive des salaires par rapport à la productivité soit la cause du chômage. Au contraire, dans les années 70, il arrive souvent que la productivité progresse plus vite que les salaires réels, alors que le chômage augmente.

- Jamais la relation entre l'investissement et la productivité n'a pu faire l'objet d'une analyse claire. Plus de 50 % du progrès annuel de la productivité demeure inexplicé dans le modèle de Carré, Dubois, Malinvaud. Dans ces conditions, il est difficile d'attribuer à la relation salaires/productivité la cause de l'inflation.

- La crise ne peut pas être expliquée par les chocs pétroliers, même si ceux-ci n'ont pas manqué d'avoir une influence certaine sur son aggravation. On peut même s'interroger sur le point de savoir si ces "chocs pétroliers" auraient bien eu lieu s'il n'y avait pas eu une crise économique internationale.

## 2) La crise, comme phénomène monétaire

Pour Milton FRIEDMAN, l'inflation est un phénomène monétaire, même si la monnaie n'est pas seule à jouer un rôle. Les causes profondes de l'inflation ne se trouvent pas dans les décisions syndicales, dans les décisions des pays pétroliers, dans l'accroissement des profits, dans les catastrophes naturelles. C'est la croissance monétaire qui provoque l'inflation.

Les gouvernements sont soumis à de continuelles pressions pour dépenser plus et prélever plus d'impôts. Or, l'inflation est la seule forme d'impôts qui peut être mise en oeuvre sans que personne ait besoin de voter pour elle.

En outre, l'Etat est rendu responsable du chômage, il accroît alors ses dépenses par la création monétaire. Enfin, les banques centrales en contrôlant le taux d'intérêt ont favorisé l'inflation, et accru à nouveau les taux d'intérêt nominaux. Il n'y a inflation que si un pouvoir d'achat excessif est créé. Si les banques craignaient la rigueur de la banque centrale, elles seraient plus prudentes pour accorder des crédits nouveaux aux producteurs. D'autres éléments participent à cette inflation, comme la formation des anticipations ou la fuite devant la monnaie.

Pour lutter contre l'inflation, il faut limiter la création de monnaie.

Au niveau mondial, il en va de même. Si le dollar est utilisé comme véhicule des relations économiques et monétaires internationales, c'est parce qu'il est très demandé du fait de sa liquidité importante dans la plupart des espaces nationaux. L'inflation mondiale ne peut exister que parce qu'il y a un excès d'offre par rapport à la demande de monnaie. Pour Machlup, il n'y a d'inflation mondiale que parce qu'il y a une création monétaire excessive.

Pour Triffin, la crise du système monétaire international a pour origine la contradiction interne au système de Bretton Woods et l'incompatibilité entre les fonctions de moyens de paiement et de réserve des valeurs (dilemme Triffin). Dans ces conditions, c'est le système libéral mis en place qui est contestable.

La monnaie joue souvent un rôle permissif de l'inflation, mais il existe des tensions inflationnistes sans augmentation perceptible des prix (notamment par l'évolution de la qualité). L'accroissement de l'endettement des firmes et des Etats est une conséquence de la crise, ce n'est pas une cause.

### 3) La crise, comme phénomène technocratique et bureaucratique

La crise économique est due principalement à l'intervention de l'Etat dans la vie économique, à la réglementation excessive de la concurrence, à l'insuffisante flexibilité du marché du travail, aux revendications sociales perpétuelles, aux transferts sociaux. Les mécanismes naturellement rééquilibrants du capitalisme ne peuvent plus jouer et les rémunérations supérieures à la productivité réelle de certains agents économiques conduisent à l'inflation. Les "nouveaux économistes" demandent alors la restauration des règles fondamentales du marché.

Pour d'autres auteurs, comme MINC, l'économie politique est devenue prisonnière de sa fascination pour les chiffres et de sa confusion avec la politique économique. L'économie de rareté dans laquelle nous entrons n'appelle qu'un pis-aller : le partage des ressources rares, développement du travail productif, primauté aux revenus primaires. Chacun essaie de repousser la rareté pour autrui. Il apparaît des corporatismes puissants. La société exige davantage d'Etat et de marché, mais d'un Etat présent là où il était absent. L'Etat a vocation de bouclier industriel, même s'il est inapte à produire. Il cherche à atténuer le choc du marché là où il est écrasant.

L'analyse libérale fournit des arguments souvent incontestables, notamment en ce qui concerne les dérèglements monétaires, l'importance excessive de la spéculation, l'abondance des liquidités mondiales comme facteurs de la crise économique.

## b) La crise du savoir

Depuis l'avènement des changes flottants, les politiques du change sont d'autant plus délicates à définir que les théories du change elles-mêmes ont souvent été contredites par la réalité.

### 1) Les théories du change

La fiabilité des schémas d'analyse du taux de change est partielle et surtout temporaire. Plusieurs raisons peuvent justifier ces échecs, comme l'accélération des innovations financières, le jeu complexe et souvent mal connu des opérateurs internationaux, la faiblesse des études empiriques nécessaires aux anticipations des agents économiques. Les déterminants fondamentaux des taux de change tels qu'ils avaient été traditionnellement définis n'ont pas vraiment fonctionnés, preuve s'il en était qu'ils étaient devenus soit obsolètes, soit insuffisants pour expliquer les variations.

- Ainsi, en régime de flexibilité, l'évolution du change dépend d'abord de la balance courante, celle-ci étant reliée à la demande interne et au niveau et à la structure des taux d'intérêt. Cette relation ne fonctionne pas du tout pour les Etats-Unis et de manière générale, pour tous les pays dont la monnaie joue un rôle important sur les marchés internationaux contemporains.

- La théorie de la parité des pouvoirs d'achat pense trouver dans les rapports des prix des biens et services de deux pays l'indicateur fondamental du rapport de change des monnaies respectives. Autrement dit, le taux de change est d'autant plus valorisé pour un pays que son indice des prix est faible par rapport au pays qu'on lui compare. Les monétaristes tentèrent de réhabiliter cette théorie de Cassel, en ajoutant que les paramètres essentiels des taux de change se situent dans les conditions d'équilibre de l'offre et de la demande de stocks de monnaie. Cette théorie n'est pas validée par les études empiriques, car elle est incapable d'expliquer les périodes de spéculation sur le marché des changes ; elle ne fournit, au mieux, qu'une référence à long terme.



- Pour Dornbusch, si l'on suppose la mobilité parfaite des capitaux et des vitesses d'ajustement différenciées sur les marchés des biens et sur les marchés financiers, à très court terme le marché des changes est dominé par les mouvements internationaux de capitaux, eux-mêmes dominés par les différentiels d'intérêt réels. Si les liquidités croissent, il y a une diminution du taux d'intérêt qui déclenche une anticipation à l'inflation et une dépréciation rapide du taux de change, allant au-delà de ce qui serait nécessaire pour respecter les parités de pouvoir d'achat. C'est le phénomène bien connu de "l'over shooting". Mais du fait de la dépréciation, les marchés réels réagissent positivement sous la forme d'une amélioration du solde courant qui favorise une hausse du taux de change. Cette théorie simple n'est pas non plus validée dans les faits, car il subsiste des déséquilibres persistants. En outre, la politique américaine des taux d'intérêt élevés a été perçue non pas comme un signe de faiblesse, mais plutôt comme un facteur positif.

- Les rumeurs économiques liées aux informations économiques et politiques, ajoutées aux anticipations et à la confiance des opérateurs constitueraient les déterminants fondamentaux des changes. Il y aurait alors une autonomie accrue entre les mécanismes financiers et l'économie réelle. Cette théorie n'est pas vraiment utilisable, compte tenu de son caractère faiblement quantifiable. Par contre, il ne fait aucun doute que les facteurs purement réels exercent une influence sur les anticipations, notamment les déficits commerciaux ou des dépenses publiques.

- Les choix de portefeuille s'exercent dorénavant dans une perspective internationale. Le taux de change relève d'une logique patrimoniale. Au fond, les agents économiques comparent les rendements possibles, les risques, les coûts et la liquidité des stocks d'actifs ; ils tiennent compte des différentiels d'intérêt, des différentiels anticipés des taux de change et de l'importance de leurs patrimoines. L'élasticité du taux de change par rapport aux rendements anticipés est très élevée, car le comportement des agents ne porte pas sur des flux, mais sur des stocks.

- Les anticipations de taux de change ne sont pas toujours correctes, car le marché de change à terme est finalement un faible indicateur du marché de change au comptant. Il est nécessaire d'introduire les informations nouvelles susceptibles de faire évoluer les taux de change dans les modèles de détermination des taux de change. Au fond, c'est la reconnaissance de l'importance des paramètres purement spéculatifs et de l'absence complète de planification et d'organisation du système productif et financier des économies occidentales contemporaines. Il existe une grande indétermination à court terme des taux de change et les effets mimétiques jouent un rôle déterminant. Même si un opérateur considère qu'une devise est surévaluée, il peut l'acheter s'il pense ainsi obtenir un profit à court terme en se la procurant moins cher que ce qu'elle coûtera probablement quelques jours plus tard. Mais ce phénomène peut conduire à la bulle spéculative, le problème étant de savoir quand se manifestera le point de retournement de la tendance. En outre, le taux de change est très sensible aux effets d'annonce dont les principaux Ministres américains nous abreuvent, souvent à contre-temps.

- Pour le CEPII, à côté des anticipations, deux autres facteurs ont pu expliquer l'évolution des taux de change de ces dernières années : une restructuration des portefeuilles d'actifs du fait de la déréglementation financière et une augmentation importante de la richesse diversifiable.

Il est probable en tout cas, qu'à plus long terme, le taux de change soit dépendant des capacités productives des pays, de leur potentiel comparatif en matière de productivité et de compétitivité. Cependant, les facteurs monétaires peuvent modifier profondément et la compétitivité et la productivité internationales et provoquer des effets cumulatifs et irréversibles.

## 2) Les incertitudes de la politique du change

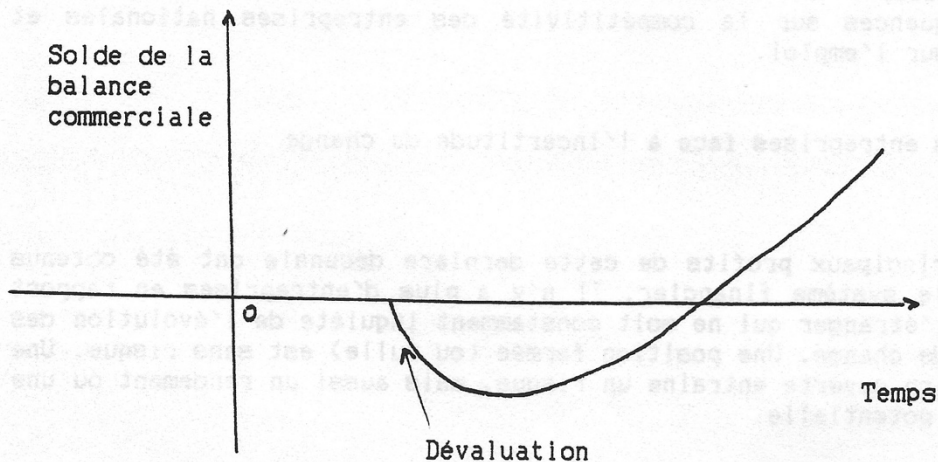
Lorsqu'un pays décide ou laisse dévaluer sa monnaie, il sait que de nombreux effets contradictoires apparaîtront dont la résultante est parfois bien difficile à connaître avec précision. Non seulement il faut définir si l'on accepte sans combattre la dévaluation et si l'on agit comment le faire, non seulement par la définition qualitative d'une politique, mais aussi par la fixation de valeurs quantitatives dont l'impact psychologique n'est pas négligeable.

Si la monnaie se déprécie, les importations se renchérissent, alors que les exportations se développent. Le principe est simple, la dévaluation favorise la production nationale en augmentant les prix des produits étrangers et en abaissant les produits nationaux. Ces effets "normaux" ne jouent pas toujours.

i) Il faut par exemple que le taux de croissance des exportations soit supérieur à la dévaluation pour que celle-ci réussisse. En outre, le théorème des élasticités critiques (théorème de Marshall, Lerner, Robinson) conduit à tenir compte des élasticités-prix des importations et des exportations.

ii) La dévaluation a des effets retardés. Au départ, il y a renchérissement des importations non substituables et c'est seulement dans un second temps que la balance commerciale s'améliore. C'est la fameuse courbe en J. Ces résultats dépendent aussi de la propension d'exportation et des capacités de production inemployées dans le pays. Une politique de dévaluation peut conduire à une inflation cumulative qui ne ferait que précipiter une nouvelle dévaluation.

Graphique 2.3.1 - La courbe en J



Si l'élasticité-prix de la demande d'importation et si l'élasticité-prix de la demande d'exportation sont faibles, dans ces conditions, une politique de dévaluation de la monnaie n'est pas très efficace. Actuellement, à court terme, les évolutions du change ont une action plus importante sur la formation des prix que sur le volume des échanges entre les pays.

Dans certains cas, une réévaluation d'une monnaie peut avoir des effets "vertueux", notamment lorsqu'elle conduit à une désinflation et à une amélioration de la compétitivité (les importations coûtant moins cher), ce qui favorise les excédents de la balance commerciale et l'essor de nouvelles tensions à la réévaluation.

Au fond, il n'est guère possible de généraliser un schéma pour tous les pays. Les pays doivent chercher à avoir une monnaie correctement évaluée. Si elle est sur-évaluée, elle est fragile et menacée ; elle fait l'objet de tensions spéculatives. Dans ces conditions, si le pays était amené à succomber dans le cercle pervers de la dévaluation par étapes (processus inverse à celui du cercle vertueux), il doit contrôler les changes, afin de défendre la valeur de la monnaie et pour assurer une certaine indépendance économique au pays. La réglementation du commerce des devises est toujours complexe et contraignante. En outre, l'Etat, grâce au Fonds de Stabilisation des Changes, les réserves publiques de



change, les accords monétaires régionaux (SME), les emprunts auprès des autres banques centrales ou du FMI ou les swaps, cherche à contrôler l'évolution négative du taux de change. Il ne peut pas ne pas essayer de briser les cercles pervers, avec leurs graves conséquences sur la compétitivité des entreprises nationales et donc sur l'emploi.

### 3) Les entreprises face à l'incertitude du change

Les principaux profits de cette dernière décennie ont été obtenus dans le système financier. Il n'y a plus d'entreprises en rapport avec l'étranger qui ne soit constamment inquiète de l'évolution des taux de change. Une position fermée (ou nulle) est sans risque. Une position ouverte entraîne un risque, mais aussi un rendement ou une perte potentielle.

L'entreprise dispose d'une panoplie de moyens pour se protéger contre le risque, mais elle coûte globalement relativement cher. Par exemple, l'entreprise peut faire des achats et ventes à terme de devises, afin de s'assurer de la somme qu'il percevra en monnaie nationale à la période désirée. Elle est susceptible de recevoir des avances en devises de sa banque ou des garanties contractuelles d'une Compagnie d'Assurance (En France, la COFACE).

Actuellement, il existe les futures et les options. Pour les premiers, il est possible d'avoir un marché des contrats.

- Le financial future est un contrat portant sur le prix ou le taux d'intérêt d'une marchandise standardisée. Ainsi, le vendeur doit livrer une quantité de devises à un prix déterminé le jour où le contrat a été négocié. Il existe l'IMM (International Money Market de Chicago créé en 1972) et le LIFFE (London International Financial Futures Exchange, créé en 1982). Seuls des produits standardisés sont négociés. Le contrat de futures sur devises permet de couvrir une position courte par une position longue sur le marché et réciproquement. Le contrat de futures sur taux d'intérêt conclut le taux d'intérêt d'un placement ou d'un endettement futur.

- Les marchés d'options sur devises offre une alternative au contrat de change à terme car, moyennant le paiement immédiat d'une prime, ils donnent à l'acheteur le droit, durant toute la durée du contrat, d'abandonner ou de confirmer l'opération d'achats ou de vente de devises initialement projetée et conclue à un cours fixé

entre les deux Parties. La réalisation de l'opération n'est pas obligatoire.

Devant ces modifications continuelles dans les stratégies financières, les grandes entreprises ont été amenées à développer un service financier, afin d'assurer leurs bénéfices industriels.

### c) La crise du pouvoir

La crise du pouvoir s'exprime notamment par la transnationalisation, l'émergence d'un Système Financier International nouveau, la lutte entre les Etats. Les solutions ne sont pas évidentes.

#### 1) La transnationalisation

Pour Sandretto, la crise s'est installée au terme d'une période de développement exceptionnel du capitalisme et elle est fondamentalement provoquée par plusieurs facteurs :

i) Un mouvement de transnationalisation à travers le développement de grands groupes industriels et financiers transnationaux, à la suite d'un mouvement rapide de concentration et de centralisation du pouvoir,

ii) Un mouvement de multipolarisation impliquant une remise en cause des rapports de force de l'après-guerre.

Le capitalisme s'est profondément transformé et les pays industrialisés subissent la double concurrence des pays développés et des industries des pays semi-industrialisés. Les Etats-Unis ont de plus en plus de mal à maintenir leur leadership et il est probable que l'une des raisons profondes des réponses positives que le gouvernement américain fournit en matière de désarmement réside dans la croyance que la réduction de l'effort d'armement permettra à l'économie de ce pays de reprendre son rôle dominant dans le monde.

La transnationalisation détruit la cohérence des systèmes productifs nationaux. L'économie mondiale est caractérisée par quatre phénomènes fondamentaux :

- L'avènement d'une nouvelle division mondiale du travail, avec l'apparition du couple Firmes Transnationales- Pays Semi-Industrialisés.
- L'émergence de nouvelles formes d'accumulation du capital, notamment avec l'existence d'une planification mondiale de l'activité des grands groupes internationaux, capables de contrôler les prix, les filières de production, les matières premières, l'ensemble du marché des produits concernés.
- Le développement des banques transnationales, notamment grâce à l'essor des marchés des euro-devises et des euro-émissions, et leur rôle considérable sur le marché des changes.
- Le transfert de souveraineté des Etats en faveur des forces transnationales et de certains pôles ou regroupement d'Etats ou de fonctions. Les politiques économiques, monétaires et financières sont de moins en moins indépendantes.

L'économie-monde est en déséquilibre permanent, avec des vagues de dominations ; technologiques, commerciales, matières première ou énergétiques, etc... Au fond, il s'agit donc bien d'une crise de pouvoir.

## 2) Un Système Financier International

Les Etats ont perdu leur pouvoir d'anticipation et de contrôle. Les changes flottants se sont accompagnés de mouvements erratiques et les Etats ont perdu la maîtrise de la monnaie.

Il suffit que les exportateurs français décalent leurs rapatriements de devises d'un mois pour jeter sur le marché 16 milliards de dollars contre le franc, soit plus que les réserves en devises de la Banque de France (d'autant que celle-ci ne vendra jamais son or, son magot, qui sert à gager les emprunts).

elle  
Le dollar ne suit aucune règle, si ce n'est des taux d'intérêt et de la psychologie collective. Pourtant, l'univers des changes n'a rien du marché atomisé de la théorie. Les opérateurs vivent avec une représentation macro-économique tronquée fondée sur l'évolution des taux d'inflation et de la balance des paiements, parfois de la croissance, jamais de l'emploi. D'anticipations en anticipations se fabrique le cours de la devise. A côté d'une extraordinaire sophistication technique du marché, existent les modes intellectuelles, un comportement grégaire et des réflexes névrotiques des opérateurs.

Les dépréciations sont plus spontanément répercutées à la hausse sur les importations qu'à la baisse sur les exportations. L'équilibre de la balance des paiements est donc décisif, sauf à accepter le cercle vicieux de l'accélération mutuelle entre la dépréciation et le déficit, qui débouche inévitablement sur les rigueurs des plans d'austérité.

On est passé du système monétaire international (SMI) au système financier international (SFI), c'est-à-dire d'une régulation internationale sous la direction des Etats à une régulation privée. Le fonctionnement du système financier de l'après-guerre est remis en question. Les Etats et les organismes internationaux qu'ils avaient mis en place voient leur importance économique, monétaire et financière se réduire peu à peu. Les finances internationales sont devenues autonomes et les mouvements de capitaux se sont libérés, même à l'égard du commerce international ou des investissements à l'étranger. Sur le marché des devises à Londres, 10 % des transactions quotidiennes concernaient directement les entreprises industrielles et commerciales, ayant besoin de devises pour financer leurs achats.

Le système privé s'avère particulièrement dynamique, mais dans ses excès, il provoque des situations de crise difficilement acceptables d'un point de vue social. Au fond, on peut se demander si cette "privatisation" n'est pas un moyen de restructuration du système monétaire et financier international, plutôt qu'un véritable but.

Compte tenu de la puissance des Etats-Unis dans la plupart des institutions internationales et du fait de l'émission du dollar, la privatisation a tendu à réduire l'influence institutionnelle des autorités publiques et monétaires américaines, pour donner plus de place aux opérateurs privés, dont la localisation est principalement japonaise, européenne, voire proche-orientale. Bien entendu, les banques américaines bénéficient souvent de la gestion



des liquidités internationales, mais les déposants peuvent aussi à tout moment les retirer.

Contrairement aux apparences, la crise monétaire et financière des années 80 marque le déclin de "l'empire américain", qui n'est plus à même de contrôler totalement sa propre monnaie, sauf à accepter une terrible récession dont souffrirait d'ailleurs le monde entier, mais dans des proportions qui, pour certains pays comme l'Europe ou le Japon, seraient moins importantes.

### 3) Le conflit des Etats

Maintenant, le gouvernement américain souhaite des engagements fermes qui contrastent avec son scepticisme précédent sur la nécessité d'intégrer les paramètres externes dans la détermination de la politique économique américaine. Les taux de change ne sont alors plus déterminés par le marché.

Pour le gouvernement américain, la politique est simple : à situation interne de crise, attitude coopérative, à situation interne favorable, douce insouciance.

Pour la France, les solutions à la crise ne sont pas nombreuses, compte tenu du niveau des interdépendances économiques, monétaires et financières qui la caractérise. Elle dépend à 22% de ses échanges extérieurs, contre 12 % pour le Japon et 10 % pour les Etats-Unis. Notre balance des brevets est très déficitaire et un point de croissance s'accompagne de 2 points d'importations. La crise en France est due à la baisse de la productivité, à l'essoufflement du modèle de consommation, au développement des emplois improductifs publics et à la croissance du secteur tertiaire. Le pilotage de l'économie française se fait à vue. On ne prévoit plus rien au-delà d'un an. L'instabilité des taux de change flexibles, les difficultés d'anticipation de la demande et l'influence de facteurs exogènes comme les prix pétroliers expliquent le raccourcissement de la vision économique des pays occidentaux. Les gouvernements sont de plus en plus impuissants, du fait même de leurs hésitations sur les voies à suivre et les moyens à utiliser.

#### 4) Les règles de base d'un Système monétaire et financier international

Il n'est probablement plus possible aux Etats-Unis de s'en tenir à leur politique monétaire vis-à-vis de l'extérieur, "le dollar c'est notre monnaie, mais son cours c'est votre problème". Cinq règles devraient être respectées, pour créer une véritable monnaie internationale :

- i) Permettre la croissance interne équilibrée des pays membres.
- ii) Développer le commerce et l'investissement international sans subir le freinage permanent des déséquilibres cumulatifs de balances des paiements.
- iii) Définir un ou plusieurs prêteurs en dernier ressort précisément désignés et acceptés par la communauté internationale.
- iv) Créer autant un système financier international qu'un système monétaire.
- v) Concilier l'internationalisation et l'autonomie de décision. Il n'y a plus de centre de domination parfaitement affirmé et incontestable, les Etats-Unis partageant leur pouvoir avec l'Europe et le Japon.

Faut-il accepter l'oligocentrisme ? On parle d'un retour aux changes fixes avec restauration de l'étalon-or (Laffer et Mundell), d'un système de zones cibles, de l'émission d'une vraie monnaie internationale, du développement des parités rampantes (crawling pegs) ou une gestion contrôlée ("sand on the wheels" de John Tobin).

On pourrait choisir des taux d'équilibre à partir des parités de pouvoir d'achat, mais cette méthode ne tient compte que des facteurs exclusivement commerciaux. Pour Mc Kinnon il faudrait un réglage concerté des politiques monétaires des grands pays. Le principe d'une stabilisation du taux de croissance de la masse monétaire globale est une règle simple, de même que celle de la compensation. Cependant, un aspect régalien encore très fort s'attache toujours à la libre détermination de la politique

monétaire. Cependant, ce n'est pas la seule cause de l'inflation mondiale.

L'histoire des négociations monétaires est à méditer : ce n'est qu'après des périodes longues de dérèglements que les grands pays mesurent les inconvénients des statu quo et acceptent les compromis, mais ils sont rapidement attirés par leur comportement nationaliste. Pour Mc Kennon, les Etats-Unis ne peuvent plus se désintéresser de la nécessité de prendre en compte les effets externes de leurs choix monétaires. La "douce insouciance" vis-à-vis de l'extérieur ne peut qu'avoir des effets de retour sur les Etats-Unis eux-mêmes.

Par bien des aspects le Système Financier International reste fortement lié à la sphère réelle. On constate notamment de grandes différences dans les taux d'intérêt proposés sur les marchés nationaux, preuve que les variables financières internationales ne sont pas encore totalement dominantes. En outre, les anticipations sont souvent fondées sur les résultats économiques, et hors-bulle, les phénomènes financiers collent souvent aux phénomènes réels qu'ils contribuent par ailleurs à faire évoluer. Les finances internationales ne sont pas déconnectées de la réalité, malgré l'importance de la spéculation.

Nous sommes dans une période de transition économique, monétaire, financière, stratégique. Les grandes puissances conservent une partie du pouvoir exorbitant qu'elles avaient dans les années 50 et 60, mais il est fermement contesté, à la fois par les autres Nations, par l'opinion publique des pays industrialisés (pacifisme, politique monétaire et budgétaire, etc.), par les grandes firmes transnationales, par les banques transnationales, parfois même par des institutions internationales concurrentes de celles qu'ils avaient mis en place.

Cette situation se paie par l'insécurité dans tous les secteurs de la vie internationale. Jamais peut-être autant qu'en ce moment, les incertitudes sur le monde de demain n'auront été aussi grandes.

## Bibliographie

- Aglietta, Amin and al. (1978), *Rupture d'un système économique*, Dunod.
- Aglietta & Orleans (19892), *La violence de la monnaie*, Presses Universitaires de France, PUF, Paris.
- Banque mondiale (1987), *Rapport annuel 1987*. Washington.
- Bourguinat, H. (1985), *L'économie mondiale à découvert*, Calmann Levy.
- Bourguinat & Mistral (1986), *La crise de l'endettement international*, Economica.
- Bourguinat, H. (1987), *Les vertiges de la finance internationale*, Economica.
- Chaineau, A. (1981), *Mécanismes et politique monétaire*, Presses Universitaires de France.
- Claassen, E., Salin, P. & al. (1978), *Turbulences d'une économétrie prospère*, Dunod.
- Colard, D., Fontanel, J., Guilhaudis, J-F. (1981), *Le désarmement pour le développement*, Fondation pour les Etudes de Défense Nationale, 19.
- Denizet, J. (1985), *Le dollar*, Fayard.
- Dockes, P. (1975), *L'internationale du capital*, Presses Universitaires de France.
- Fontanel, J. (1981), *Organisations économiques internationales*, Masson.
- Fontanel, J., Colas, P. (1984), *Le COCOM. Cahiers du CEDSI n° 5*, Grenoble.
- Fontanel, J., Smith, R. (1985) Introduction à l'effort économique de défense, *Arès, Défense et Sécurité*, N° Spécial, Grenoble.
- Fontanel, J. (1987), L'arme monétaire et financière existe-t-elle ? in «*Economie monétaire et productive* », CEDSI, Université des Sciences Sociales de Grenoble
- Friedman, M. (1969), *Inflation et système monétaire*, Calmann Levy.
- IFRI (1987), *RAMSES 1987/1988*, Atlas/Economica.
- Keynes, J.M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Payot, Paris, 1966.
- Lavigne, M. (1985), *Economie internationale des pays socialistes*, Armand Colin, Paris.
- Levy-Garboua & Maarek (1985), *La dette, le boom et la crise*. Atlas/Economica.
- Pascallon, P. (1982) *Le système monétaire international*, Editions de l'Epargne.
- Reiffers, J.L. (1982), *Economie et finance internationale*, Dunod, Paris.
- Salin, P. (1982), *L'ordre monétaire international*, Presses Universitaires de France.
- Samuelson, A. (1987), *Relations financières internationales*, Dalloz.
- Sandretto, R. (1987), *Le pouvoir et la monnaie*. Economica.