

## CHAPITRE III

# Le circuit international du dollar

L'analyse du réseau des financements internationaux à laquelle on vient de procéder a montré la place importante qu'y occupe le système bancaire : par lui se constitue une unité financière internationale largement détachée des politiques monétaires nationales. Or parallèlement, c'est la perte d'une référence commune aux différentes monnaies qui caractérise aujourd'hui le système monétaire international : la désagrégation du système de Bretton-Woods, et le passage au régime des changes flottants accentuent le *fractionnement en systèmes monétaires nationaux* (dont témoignent les discontinuités brutales sur les marchés des changes).

Ce sont certains aspects de cette double caractéristique du système monétaire et financier international — *intégration financière et fractionnement monétaire* — que l'on étudiera maintenant en analysant le « système dollar ». La prépondérance financière et monétaire du circuit du dollar conduit d'ailleurs, on le verra, à considérer le développement des fonctions internationales des autres devises, et notamment du deuschemark, relativement à cette référence centrale.

La caractérisation comme système du fonctionnement international du dollar est menée par étapes. On tentera tout d'abord de mettre en évidence les *diverses fonctions du dollar* dans le système monétaire et financier international en dégagant notamment les modalités de leur articulation : dans un régime monétaire international caractérisé de plus en plus par une défiance chronique à l'égard du dollar, les autorités monétaires sont amenées à jouer un rôle décisif dans la compatibilité entre les financements en dollars et la détention privée de dollars. En détenant le « surplus de dollars », qui résulte, schématiquement, de la confrontation de ces deux grandeurs, elles assument la prise en charge des pertes liées à la dévalorisation tendancielle des actifs en dollars et assurent ainsi le bouclage du circuit du dollar.

Une deuxième partie s'efforce de tracer les principaux traits de ce circuit international du dollar et les transformations qu'il a connues.

Depuis la fin des années soixante, le développement du dollar en tant qu'instrument financier s'opère de manière massive par le marché des eurodollars : l'alimentation en dollars des circuits financiers internationaux par le canal des exportations américaines de capitaux privés et publics à long terme marque le pas au profit d'un financement largement déterritorialisé qui est notamment le fait des filiales des banques américaines et qui se traduit par l'importance de la circulation du dollar impulsée hors des Etats-Unis, non soumise donc à la politique monétaire américaine, mais néanmoins dépendante de la conjoncture financière américaine. Ainsi, s'affirme la sensibilité du système monétaire et financier international aux dérèglements de l'économie américaine et aux tensions sur le dollar. La contradiction entre le maintien de la valeur du dollar et les conditions de l'alimentation en dollar par le déficit de la balance des paiements américaine, qui a caractérisé le fonctionnement de la décennie précédente est alors largement transformée quant à ses formes *mais elle demeure*. Cette distorsion entre des phénomènes relatifs à l'économie américaine qui règlent pour l'essentiel le cours du dollar, et la structure mondiale des excédents-déficits, qui détermine l'évolution des financements internationaux en dollar, explique qu'en dépit de sa souplesse le système analysé est fondamentalement instable : l'absence d'un principe commun qui règle l'équilibre des changes et celui des balances des paiements est ici évidente.

## **I - Les fonctions internationales du dollar**

### **1 - Le dollar, unité de compte et monnaie de règlement du commerce international**

Les déficiences des données statistiques ne permettent pas de différencier les deux fonctions complémentaires du dollar, unité de compte et moyen de règlement du commerce international ; nous ferons donc *l'hypothèse d'égalité entre l'emploi du dollar et des autres devises en tant que monnaie de facturation et monnaie de règlement*. Mais la différenciation analytique entre ces deux fonctions est féconde : en tant que monnaie de facturation le dollar renvoie à sa fonction d'unité de compte du commerce international (1) ; en tant que moyen de règlement il appelle une détention de réserves de transaction.

---

(1) La première fonction a connu les avatars du passage des changes fixes aux changes flottants, la disparition du point fixe des rapports entre les monnaies nationales ; l'incertitude engendrée par cette situation a modifié le calcul économique des agents, et développé les opérations de couverture à terme des banques.

La fonction d'unité de compte tient à la nécessité pour les grands économiques de s'exprimer d'abord en tant que prix absolus, et permet une définition des obligations de paiement dans le temps. Or, bien qu'aujourd'hui le dollar doive faire la preuve de sa valeur et affronter l'existence de rivaux sous la forme d'autres devises ou même d'actifs réels servant de base à des procédures d'indexation, son rôle instrumental s'est conservé massivement.

a) *Plus de la moitié des transactions commerciales internationales sont réglées en dollar (2)*

La concurrence exercée par l'usage du deutschemark reste faible, celui-ci ne représentant que 15 % des règlements internationaux. La position du deutschemark s'explique essentiellement par la seule croissance des échanges extérieurs allemands, alors que le dollar est largement utilisé comme monnaie pour les transactions entre pays tiers. La configuration des règlements par zone indique le rôle prééminent du dollar pour les pays non-industrialisés (lié à son utilisation dans le commerce des matières premières). Le cas du pétrole est exemplaire : la fixation de son prix et son règlement en dollars expliquent la composition en devises des recettes des pays pétroliers. Les pays industrialisés, et notamment les pays membres de la CEE, ont *développé pour leur part l'usage de leur monnaie nationale pour le règlement* de leur commerce extérieur (ce qui garantit notamment leurs exportations contre le risque de change). Mais la part du dollar dans le libellé et le règlement de leurs importations reste notable, en raison non seulement du commerce avec les Etats-Unis mais aussi de leurs importations en provenance des pays non-industrialisés.

• *De 1967 à 1977, l'usage du dollar se renforce*

La mise en perspective sur 10 ans de l'évolution des règlements internationaux met en lumière le *renforcement de l'usage du dollar*. En 10 ans, de 1967 à 1977, alors que la valeur du commerce international exprimée en dollars a été multipliée par 5,6, les règlements effectués en dollars ont été multipliés par 6,7. Cette progression résulte des transformations de la structure du commerce international (notamment du poids accru des échanges de *matières premières* et de la part des *pays non-industrialisés*) ainsi que de la quasi-disparition de la livre sterling comme monnaie de règlement entre pays tiers. L'évaluation de l'influence relative

---

(2) Précisons que les données, auxquelles on se réfère n'ont trait qu'aux seules transactions commerciales.

de chacun de ces facteurs est d'un intérêt que les récentes hausses pétrolières, et l'éventualité d'une modification des habitudes de paiements liée à la défiance vis-à-vis du dollar rendent aujourd'hui évident.

**TABLEAU 1 - Le dollar dans le règlement des exportations en 1977**

USA	Japon	France	RFA	Iles Britanniques	Autres CEE	Autres industrialisés
90 %	70 %	9 %	5 %	21 %	18 %	38 %
Moyen-Orient OPEP	Autres OPEP	NPI	Autres PVD	Est	Total	
95 %	95 %	80 %	80 %	44 %	51 %	

Source : estimation CEPII à partir des données de :

H.E. Scharrer, D. Gehrman et W. Wetter : Währungsrisiko und Währungsverhalten deutscher Unternehmen in Aussenhandel, Verlag Weltarchiv Hamburg, 1978.

H.E. Scharrer : Currency diversification in international trade and payments - colloque de la SUERF, Bâle, mai 1979.

La décomposition par produit et zone du commerce mondial permet de ce point de vue de tester la sensibilité, à pratiques de paiements constantes, des règlements internationaux à des variations de la structure des échanges. Ainsi, en prenant l'hypothèse d'un doublement du prix du pétrole, toutes choses égales par ailleurs, la progression des règlements en dollars atteint près de 30 % (3). La non prise en compte des multiples effets d'une telle hausse — et notamment l'inflexion éventuelle de la croissance du volume mondial des échanges ou une modification brutale des monnaies de règlement — n'invalide pas la signification de cet ordre de grandeur, qui met en relief la sensibilité du système monétaire international aux échanges énergétiques, et au prix des matières premières.

(3) Le calcul est effectué sur les données du commerce mondial de fin 1977, alors que le prix du baril était à 12 \$. En décembre 1979, ce prix atteint 24 \$, et le doublement du prix du pétrole est ainsi réalisé. La modification de la structure des prix internationaux qui a été ainsi effectuée impliquerait maintenant dans l'hypothèse d'un nouveau doublement du prix du pétrole une progression des règlements en dollars d'une ampleur encore plus grande que celle qui vient de s'effectuer.

Par ailleurs, la quasi-généralisation de l'usage du dollar dans le commerce des *pays non industrialisés* est responsable de la progression sensible des règlements effectués en dollars qui, à habitudes de paiement constantes, n'auraient qu'à peine sextuplé de 1967 à 1977 (4).

La composition, par devise, des règlements des *pays industrialisés* n'a par contre pas subi de modifications sensibles. Seuls les *pays de la CEE ont connu des évolutions non négligeables* ; pour la période 1973-1977 où l'on dispose d'enquêtes nationales, il est possible de dégager deux tendances contradictoires : dans un premier temps, qui correspond aux années 1973 et 1974, consécutives à la généralisation du régime des changes flottants, les exportateurs européens ont réagi en imposant le règlement en leur monnaie nationale dans des proportions accrues, ce qui a limité l'usage du dollar (dans les exportations de la CEE) à une progression de 40 % pour ces deux années au lieu de 70 % si les habitudes de règlements étaient restées inchangées ; au contraire 1975 et 1976 ont connu une augmentation relative de l'usage du dollar qui est responsable d'une progression de 25 % des règlements en dollars alors que les échanges commerciaux n'ont progressé pour leur part que de 15 % (5).

L'utilisation massive des monnaies nationales dans leurs transactions par les pays de la communauté, liée à la densité du commerce intra-européen, peut constituer les prémisses dans le cadre du Système monétaire européen d'une zone ECU. Cette possibilité d'existence d'une monnaie de compte et de règlement rivale du dollar pose toutefois comme préalable la stabilité des relations de change entre les pays membres. Par ailleurs le renforcement du dollar en 1975 et 1976, après les perturbations initiales consécutives aux changes flottants, semble bien avoir été interprété comme un rétablissement du dollar et la mise en place d'un nouveau système monétaire international aux modalités plus souples que celui de changes fixes.

*b) Les encaisses privées sont réduites aux nécessités des transactions commerciales*

Si donc, les pays européens ont au niveau des règlements (6) une plus grande indépendance par rapport au dollar, le trait sensible de la

---

(4) Cette progression du dollar s'est effectuée principalement au détriment de la livre sterling.

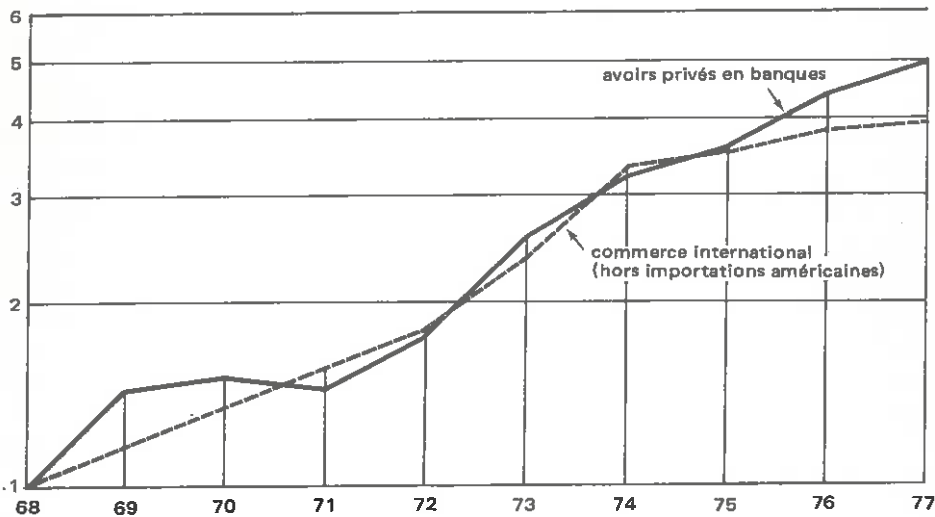
(5) Ces grandeurs résultent d'un calcul annuel par pays d'une part de la progression des règlements effectués en dollars, d'autre part de la progression de ces règlements sous l'hypothèse d'une structure de paiement par devise inchangée par rapport à l'année précédente.

(6) Il ne s'agit que des transactions commerciales, mais si on ajoutait les services et les transferts, on peut penser que les résultats n'en seraient pas modifiés.

période étudiée n'en reste pas moins, au niveau mondial, la prépondérance du dollar. Loin d'être remise en cause, celle-ci paraît consolidée par l'importance croissante des échanges de matières premières notamment énergétiques. Cet usage du dollar dans le commerce international commande sa détention en tant que *réserve de transaction*. Les réajustements successifs des taux de change à partir de 1967, le flottement généralisé des monnaies se sont accompagnés d'un report sur les agents privés de la détention de l'essentiel des devises destinées aux transactions. Par ailleurs, le glissement à la baisse du dollar a tendu à limiter à ces seules « encaisses de transaction » les réserves monétaires privées (7) détenues en dollars.

**Graphique 1 : Commerce international et détention de dollars**

base 1968 = 1



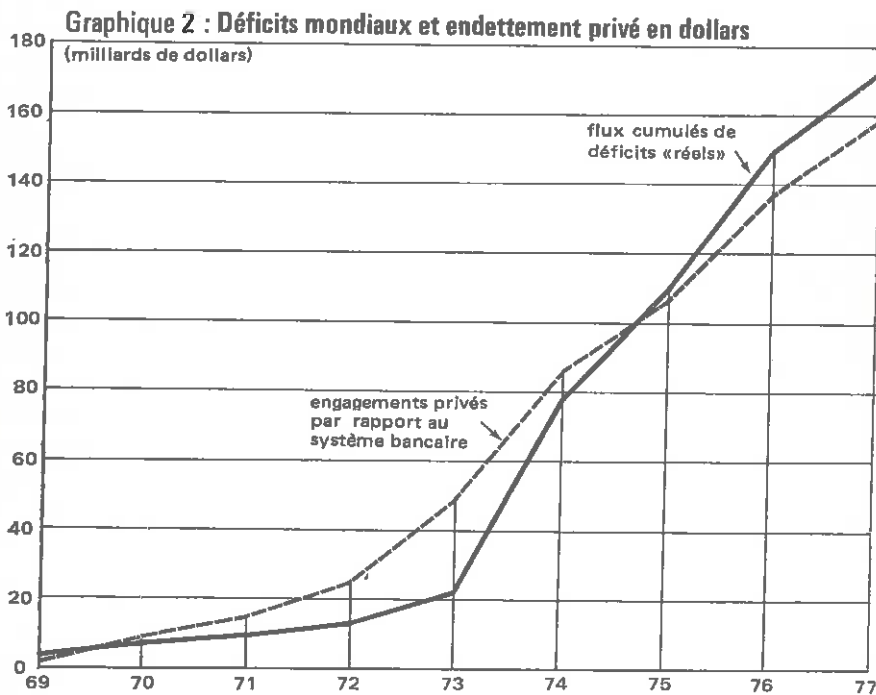
Le graphique établit clairement cette relation entre le règlement en dollars du commerce international et la détention des avoirs en dollars par les agents privés (8) ; la différenciation conjoncturelle des profils

(7) Repérées par la mesure de leurs encaisses en dollars détenues auprès des banques.

(8) Les montants correspondants sont inscrits dans le tableau 2 page 100.

en 1971 qui renvoie à la spéculation contre le dollar et à l'inconvertibilité en or de la devise américaine n'est pas surprenante. Plus remarquable est la force de rappel qui lie l'évolution des encaisses privées à la progression du commerce réglé en dollars (calculé hors importations américaines).

Le rôle du dollar dans le développement des échanges internationaux ne se limite toutefois pas à cette seule fonction de transaction : il joue aussi un rôle central dans le financement des déséquilibres des balances courantes.



## 2 - Le dollar, moyen de financement international

On abandonnera maintenant l'éclairage de l'intermédiation financière comme fait d'un système bancaire multinational réalisant le recy-

clage des capitaux en des flux de monnaies indifférenciées, pour dégager l'importance spécifique du dollar dans le financement des déficits mondiaux.

Ces déficits « réels » mondiaux doivent être appréhendés hors déficit des Etats-Unis (en raison de l'asymétrie entre ceux-ci et le reste du monde qui fait que les Etats-Unis peuvent régler leur déficit avec leur propre dette). Le graphique 2 qui retrace l'évolution cumulée des flux annuels des déficits « réels » (9) (opérations courantes plus *investissements directs*) mondiaux et des engagements privés en dollars auprès du système bancaire révèle en même temps que le rôle essentiel du *circuit de financement bancaire en dollar* le caractère largement *privé* de l'endettement lié au financement des déficits mondiaux.

Les statistiques utilisées appellent bien sûr quelques réserves et il convient de prendre ces chiffres comme de simples références ou ordres de grandeur. En outre, nous avons conservé ici l'agrégation par zone pour le calcul des déficits totaux ce qui introduit un biais du fait de l'hétérogénéité des pays à l'intérieur d'une zone (10).

La constatation n'en reste pas moins d'une portée appréciable. Elle implique en effet que *l'endettement des pays autres que les Etats-Unis*, dans la mesure où il trouve dans le « Système financier dollar » une source de financement flexible, *va affecter l'évolution de la monnaie américaine*. Aux distorsions du commerce international — forte polarisation des excédents et déficits — répond ainsi un processus de création monétaire par le crédit international (et le recyclage apparaît dès lors comme la conséquence d'une situation antérieure de crédit). Mais dans la mesure où ce crédit privé n'engendre pas de principe contraignant à un rééquilibre des balances de paiements, il conduit à une accumulation de dettes en dollars (11) qui trouve sa contrepartie monétaire dans la détention par les agents publics du « surplus » des dollars injectés dans les circuits internationaux à l'occasion de ces financements.

### 3 - Les réserves officielles en dollar

L'expansion sans précédent des réserves publiques de change au début des années soixante-dix (la seule année 1971 a été marquée par

---

(9) Cette balance « réelle » diffère de la balance de base du montant des opérations financières privées et gouvernementales à long terme.

(10) L'évaluation des déficits cumulés retenue est donc plus faible que celle qui résultait d'une sommation des déficits pays par pays du montant des déficits « intra-zones ».

(11) Accumulation qui pose par ailleurs un problème de solvabilité sur lequel on aura l'occasion de revenir.



un accroissement de deux tiers des réserves officielles de change) résulte de l'effondrement du système de Bretton-Woods. En dépit de la création des droits de tirage spéciaux émis par le fonds monétaire international pour pallier l'insuffisance des réserves officielles — ironie du sort — les réserves de change constituent désormais plus de la moitié des réserves officielles, marquant le déclin de l'or à la suite de l'inconvertibilité des dollars (août 1971) (12). La généralisation du flottement des monnaies n'a que peu freiné la prolifération des détentions d'avoires officiels ; les banques centrales ont dû tout d'abord — contrairement à certaines prévisions — accroître leurs réserves en vue d'intervenir sur le marché des changes (pour limiter les fluctuations de leurs monnaies amplifiées par la disparition d'un référent fixe). Mais il est impossible de rendre compte de la dérive observée en se rapportant à une évaluation des seuls « besoins » en réserves des banques centrales.

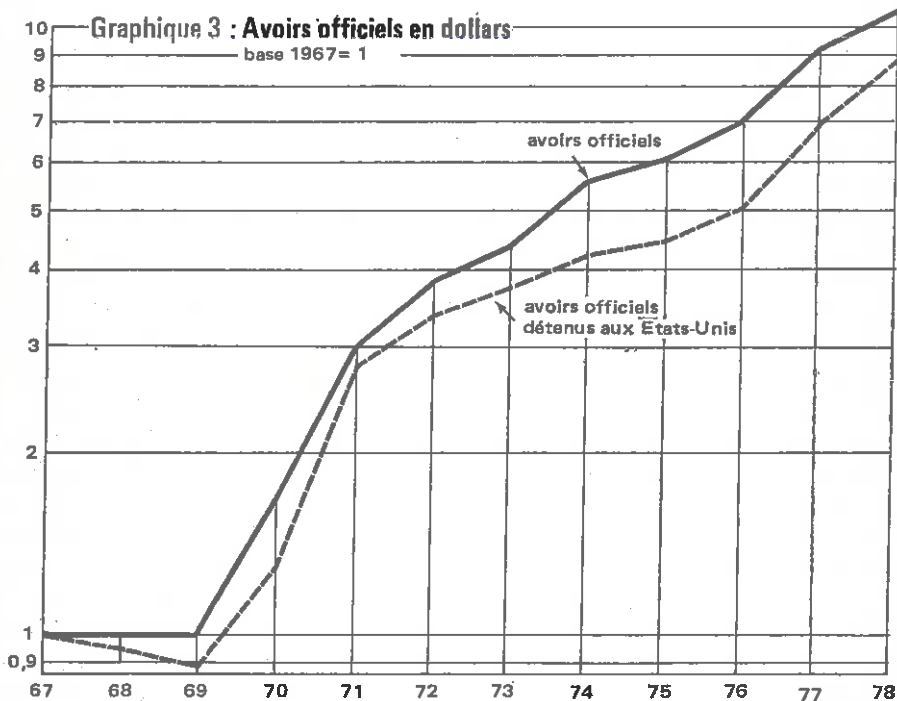
Le niveau élevé, autour de 75 %, de la part du dollar dans le total depuis le début des années soixante-dix suggère de rapprocher le montant des réserves officielles des grandeurs dégagées aux paragraphes précédents. *Les réserves officielles en dollars apparaissent alors comme l'élément de compatibilité entre le financement des déficits des balances de paiement et les détentions privées de dollars.* Instrument de financement des échanges mondiaux et des déficits qui leur sont liés, le système financier en dollars génère des liquidités qui ne sont « absorbées » ni par les achats de produits américains ni par les placements privés en cette devise. L'absorption par les autorités monétaires nationales de ce surplus croissant de dollars résume ainsi la *contradiction entre la prééminence du système financier en dollars et l'affaiblissement de l'attrait de la monnaie américaine.* Sa détention par les autorités monétaires permet de consolider le circuit du dollar et d'en assurer le bouclage. La question de la stabilité de cette détention, par des agents officiels aussi différents que les Banques centrales des pays industriels à monnaie convertible (Allemagne, Japon), et les instituts des pays pétroliers excédentaires, se trouve par ailleurs aujourd'hui posée comme problème de la « diversification » de ces actifs en d'autres monnaies ou en or. La répartition actuelle des réserves par devise et par zone éclaire les données de ce problème. Elle ne fait malheureusement, comme on l'a vu au chapitre précédent, l'objet d'aucune donnée systématique, mais seulement d'« enquêtes » du FMI (13). Il ressort néanmoins que, si les autorités des pays

---

(12) Les réserves en devises constituent 61 % des réserves officielles à la fin de 1971 contre 42 % deux ans auparavant.

(13) Bulletin du FMI du 29 mai 1978 et H.R. Heller, M. Knight : *reserve currency preferences of central banks*, Princeton University, 1978.

membres de la CEE détiennent quasi exclusivement des dollars (pourcentage supérieur à 90 %), la composition des portefeuilles de devises des pays en développement est plus diversifiée, témoignant d'une grande sensibilité à la conservation de la valeur de leurs actifs, ce qui confère à leur gestion un caractère de type privé qui participe à l'agitation des marchés des changes. Le double mouvement de défection par rapport à la livre sterling et de constitution de balances deutschemark, qui explique la stabilité globale de la part du dollar de 1970 à 1977 confirme ce diagnostic.



Cette diversification en faveur du deutschemark ne s'est intensifiée d'ailleurs que récemment : au cours de 1978 la part de la monnaie allemande a bondi de moins de 7 % à près de 10 % des réserves officielles

en devises, les pays en voie de développement ayant opéré massivement cette diversification sur les *euromarchés* (14).

Après avoir présenté ainsi successivement les grandeurs caractéristiques des fonctions internationales du dollar, il convient d'examiner maintenant quelles ont été les modalités de sa circulation internationale, quelle a été l'organisation du *circuit* du dollar.

## II - Le circuit du dollar

La progression du rôle international du dollar, qui a assuré l'unité de l'espace des transactions financières internationales et garanti le financement des déséquilibres, conduit à s'interroger sur les conditions monétaires et financières qui ont permis ce fonctionnement. La mise à la disposition de l'économie mondiale de dollars « internationaux » n'est en effet plus assurée exclusivement à partir du pays émetteur, *le marché des eurodollars ayant au cours des années 1970 consolidé un circuit relativement autonome de recyclage*. La contradiction inhérente à l'usage international d'une monnaie nationale se déploie ainsi en des formes nouvelles ; mais elle repose fondamentalement sur l'unité du marché monétaire du dollar, c'est-à-dire finalement sur *la capacité du seul système bancaire des Etats-Unis de créer et de détruire ces dollars internationaux*.

### 1 - Les deux sources américaines du circuit du dollar

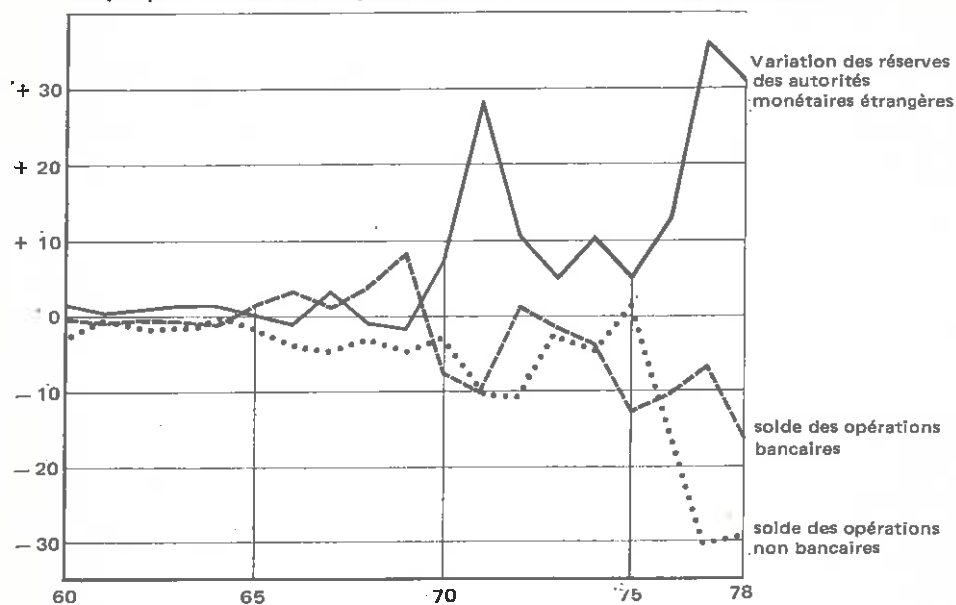
L'asymétrie entre les Etats-Unis et le reste du monde dans les relations monétaires internationales a survécu au système de Bretton-Woods. L'absence de contrainte monétaire internationale pour les Etats-Unis en découle (15) ; la prépondérance de l'économie américaine a assuré après la guerre la compatibilité entre l'alimentation en dollars de

---

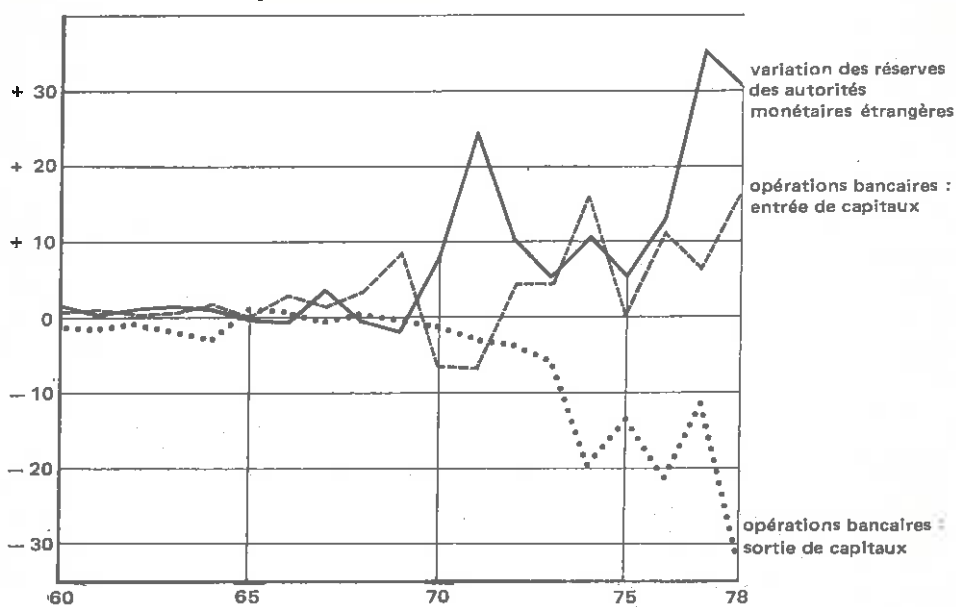
(14) La différenciation entre les réserves déposées auprès du pays émetteur, et celles approvisionnant le marché des eurodollars a été une préoccupation constante des négociations institutionnelles de la décennie écoulée, depuis l'engagement en 1971 de 10 pays industrialisés — Belgique, Canada, France, RFA, Italie, Japon, Pays-Bas, Suède, Suisse et Royaume-Uni — de conserver en dollars leurs réserves publiques et de les déposer aux Etats-Unis — ce qui n'a pas suffi pour assécher l'approvisionnement public des euromarchés — jusqu'aux projets présents de « substitution account » du FMI.

(15) Cf. pour plus de détails : M. Aglietta, « Rôle du dollar et hégémonie financière des Etats-Unis », *Economie et statistique*, n° 97, février 1978.

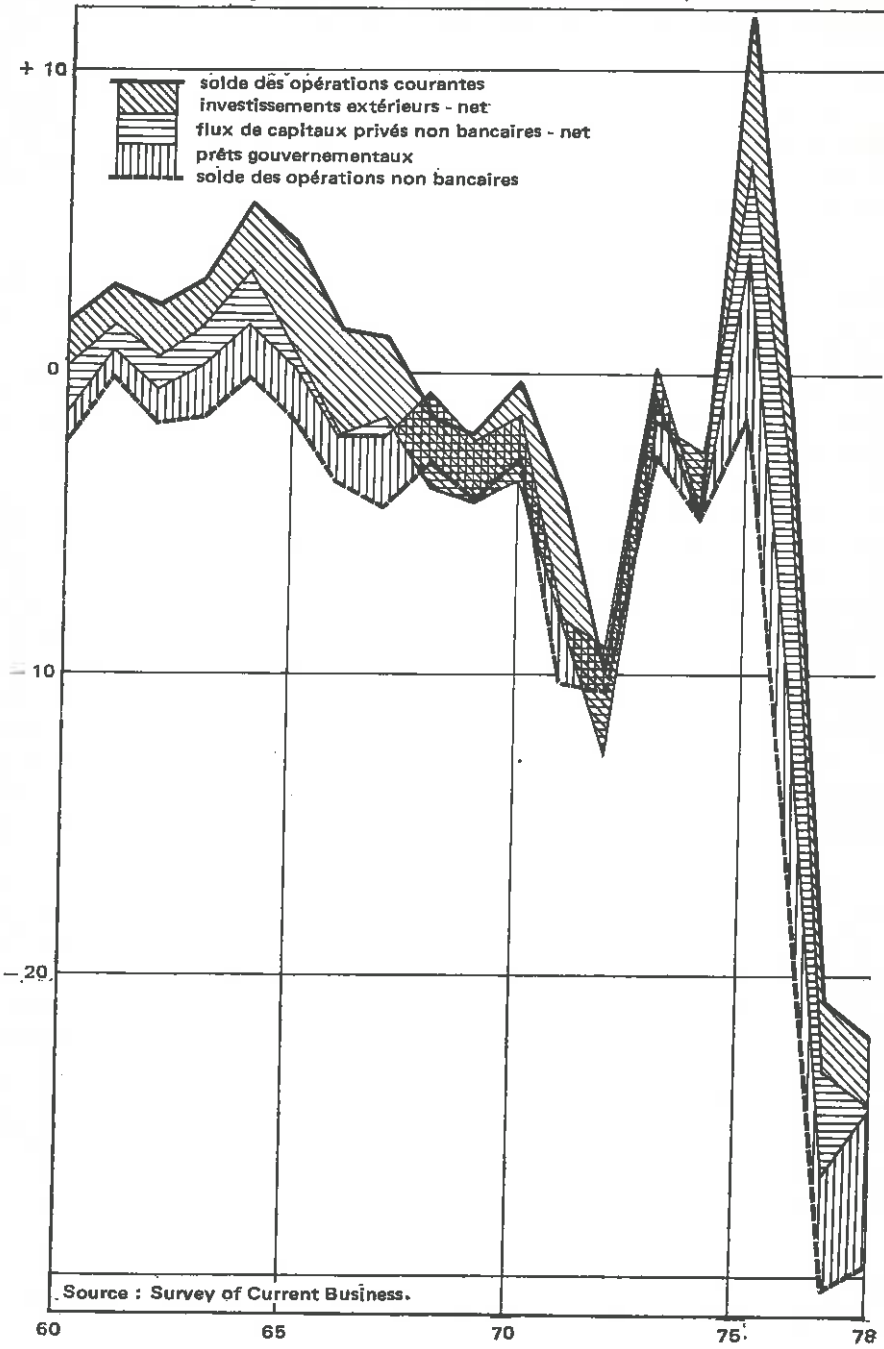
**Graphique 4 - Balance des paiements des Etats-Unis** (milliards de dollars)



**Opérations bancaires** (milliards de dollars)



### Opération non bancaires (milliards de dollars)



l'économie mondiale, par la voie du financement de l'internationalisation des firmes américaines, et la stabilité du dollar.

a) *La détermination de la balance des opérations courantes* américaine à partir de la deuxième moitié des années 60 fournit un indicateur de la remise en cause de la prépondérance de l'économie américaine et de ces difficultés internes.

L'excédent de la balance courante des Etats-Unis s'est maintenu jusqu'en 1967. De 1946 à 1967, les Etats-Unis ont dégagé un excédent cumulé de 36 milliards de dollars qui a permis de financer les 33 milliards d'investissements directs à l'étranger. Les prêts gouvernementaux ont fourni l'essentiel de la cinquantaine de milliards de dollars qui correspondent au montant des « sorties brutes » (16) cumulées de dollars des Etats-Unis sur cette période.

L'inflexion en 1966 de cet excédent courant, s'est transformée en déficit à partir de 1968. L'évolution annuelle des opérations courantes reste alors contrastée, les années de forts déficits — 1972, 1977, 1978 — succèdent aux années de plus faible déficit — 1970, 1973 — et même d'excédent — 1975 —. Les cycles propres de l'économie américaine et les différences de phase par rapport aux autres économies nationales expliquent ces alternances. Mais la récurrence de déficits toujours plus importants constitue une caractéristique à la fois nouvelle et permanente ; l'importance exceptionnelle des déficits de 1977 à 1978 après le redressement des deux années précédentes, s'inscrit ainsi, on l'a vu, dans une perspective plus longue.

C'est dans la transformation des conditions structurelles de l'économie américaine qu'il convient de rechercher les fondements d'un tel renversement affectant la balance des paiements. L'égalité comptable entre capacités et besoins de financement permet de mettre en relation les conditions financières internes des Etats-Unis et le solde de la balance courante américaine : le déficit extérieur comprend l'excès de la somme des investissements privés et du déficit public par rapport à l'épargne privée intérieure. La divergence entre ces grandeurs trouve ainsi dans le recours à l'épargne extérieure sa condition permissive, conséquence de l'absence de contrainte monétaire extérieure liée au rôle international du dollar, au privilège monétaire des Etats-Unis.

---

(16) Définies comme le cumul du solde des opérations courantes et des transactions de capitaux privés américains à l'étranger.

ne se résume en effet pas au seul financement du déficit courant. Avant d'en détailler le fonctionnement, il convient de rappeler l'importance des investissements directs retracés dans la balance des paiements. Les flux d'investissements directs américains vers l'étranger ont joué pendant la période d'excédents courants du début des années soixante, un rôle privilégié de relance des circuits financiers internationaux en permettant l'expansion de l'usage international du dollar contrastant avec la situation de « dollar-shortage » du début des années cinquante (18). L'importance de ces investissements directs consacre alors la position dominante des Etats-Unis dans la Division Internationale du Travail, impulsant l'accumulation mondiale ; le financement de ces investissements est en même temps le canal de l'alimentation mondiale en monnaie internationale.

Le patrimoine d'actifs extérieurs réels constitué par investissement direct de résidents américains gage, dans une certaine mesure au moins, la valeur du dollar ; c'est d'ailleurs la conception qui prévaut dans la balance des paiements des Etats-Unis qui comptabilise les revenus réinvestis à l'étranger au titre des crédits de la balance courante (et en débit en tant qu'investissement).

Les mouvements de capitaux de la balance des paiements retracent les modifications intervenues dans le circuit du dollar depuis la fin des années soixante.

Les flux de capitaux privés non bancaires étaient marqués de 1968 à 1974 par les limitations réglementaires à la sortie de capitaux ; la libération intervenue en 1974, qui a permis une réactivation du marché financier de New York dans sa dimension internationale, s'est traduite par une diversification des formes d'endettement des non résidents retracée à ces postes.

Mais la caractéristique fondamentale qui se dégage dès 1970, à partir de l'échec de la politique monétaire restrictive menée les deux années précédentes, c'est l'importance de l'endettement privé étranger auprès du système bancaire américain — dont l'effet se cumule avec le déficit courant — et parallèlement la montée de la détention publique de dollars en tant que réserves des autorités monétaires étrangères.

Les créances extérieures des banques sises aux Etats-Unis sont ainsi devenues tout au long de la dernière décennie un point de sortie de dollars prépondérant : pour les années 1970 et 1971, les banques augmentent leur position créditrice de 17 milliards de dollars, compte

---

(18) En même temps, l'administration américaine entreprenait dès 1963 de brider les sorties de capitaux pour préserver l'équilibre de la balance par une série de mesures restrictives.

Rappelons, pour ce qui nous intéresse, les principaux traits de cette évolution interne (17) : depuis le milieu des années soixante, l'apparition d'une divergence croissante entre le maintien à un niveau élevé des investissements des entreprises américaines et la dégradation de leur rentabilité a accru leur besoin de financement. Dans ces conditions, la capacité de financement des ménages qui équilibrait jusqu'aux années soixante les déficits conjoncturels du budget n'a pu couvrir les déséquilibres cumulatifs des finances publiques amorcés au début des années soixante et les nouveaux besoins de financement des entreprises. Cette configuration des besoins et capacités de financement intérieurs s'est aggravée en 1977 et 1978 du fait de la baisse du taux d'épargne des ménages pour se traduire par des déficits courants d'une ampleur sans précédent.

L'équilibre de l'épargne, de l'investissement et de la balance des opérations courantes ne répond ainsi pas à une logique d'égalisation des rendements financiers, mais bien à une *hiérarchie des systèmes financiers nationaux* : dans un système financier ainsi organisé, le marché des changes ne saurait à lui seul définir un mécanisme de résorption des déséquilibres intérieurs par équilibrage des balances courantes. Il convient de préciser alors les conditions dans lesquelles a été assurée cette ratification financière des déséquilibres internes américains par le circuit international des devises. Le déficit des opérations courantes américaines, parce qu'il reflète un déséquilibre interne des Etats-Unis, constitue pour les opérateurs du marché des changes un indicateur au travers duquel ils apprécient la valeur du dollar. Mais le flux de capitaux qui se porte alors sur les marchés des changes est grossi des dollars sortis à l'occasion des opérations financières extérieures des agents américains, et dont le montant est largement réglé, comme on l'a vu, par les besoins de financement propres à l'économie mondiale. Cette masse de capitaux, sans commune mesure avec les déficits internes, amplifie le mouvement de défiance vis-à-vis du dollar et explique la permanence de situations de surajustement et d'instabilité des changes.

#### b) *Des investissements directs à l'étranger aux crédits extérieurs des banques américaines*

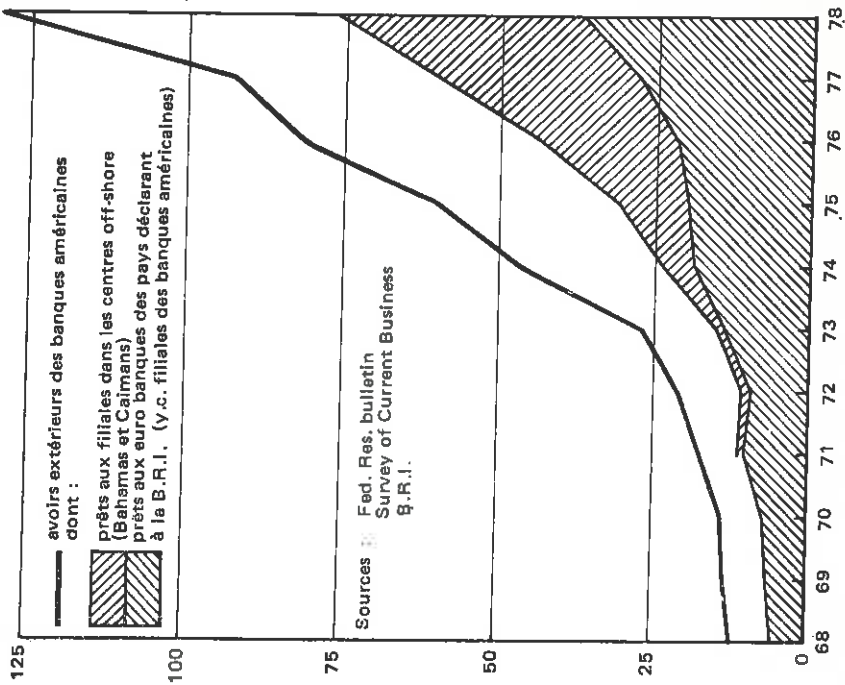
La dégradation de la balance courante américaine s'est accompagnée d'une *intensification des opérations financières avec l'étranger qui*

---

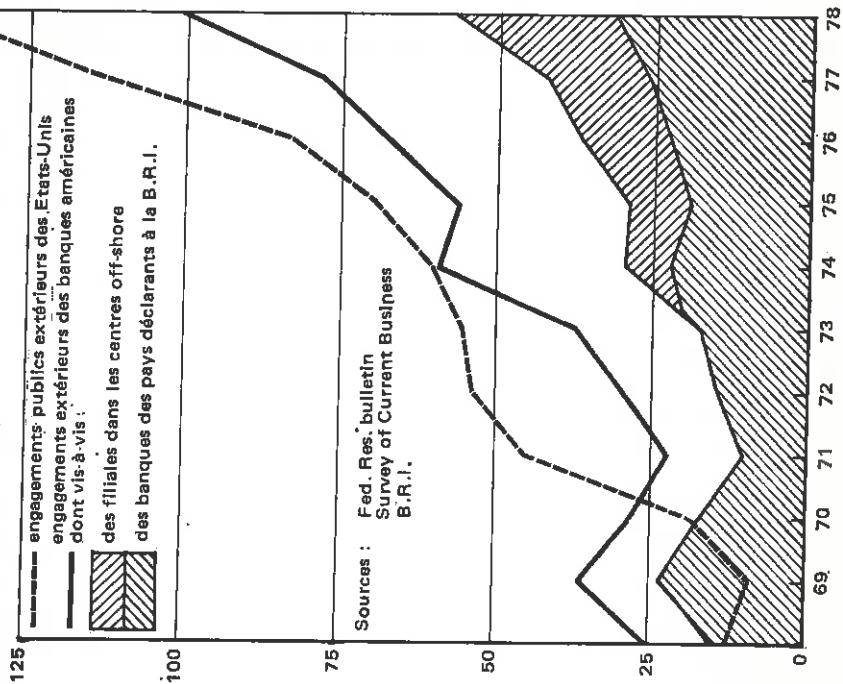
(17) Cf. CEPII « Etats-Unis : croissance, crise et changement technique dans une économie tertiaire ». *Economie prospective internationale*, n° 2, avr. 1980.  
J.R. Artus : Persistent surpluses and deficits in current account among major industrial countries : Colloque du SUERF, Bâle, mai 1979.



**Graphique 5 -  
Avoirs extérieurs des banques américaines**  
(milliards de dollars)



**Graphique 6 -  
Engagements extérieurs des banques américaines  
et engagements publics extérieurs des Etats-Unis**  
(milliards de dollars)



tenu du remboursement par les banques américaines des emprunts contractés au cours des deux années précédentes ; le mouvement s'amplifie à partir de 1974, et *c'est de près de 100 milliards de dollars que les créances extérieures des banques se gonflent en 5 ans*. Ces créances sont ainsi responsables de plus de 40 % des « sorties brutes » de dollars et viennent s'ajouter aux déficits-record de la balance courante en 1977 et 1978. C'est à une demande privée de financement en dollars de la part des non résidents que ces sorties répondent ; demande qui ne peut être servie à partir des seuls déficits courants américains.

Le « bouclage » du circuit du dollar est opéré par les banques centrales étrangères qui détiennent, en réserves, les dollars. C'est bien également à partir de 1970 que les réserves officielles détenues en dollars auprès des Etats-Unis se développent démesurément pour dépasser un accroissement de 30 milliards de dollars *par an* en 1977 et 1978.

Ce divorce entre *l'endettement privé* en dollars et la *détention largement publique* des créances en dollars s'oppose ainsi à l'idée d'un système financier *privé* très plastique assurant les ajustements ; les Etats ne se sont pas retirés de la scène : ils portent au contraire le poids de la dévalorisation du dollar (19). Mais la détention de réserves publiques en dollars se différencie également selon le lieu et les formes de placement : aux Etats-Unis, placés en *bons du Trésor* ; ou sur les *euromarchés*, mieux rémunérés, plus instables, soumis à des comportements privés d'arbitrage, de diversification monétaire, et alimentant directement en ressources l'activité de crédit des eurobanques. Le bouclage du circuit monétaire extérieur des Etats-Unis s'opère donc globalement au détriment des prêteurs étrangers (en fait, des banques centrales étrangères) dans la mesure où finalement la contrepartie des créances américaines en dollars est constituée par des dettes américaines rémunérées à des taux relativement bas. On a ainsi un système monétaire international polarisé ; et c'est cette polarisation qui permet aux Etats-Unis de « fonctionner » comme intermédiaire bancaire international.

Le système bancaire américain qui est le support de cette activité et donc à l'origine de ces créances sur l'extérieur apparaît alors dépendant de l'Etat pour ses ressources intérieures : les banques satisfont la demande de prêts extérieurs en dollars, mais ces dollars « internationaux » ainsi créés ne sont pour partie au moins ni détruits par achat d'actifs américains, ni redéposés en banques : ils financent massivement, par achat de bons du Trésor, le déficit public américain.

---

(19) La Bundesbank évalue ainsi à 15 milliards de dollars sa perte en capital liée à la dévalorisation du dollar pour les années 1977 et 1978. Rapport mensuel de la Bundesbank, octobre 1979, p. 46.

c) *Les banques sises aux Etats-Unis  
n'alimentent pas directement le marché des eurodollars*

L'activité des banques sises aux Etats-Unis n'est toutefois qu'imparfaitement retracée par les statistiques de flux de la balance des paiements. D'une part, en crédit, les engagements des banques américaines sont amputés des dépôts des banques centrales étrangères (20) ; d'autre part, il convient de dégager les opérations interbancaires, dont seule la comptabilisation « nette » est économiquement significative dans la mesure où elles retracent des opérations de trésorerie (seules les opérations avec la clientèle sont retenues dans une définition de la masse monétaire et de ses contreparties).

Ces opérations interbancaires — avec des filiales à l'étranger ou d'autres banques privées non résidentes — représentent selon les années entre la moitié et les deux tiers du montant de leur activité (cf. graphiques 5 et 6). Ce pourcentage n'est guère surprenant ; mais il prend sa signification lorsqu'on isole les rapports avec les eurobanques des pays déclarants à la banque des Règlements Internationaux des opérations avec les succursales dans les centres « offshore », principalement les Bahamas et les Iles Caïmans. En effet, alors que les premières s'équilibrent au cours des années soixante-dix, les banques américaines sont créditrices nettes vis-à-vis des banques des Caraïbes avec lesquelles elles ont développé leurs activités (par filialisation) depuis 1974 : les apports nets de 2 milliards en 1974 ont rapidement progressé pour atteindre 30 milliards de dollars en 1978 ; les banques américaines financent ainsi les prêts à la clientèle qu'elles effectuent pour des raisons fiscales de manière croissante à travers ces filiales, qui détenaient au 31 décembre 1978, 33 milliards de dollars d'actifs sur les agents non bancaires. Quant aux soldes des comptes des eurobanques recensées (par la BRI) chez leurs correspondants banquiers américains, ils indiquent le montant des avoirs liquides (21) à partir desquels les eurobanques assurent leurs trésoreries journalières en dollars. Ce solde est très faible et fluctuant ; il représente moins du dixième des dépôts de la clientèle auprès des eurobanques. De l'instabilité de ce rapport, nous concluons avec V. Lévy-Garboua et A. Sterdyniak (22) : « globalement, il n'y a pas de fuite hors du marché de l'eurodollar ». Cette *autonomie du marché de l'euro-*

(20) Mais ces engagements sont peu importants, l'essentiel des dépôts des banques centrales étrangères étant en bons du Trésor.

(21) « Working balances » : cf. G. Aubanel : le marché des eurodevises, note de la Banque de France, 1979.

(22) Le dollar, le système monétaire européen et la politique — note de la Banque de France — DGE, 5 déc. 1978, p. 11.

*dollar* témoigne de la maturité du marché inter-eurobancaire qui fournit les liquidités nécessaires et permet au marché de s'équilibrer de lui-même, situation très différente de celle des succursales des banques américaines des centres offshore, et qui milite en faveur d'une consolidation de leurs comptes avec ceux de leur maison-mère.

Le parcours de la balance des paiements américaine nous a d'abord conduit à examiner la balance courante ; nous en avons constaté la dégradation, et cherché les éléments d'explication dans les conditions internes de l'économie américaine. Les opérations financières de la balance se sont révélées, dans un deuxième temps, ne pas être réductibles au seul financement d'un déficit courant ou « réel ». En débit, les sorties de dollar *répondent à une demande extérieure de financement international*, alors que les conditions de bouclage révélaient les particularités du circuit du dollar. Mais ce dernier ne se résume pas aux seuls flux appréhendés par la balance des paiements américaine. La puissante circulation financière internationale en dollar est animée depuis la fin des années soixante à l'extérieur des Etats-Unis par le réseau dense des eurobanques. Les opérations réelles de la balance des paiements rendent compte des mouvements qui déterminent la valeur de la monnaie américaine, valeur qui s'impose à l'ensemble de la circulation du dollar. Mais puisque cette dernière n'est plus greffée aussi directement sur les opérations des agents internes américains, il convient de préciser la répartition entre le marché américain et les euromarchés dans la contribution au financement international et d'en dégager l'articulation (23).

## 2 - Les eurodollars

Le marché des eurodollars recouvre l'ensemble des opérations en dollars réalisées par les banques situées à l'extérieur des Etats-Unis. Il représente un volume de capitaux considérable, et assure les 2/3 des crédits en dollars aux agents privés (cf. tableau 2) ; sa dimension a même pris une valeur mythique, l'attention s'attachant aux données brutes qui viennent d'enregistrer (compte rendu de la BRI pour le 3<sup>e</sup> trimestre 1979) le dépassement des 1 000 milliards de dollars (24). Cette fascination pour

---

(23) Bien sûr, tout dollar est inscrit au passif d'une banque américaine mais ceci ne rend pas compte de la nature et de la densité des opérations menées avec ces dollars.

(24) Ce chiffre représente le total des positions extérieures en monnaies nationales et étrangères des banques commerciales des pays déclarant à la BRI, y compris les banques sises aux Etats-Unis, et leurs succursales offshore. Il est compatible avec les données de la maquette du chapitre II, celle-ci étant toutefois exprimée en DTS et portant sur la période 1967-1977. Les données significatives de la dimension du marché de l'eurodollar que l'on utilisera maintenant se restreignent à la seule devise américaine, excluant les banques américaines et leurs succursales offshore, et éliminant la double comptabilisation des positions interbancaires.

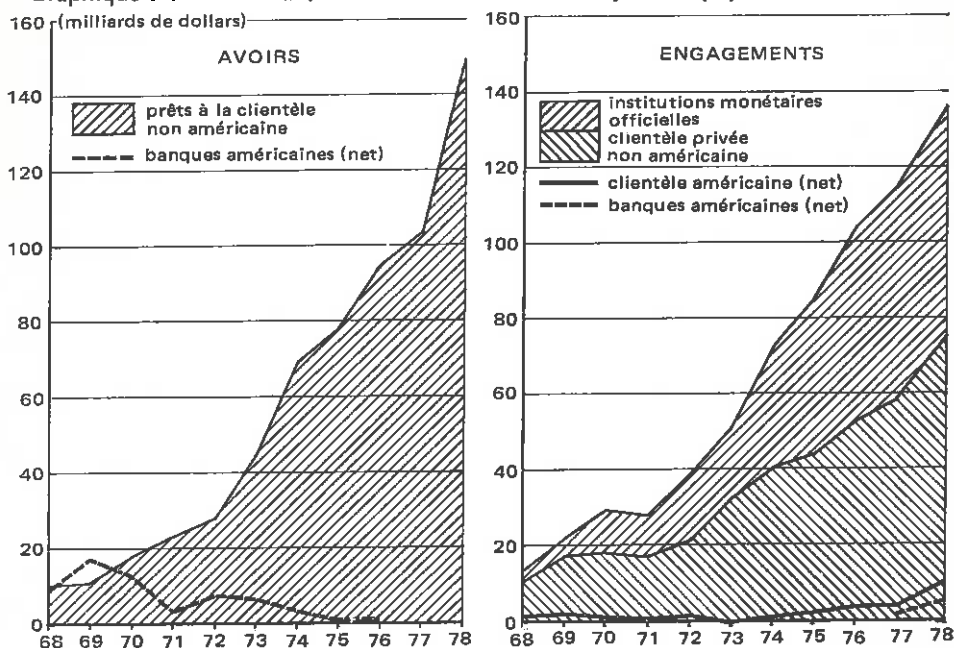
TABLEAU 2 - Géographie du circuit du dollar

En milliards de dollars	Banques sises aux Etats-Unis ou Trésor US			Filiales des banques américaines aux Caraïbes			Eurobanques			Total		
	1970	1974	1978	1970	1974	1978	1970	1974	1978	1970	1974	1978
	Prêts bancaires en dollars à des agents privés non américains .....	6	23	53	1	12	22	19	69	147	27	104
Avoirs privés (non américains) de dollars en ban- ques .....	5	9	20	1	2	7	18	41	75	24	52	102
Avoirs des autorités monétaires étrangères en dollars .....	24	77	157	—	4	11	10	35	51	34	116	219

Sources : Federal Reserve Bulletin ; rapports du FMI ; rapports de la BRI.

ces euromarchés du dollar résulte du caractère contradictoire de la situation présente : d'une part la progression de ces marchés depuis 1970 a fortement contribué au processus d'ajustement financier au niveau mondial, recyclant les excédents en dollars et finançant les besoins des pays déficitaires ; d'autre part cette progression est devenue prolifération, l'absence de contrôle de ces marchés par des autorités nationales semblant favoriser l'alimentation de la spéculation, et dégénérer en un refinancement non maîtrisable des dettes des pays en voie de développement, responsable de la multiplication des liquidités. Aussi le contrôle des euromarchés est-il inscrit dans tous les projets de réforme du système monétaire international. Afin d'en évaluer les enjeux, on analysera maintenant la structure de ce marché en s'attachant à rendre compte de sa relation avec les Etats-Unis.

Graphique 7 : Euro-dollar : L'activité en dollar des banques des pays déclarant à la BRI



Les eurobanques reçoivent les dépôts de la clientèle en dollars, et consentent des crédits à cette clientèle. Cette activité d'intermédiation financière en dollars des eurobanques a su fixer un marché à l'extérieur des Etats-Unis et pourvoir une fraction prépondérante de la demande de dépôts et de crédits internationaux en dollars.

Les *dollars empruntés aux banques des Etats-Unis* constituent avec les sorties au titre des déficits non monétaires américains les ressources originelles par excellence du marché. Mais si on élimine l'approvisionnement par les maisons-mères de leurs filiales dans les centres offshore pour ne retenir que l'activité des banques recensées par la Banque des Règlements Internationaux *le lien entre les eurobanques et les banques sises aux Etats-Unis se révèle quantitativement ténu*. Comme l'indique le graphique 7, la position nette des eurobanques à l'égard des banques des Etats-Unis est, depuis 1972, restée proche de zéro. Certes, les emprunts de dollars aux Etats-Unis ont apparemment constitué une source de fonds en augmentation rapide : 5 milliards de dollars à la fin de 1968, près de 10 en 1972, 20 en 1975 et 40 en juin 1979. Mais il est difficile d'y lire une tension structurelle sur les trésoreries en dollars des euro-banques, leurs prêts aux banques américaines évoluant parallèlement. Ces relations interbancaires constituent pour l'essentiel des relations de trésorerie dont seul le solde est significatif (25).

A la fin des années soixante, ce solde a connu des mouvements profonds qui ont rythmé l'activité des eurobanques avec leur clientèle. La balance des paiements des Etats-Unis indique un mouvement en ciseaux des opérations des banques américaines qui, contraintes par la politique monétaire, ont emprunté massivement sur les euromarchés en 1968 et 1969 — respectivement 4 et 8 milliards de dollars —. Ce remboursement a permis de financer une conversion massive de dollars sur le marché des changes ; transférés aux autorités monétaires qui ont absorbé finalement ce reflux, ces dollars apparaissent en réserves des autorités monétaires étrangères dans la balance américaine (poste qui croît de 27 milliards de dollars en 1971). En creux, ces opérations apparaissent dans les comptes des eurobanques : les emprunts des banques américaines y sont financés par les dépôts nets de la clientèle non américaine en 1968 et 1969 ; leurs remboursements — ainsi que les dépôts des banques centrales — permettent les deux années suivantes un essor sans précédent des prêts à la clientèle non américaine.

Dès lors, *c'est un mouvement de progression ininterrompue de prêts aux agents privés qui est entamé*, et qui se poursuivra désormais indé-

---

(25) La publication d'un détail de cet interbancaire par échéance à l'actif et au passif, et par nationalité de banques serait souhaitable.



fèrent à la conjoncture américaine. Les eurobanques voient affluer massivement les dépôts des institutions monétaires officielles qui ont doublé entre 1970 et 1972 et sont en quête d'une meilleure rémunération.

La dépendance *qualitative* de l'euromarché par rapport à la situation financière des Etats-Unis n'en demeure pas moins, du fait de la communication entre le marché monétaire américain et les euro-marchés et de l'identité de la devise utilisée. Ainsi la tension, née aux Etats-Unis de la politique monétaire restrictive menée en 1968 est communiquée aux marchés monétaires étrangers par l'augmentation du taux d'intérêt américain qui détermine un flux de capitaux vers les Etats-Unis. Pour compenser les pertes de dépôts, les autres pays doivent recourir à une création monétaire supplémentaire. A l'inverse, le renversement de la conjoncture américaine en 1970, se traduit par une baisse du taux d'intérêt américain qui retourne les rendements relatifs en défaveur des Etats-Unis et du dollar ; la Bundesbank voit affluer les dollars qu'elle accumule jusqu'à décider en mai 1971 de laisser flotter le deutschemark.

Ainsi, si le marché des eurodollars peut constituer une contrainte sur la politique monétaire américaine, *la politique du taux d'intérêt américaine non seulement n'est pas entravée par l'existence d'un marché international du dollar, mais impose ses conditions financières*. Cette impulsion américaine se transmet donc internationalement par l'intermédiaire des euromarchés. La crise du dollar en 1970-1971 qui catalyse le développement des euromarchés, se caractérise par l'augmentation de la liquidité de la détention de dollars, formant une masse d'actifs qui ne trouve pas d'instruments financiers pour les fixer. Les euromarchés transforment en crédits nouveaux ces liquidités qui proviennent massivement des banques centrales étrangères.

Les *dépôts des réserves de change des institutions monétaires officielles* constituent depuis 1970 une source d'alimentation importante des euromarchés. Ces ressources doublent en 1970 passant à 10 milliards de dollars et à la fin de 1978, elles atteignent une cinquantaine de milliards de dollars (26). Ce recyclage des réserves qui contribue largement à la facilité d'adaptation du marché à la demande de crédits, fait depuis le début des années soixante-dix l'objet de mesures de régulation et de projets de limitations. Les banques centrales du Groupe des Dix s'étaient engagées, en 1971, à s'abstenir d'effectuer des placements sur les euromarchés. Il s'agissait d'éviter que l'achat de dollars par une ban-

---

(26) Sans compter une vingtaine de milliards de dollars déposés par les banques centrales des pays déclarants auprès de leurs propres banques commerciales (cf. G. Aubanel : L'évolution du marché des euromarchés. Banque de France, note, Juin 1979).



que centrale à un détenteur privé, ne soit à nouveau remis à la disposition du marché des eurodollars et permette ainsi le développement des crédits. Mais cette recommandation n'a permis qu'un court répit. N'engageant qu'un nombre limité de banques centrales, elle n'a pas prévenu le développement dès 1972 des placements des réserves de change sur les euromarchés, à la recherche de rémunérations avantageuses. A partir de 1974, la gestion des excédents par les autorités monétaires des pays pétroliers a de nouveau modifié le coefficient de partage entre les dépôts aux Etats-Unis et sur les euromarchés ; les banques centrales de ces pays ne se sont pas alignées sur celles des principaux pays mais ont placé massivement leurs avoirs liquides sur les euromarchés. *Ces dépôts des institutions monétaires officielles assurent ainsi concurremment aux dépôts de la clientèle privée la moitié des ressources des banques et financent les crédits de la clientèle privée.*

Si le bilan de l'activité des eurobanques dans leur compartiment dollar est d'abord apparu comme une adéquation harmonieuse entre leurs ressources et leurs emplois permettant de satisfaire la demande de crédits et de placements, et de participer de manière essentielle au marché international de la monnaie, ce marché manifeste aujourd'hui sa fragilité : les crédits accordés par les euromarchés se révèlent incapables par eux-mêmes d'imposer un principe d'ajustement des soldes ; les avoirs détenus sur les banques restent sensibles à l'évolution de la valeur du dollar, et sont toujours susceptibles d'être sujets à des mouvements de diversification sur le marché des changes, particulièrement de la part des détenteurs publics. Ces mouvements de diversification se sont effectués jusqu'à présent principalement en faveur du deutschemark. Aussi est-ce en tant qu'« appendice » du circuit du dollar que l'on situera maintenant le rôle international de la monnaie allemande.

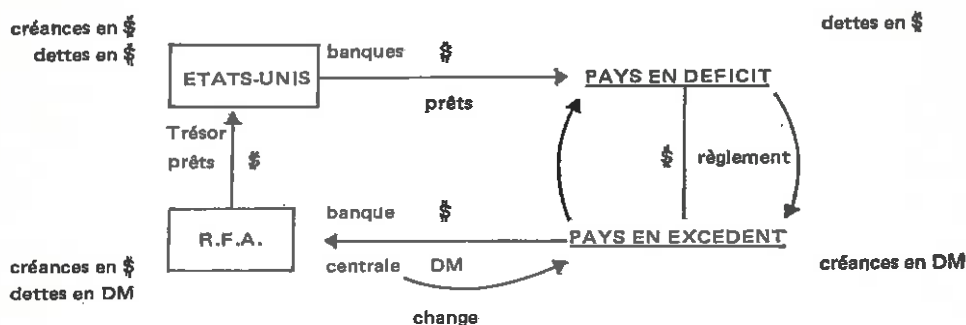
### **3 - Le deutschemark greffé sur le circuit du dollar**

Face à la permanence de la place prépondérante du dollar dans le système monétaire international, le deutschemark est, on l'a vu, la seule monnaie nationale qui ait enregistré un développement notable de son usage international. Les autorités monétaires allemandes n'ont cessé de manifester leurs préoccupations face à cette évolution ; mais les mesures adoptées pour freiner l'expansion de la détention de réserves en DM par les non résidents n'ont pas contrecarré durablement le désir de diversification des avoirs consécutif à la dégradation de la valeur relative de la monnaie américaine. La quasi-impossibilité d'acquisition

de yens, et les contrôles récurrents des autorités suisses expliquent par ailleurs la prédilection pour la monnaie allemande.

Les fonctions internationales de la monnaie allemande se sont, rappelons-le, développées inégalement. Le deutschemark ne joue *qu'un rôle modeste en tant qu'instrument des transactions et monnaie de compte*, restreint au seul commerce extérieur de l'Allemagne fédérale ; ce qui contraste avec l'attrait des placements en DM tant pour les opérateurs privés que publics. *Cette disymétrie interdit au DM de constituer un « système » international analogue à celui du dollar*. La circulation internationale du deutschemark est greffée sur celle du dollar ; c'est donc par référence au dollar qu'il convient de l'analyser. L'atrophie de sa fonction de moyen de financement international confirme ce point de vue ; alors que le dollar constitue l'instrument privilégié du financement des déficits des balances de paiements, *la constitution de réserves en deutschemarks s'effectue pour une part notable par conversion d'avoires en dollars préalablement constitués selon le schéma suivant :*

#### Schéma du circuit du dollar et du deutschemark



Les flèches indiquent les flux nets de capitaux et leur nature (prêt, règlement, change). Les opérations de change de dollar en deutschemark menées par les pays excédentaires, ont comme contrepartie l'émission de deutschemark par la Banque centrale allemande (dette en DM) qui place en bons du Trésor des États-Unis (créances en dollars) les dollars acquis. Ces engagements publics des États-Unis (dettes en dollars) assurent ainsi le bouclage du circuit du dollar initié par les prêts des banques américaines (créances en dollars). Le marché de l'eurodollar est représenté par les deux flèches courbes situées entre les pays en déficit et les pays en excédent.

**a) *Le deutschemark : une monnaie de transaction restreinte au commerce extérieur allemand***

Contrairement au dollar, largement utilisé comme instrument de transactions entre pays tiers, le deutschemark ne semble pas régler notablement les échanges hors commerce allemand. L'usage commercial du deutschemark a ainsi crû proportionnellement à l'importance de l'Allemagne dans les échanges internationaux. Comme il a déjà été indiqué, plus de 80 % des exportations allemandes sont facturées et réglées en DM, ainsi que 40 % à 50 % de ses importations. Ces pourcentages ont connu de légères évolutions au cours des années soixante-dix, semblables à celles des autres pays de la Communauté — augmentation puis léger recul après 1975 de la part des exportations libellée en monnaie nationale. *Cette forte utilisation des monnaies nationales liée à la forte densité du commerce intra-européen pour lequel la part des règlements en dollars est réduite à moins de 10 % constitue une base du système monétaire européen*, et indique la possibilité de l'existence d'une monnaie de compte commune. Elle participe ainsi à la remise en cause du dollar en tant qu'unité de compte internationale sans prétendre entâmer pour autant son rôle financier qui se conserve massivement. La situation monétaire se caractérise ainsi à ce niveau par des tendances contradictoires : d'une part les prémisses d'une zone européenne sont présentes, et le deutschemark apparaît comme une référence pour évaluer la valeur du dollar sur le marché des changes ; d'autre part le renforcement du dollar — lié par ailleurs au commerce des matières premières — est attesté par l'inflexion à la baisse des libellés en monnaie nationale des exportations européennes depuis 1975.

**b) *Le deutschemark, monnaie de placement international***

Depuis la généralisation des changes flottants, le deutschemark — et dans une moindre mesure le franc suisse — a vu affluer une masse croissante de liquidités internationales en mal de diversification du fait de la faiblesse du dollar, et de la permanence de différentielles nationales d'inflation. Les barrières nationales aux mouvements de capitaux — supprimées en 1975 — n'ont pu empêcher ce mouvement du fait de l'existence de forts centres d'euromarchés en DM au Luxembourg et à Londres échappant au contrôle monétaire national. Toutefois, l'atrophie des formes de placements financiers en DM comparés à ceux en dollars freine cette diversification.

Au milieu de 1979, les placements des non résidents sur les seuls marchés allemands atteignaient selon la Bundesbank (27) 185 milliards

---

(27) Bulletin de novembre 1979, p. 41.

de DM, soit un doublement en 4 ans. En dehors de l'Allemagne, les placements en DM effectués auprès des banques déclarantes à la BRI représentaient à la fin de 1978 150 milliards de deutschemark et un sixième de l'engagement de ces banques en monnaie étrangère.

L'importance des placements étrangers en DM réalisés en République fédérale — près de 9% des actifs monétaires des agents non financiers allemands en 1979 — influe sur le marché financier national, ce qui explique le refus des autorités allemandes d'une extension du rôle de réserve internationale du DM. Autant que les montants, ce sont les fortes fluctuations des mouvements de capitaux « flottants » qui rendent difficile la maîtrise de la liquidité et des taux d'intérêts par la Bundesbank et contradictoires les objectifs monétaires internes et externes (28). L'importance de ces mouvements spéculatifs se traduit dans la balance des paiements par un gonflement des opérations bancaires à court terme et l'alternance du signe de leur solde.

Les euromarchés constituent par ailleurs un canal important de diversification en faveur du DM. Le compartiment DM des euromarchés s'est développé en réaction aux réglementations officielles (réserves supplémentaires à constituer sur les engagements extérieurs de 1970 à 1975, et pouvant atteindre 100%). Il a permis une mise en communication entre la demande de crédits des entreprises allemandes, trouvant dans le recours aux euromarchés un avantage de coût important au cours de chaque vague spéculative sur le DM (qui creuse l'écart des taux par rapport au marché intérieur), et la demande de placements en DM des non résidents, ceci au prix du dérèglement de la politique allemande signalé plus haut. Cet accroissement des placements internationaux en DM s'est effectué en dépit de l'obstacle constitué par la *faible différenciation des formes de placement en DM*. Les instruments de placement à court terme les plus populaires des marchés monétaires américains — effets du Trésor et certificats de dépôts à taux flottant — n'existent pas du fait d'accords entre la Bundesbank et les banques allemandes, avec effet sur les euromarchés. Par ailleurs les titres obligataires aux revenus exempts d'impôts — les célèbres « *Schuldscheindarlehen* » — instrument d'élection des investisseurs étrangers ne leur sont accessibles que pour des maturités supérieures à 4 ans (2 ans depuis le mois de mars dernier). Ces restrictions expliquent le caractère irremplaçable des titres en dollars.

---

(28) Par ailleurs les difficultés de la Bundesbank à neutraliser la composante extérieure des contreparties de la masse monétaire allemande sans à coup sur la liquidité bancaire renvoie à la structure financière interne.

### c) Les réserves publiques

La part du DM dans les avoirs officiels de change a crû considérablement au cours des années soixante-dix en deux vagues successives : de 1970 à 1973, durant la période de transition des changes fixes à la généralisation des flottements des monnaies, puis à nouveau à partir de 1976, coïncidant avec une nouvelle période d'instabilité pour le dollar. A la fin de 1979, le DM doit représenter près de 10 % du total des réserves officielles de change contre moins de 1 % en 1970 (ces réserves ayant par ailleurs été multipliées par 5).

Les réserves de change en DM sont détenues (outre les Etats-Unis depuis la fin de 1978) essentiellement par certains pays du Tiers-monde. La RFA, la France, la Suisse, le Japon et le Royaume-Uni détiennent en effet constamment plus de 90 % de leurs réserves en dollars (et dans une proportion croissante) alors que la part du dollar a notablement diminué pour les autres pays pris dans leur ensemble.

La détention, par les autorités monétaires, de DM s'effectue par ailleurs essentiellement — 60 % — sur les euromarchés. De plus les placements en Allemagne même auprès de la Bundesbank sont moins développés que la détention de titres émis par les banques et d'autres titres financiers qui échappent au recensement — et au contrôle — des autorités allemandes.

Les différences institutionnelles entre les marchés financiers nationaux, appréhendés plus haut dans leur extension internationale jouent à cet égard un rôle important (29). Ces distorsions traduisent un mécanisme de dévalorisation des actifs en dollars (voir note 19 page 92) et conjointement d'alimentation en deutschemark des résidents étrangers par la Bundesbank.

Si ce mouvement de diversification qui a propulsé la monnaie allemande sur la scène monétaire internationale participe d'un comportement de type privé, c'est donc au niveau des opérations « en dessous de la ligne », décrivant les transferts des autorités monétaires officielles, que se lisent les conditions de l'articulation entre le circuit du dollar et celui très atrophié du deutschemark. Le mouvement de diversification en faveur du DM se traduit en effet par la mise en œuvre de la séquence suivante : diversification de la part des opérateurs privés ou *publics* (notamment des autorités monétaires des pays pétroliers excédentaires) — fluctuations sur le marché des changes (dépréciation du dollar, reva-

---

(29) Cf. Artus, *op. cit.*

lorisation du DM) — intervention de la Bundesbank qui gonfle ses réserves en dollars. Ainsi s'explique la permanence du rôle du dollar tant sur les marchés privés que parmi les réserves officielles, parallèlement à la montée du rôle du DM. C'est que *l'approvisionnement en DM s'opère par le soutien du dollar*, que la diversification des uns est liée à l'anti-diversification de la Bundesbank et plus généralement des Banques Centrales des principaux pays industriels qui accumulent les dollars, assurant ainsi le bouclage du circuit du dollar, et portant le poids de leur dévalorisation : on retrouve les prêts « publics-publics » qui constituent la clef de voûte du réseau des relations financières analysé plus haut.