

# La Casa di San Giorgio: il potere del credito

Atti del convegno, Genova, 11 e 12 novembre 2004

a cura di

Giuseppe Felloni



# *Le Système Monétaire International: 1400-2000: Court CV*

Marc Flandreau

Cet article propose une interprétation de l'histoire du système monétaire international à partir de deux mécanismes simples. Le premier résulte des externalités de réseau: il conduit à une hiérarchisation des relations monétaires internationales. Le second résulte du problème de l'asymétrie d'information qui se trouve au cœur de la relation d'échange: il pousse à l'adoption de normes monétaires transparentes et lisibles. La persistance de ces deux forces au cours de l'histoire est ce qui explique la continuité des problèmes du système monétaire international

Le système monétaire international n'en finit pas de nous surprendre. En surface, tout oppose les relations monétaires contemporaines et celles qui ont prévalu dans le passé. La structure tout d'abord: l'ordre monétaire des siècles précédents, jusqu'à la fin de la convertibilité du dollar en or, reposait sur le rôle du métal précieux. Celui d'aujourd'hui gravite autour de la monnaie papier. La dynamique ensuite: les intermèdes d'inconvertibilité furent vécus comme des parenthèses plus ou moins étendues, mais auxquelles il fallut un jour mettre un terme: elles étaient comme l'entracte qui n'est pas le spectacle, même si en un sens il en fait partie. Les systèmes de change fixe d'aujourd'hui sont si vulnérables qu'ils semblent condamnés à être, un jour ou l'autre, attaqués. Les prescriptions pour terminer: pour l'orthodoxie du passé, c'était toujours aux changes flottants qu'incombait la charge de la preuve: il fallait expliquer pourquoi on osait se passer de la fixité d'un étalon métallique. Il faut au contraire, aujourd'hui, justifier les raisons qui conduisent tel pays à se priver des avantages de «l'arme monétaire»: c'est aux changes fixes de se justifier.

Rien de plus saugrenu que de tenter un parallèle entre le passé et le présent tant il semble qu'une révolution se soit produite dans les moeurs. Et pourtant: depuis quelques années, la succession de crises financières qui se sont abattues sur le système monétaire international (crise mexicaine, crise asiatique, crise russe, crise argentine) n'est pas sans rappeler à l'historien des phénomènes caractéristiques du passé. Pour ne citer qu'un exemple sur le-

quel cet article reviendra, les fameuses « crises jumelles » des années 1990 (on parle en anglais de « *twin crisis* ») étaient un lieu commun du système des siècles passé. Ces crises, qui reposent sur l'association entre une crise de change et une crise financière, mettent en jeu le mécanisme suivant: le change s'effrite, mais comme la dette est libellée dans une devise étrangère, la charge de la dette devient insoutenable car il faut sans cesse payer plus avec moins (en raison de la crise de change). Le résultat est un double effondrement du change et de la valeur de la dette. Cet enchaînement était résumé avec humour par un dessinateur portugais du début des années 1890 (Figure 1): tandis que le *milreis* s'effondrait sur les marchés internationaux, le rentier se lamentait de recevoir sans cesse moins. Le pauvre contribuable se plaignait quant à lui de payer sans cesse plus d'impôts. Le dessinateur, qui avait sous les yeux un très beau spécimen de « crise jumelle », en saisissait la nature avec acuité. La caricature pourrait tout aussi bien renvoyer à n'importe laquelle des crises des années 1990.

Figure 1. *Des finances prospères!* (Archives Crédit lyonnais)



— Jurista — Eu cada vez recebo menos...

— Zé Povinho — E eu cada vez pago mais...

*Finanças prosperas!*

Le Rentier: Et chaque fois je reçois moins...  
 L'homme du peuple: Et chaque fois je paie plus...

Le monde peut-il avoir changé, qui a toujours les mêmes maladies? Il est à parier que non. Mais alors, l'apparente discontinuité entre le monde d'hier et celui d'aujourd'hui, entre le règne de la fixité métallique – incarné par l'étalon or international – et la naissance du flottement généralisé, depuis les années 1970, cacherait en fait une continuité plus fondamentale. Cet article propose d'en explorer l'origine.

L'argument principal est que c'est dans la logique de formation des centres financiers internationaux et dans la profonde asymétrie que leur création produit pour les relations monétaires internationales que se trouve l'origine de la continuité des problèmes et des enjeux du système monétaire international. Plus précisément, c'est l'existence des centres financiers internationaux qui fut à l'origine de la propagation de l'étalon or et qui est, encore aujourd'hui, à l'origine de la persistance de par le monde, de régimes de change fixe, alors même que les années 1970 avaient ouvert la voie à un système de flottement généralisé. Ce constat invite à proposer une nouvelle interprétation de l'histoire monétaire internationale, une nouvelle « biographie » – en quelques milliers de mots.

### 1. *Résistance au flottement*

Il y a un peu plus d'un quart de siècle, Leland B. Yeager publiait un livre resté célèbre: *International Monetary Relations: Theory, History, and Policy*. Ecrivant dans les années qui suivirent de près l'effondrement du système de Bretton Woods, c'est-à-dire d'un système de parités fixes mais ajustables des monnaies, centré sur le dollar, lui-même rattaché à l'or, Yeager envisageait la possibilité d'une transition du système monétaire international vers un régime de flottement généralisé. L'ouvrage, qui s'attachait à penser la nouvelle ère en discutant les aspects théoriques, pratiques et politiques, proposait une relecture de l'histoire du système monétaire international qui entendait fournir les « bonnes leçons de l'histoire ». L'auteur voulait en particulier déraciner ce qu'on considérait comme le mythe des mérites des systèmes de changes fixes. Rien, dans les leçons du passé, affirmait-il, ne permettait de conclure à la supériorité macroéconomique de la fixité. En particulier, il était faux de penser que l'étalon or aurait été responsable des progrès de l'intégration économique internationale.

S'inspirant des travaux de prédécesseurs comme l'économiste belge Robert Triffin, Yeager proposait de repérer dans l'histoire du système monétaire international trois périodes principales. Il distinguait tout d'abord l'étalon

or d'avant 1914, puis la période de l'entre-deux-guerres, subdivisée en trois sous-périodes (la reconstruction de l'étalon or, sa brève existence, son effondrement dans les années 30), et enfin la période des changes fixes sous Bretton Woods, entre 1944 (date du Traité) et 1971 (quand la convertibilité-or du dollar fut suspendue). Au fil du récit, Yeager suggérait que le doigt de l'histoire pointait dans une direction bien définie. Elle nous montrait un système monétaire international qui, ayant quitté les rivages fixes du « gold standard » se dirigeait, même si de façon confuse, et peut-être même en marchant en crabe, vers une ère de flottement généralisé – un système international de changes flexibles. Le monde n'en était qu'au début de ses efforts pour apprendre à gérer un tel système, mais qu'il n'y avait aucun doute qu'il saurait développer le jour venu les instruments nécessaires (marchés à termes, produits dérivés), comme l'expérience du passé le montrait clairement. Chemin faisant, Yeager traçait, à grands traits, le patron d'un mode d'écriture de l'histoire du système monétaire international qui a prévalu jusqu'à ce jour.

La démonstration se dédoublait d'un propos normatif. Yeager, qui écrivait dans la tradition de Milton Friedman et de son célèbre article sur les changes flottants<sup>1</sup>, soutenait que ce flottement était une bonne chose, puisqu'il allait permettre de libérer les politiques monétaires des contraintes externes. Sur ce point, Yeager et les monétaristes étaient un plein accord avec la tradition keynésienne, qui pensait elle aussi qu'un taux de change fixe était en fin de compte équivalent à la perte d'un instrument économique. Mundell n'avait pas déclaré autre chose, et s'affirmait sur ce point monétariste. Yeager citait à l'appui de sa thèse les quelques expériences de flottement qui eurent lieu en marge du système de changes fixe des décennies précédentes, et dans lesquelles il se refusait, à contre-courant du point de vue dominant de l'époque, de voir des catastrophes. A ce titre, il fut l'un des premiers auteurs à proposer un regard neuf sur les années 1930, et à suggérer que ce n'était pas le flottement en lui-même, au contraire, qui pouvait être blâmé pour les difficultés de la période. Cette thèse, reformulée dans des termes légèrement différents, allait d'ailleurs devenir quelques années plus tard l'argument central d'un ouvrage pourtant issu d'une tradition

---

<sup>1</sup> M. FRIEDMAN, *The case for flexible exchange rates*, in ID., *Essays in Positive Economics*, Chicago 1953.

intellectuelle bien différente<sup>2</sup>. Heureux temps que celui des années 1970, où le cours de l'histoire et la théorie semblaient naviguer de conserve, bénis par le keynésianisme et le monétarisme.

Ce faisant, Yeager a balisé le chemin pour des successions d'auteurs ultérieurs, qui furent parfois moins attentifs que lui à la réalité économique. A sa suite, une description convenue de l'histoire du système financier international s'est peu à peu établie. Elle procède en général de la façon suivante. Comme Athéna, le système monétaire international serait né vers le milieu des années 1870, et son premier avatar aurait été l'étalon or. Rien, ou rien de digne d'être mentionné n'aurait existé avant. Tout au plus le bimétallisme reçoit-il une brève mention – et encore c'est généralement pour en déplorer les imperfections, les contradictions, et souligner la fatalité de son remplacement par l'étalon or<sup>3</sup>. Tout aurait donc commencé vers 1880. A partir de là, des chronologies pas toujours bien informées sont produites, qui identifient l'appartenance de telle nation à un système ou à un autre. Parfois le récit reste imprécis, se concentre sur quelques expériences nationales, généralement européennes, qui deviennent les guides de l'exposition. Certains pays sont sortis du lot, reçoivent beaucoup plus d'attention, sont dorlotés: la Grande-Bretagne, la France, l'Allemagne. Les auteurs les plus attentifs mentionnent aussi l'existence d'une périphérie (est et sud-européenne) qui aurait existé aux marges de ce système de changes fixes et dont l'appartenance à l'étalon or aurait été moins certaine. Parfois des statistiques sur la proportion de nations appartenant à un régime donné sont construites, de façon à illustrer la domination de la stabilité ou du flottement. Il s'agit alors de pondérer les groupes d'appartenance pour mesurer le degré de flottement ou de flexibilité du système international. Cette méthode générale permet d'exposer les quatre grandes phases de l'histoire du système monétaire international – une fois de plus, l'étalon or « classique » d'avant 1914, l'entre-deux-guerres, Bretton Woods, et le « non système » contemporain.

Le récit, généralement, s'enlise quand on aborde le « non-système », d'après 1973, peut être parce qu'il est toujours plus difficile d'écrire l'histoire

---

<sup>2</sup> B. EICHENGREEN, *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression*, Oxford 1992.

<sup>3</sup> Pour un point de vue différent sur cette question on pourra consulter M. FLANDREAU, *The Glitter of Gold. France, Bimetallism and the Emergence of the International Gold Standard*, Oxford 2004.

du présent que celle du passé: le présent, bien vivant, se défend avec plus d'âpreté. Comment qualifier notre période, où se forment des blocs monétaires qui attirent à eux divers satellites, tout en mettant un terme, entre eux, à toute velléité de concertation monétaire? La façon la plus naturelle pour procéder serait sûrement de compter, comme il a été fait pour la participation à l'étalon or. Mais quand les analystes ont voulu cerner les « choix », par les différents pays, de leur régime de change, ils se sont heurtés à des difficultés insurmontables. Ils se sont tout d'abord tournés vers le codage retenu par le Fonds Monétaire International, mais l'ont trouvé erroné. Le FMI en effet s'en tenait aux déclarations que faisaient les différents pays auprès de l'institution multilatérale. Quand ils ont ensuite voulu eux-mêmes classer les pays ils se sont rendu compte de l'ampleur de la tâche: les pays qui fixent ne fixent jamais complètement, les pays qui flottent ne flottent jamais complètement. Sans parler de la question de savoir vis-à-vis de qui on flotte. Vis-à-vis du dollar? De l'euro? Certains ont alors voulu renverser le problème: ne fallait-il pas essayer d'identifier le régime sous-jacent grâce à ses effets en termes de volatilité des changes ou des réserves en devises etc. Seulement voilà: l'ambition d'un tel travail avait été d'utiliser les variables de « régime » fixe ou flottant pour mesurer l'impact de ces régimes. Or en fin de compte on essayait de s'appuyer sur l'impact pour identifier le régime. A l'évidence, le simple critère de la fixité ne constitue pas une bonne pierre de touche pour l'étude du système monétaire international.

Ce type de déconvenues a en réalité pour le spécialiste d'histoire financière un air de déjà vu. Même si le détail de l'argument de ces contributions originales est souvent oublié aujourd'hui, il y a longtemps que les analystes de l'étalon or ont souligné que sa réalité ne cadrerait pas tout à fait avec le tableau officiel: White, Bloomfield, Morgenstern se sont tous accordés là dessus<sup>4</sup>. Quiconque a tenté de penser ou d'enseigner l'histoire du système monétaire international en se fixant sur le cadre narratif traditionnel n'a pu manquer d'être insatisfait. Partout, la réalité déborde du cadre comme de la colle mal étendue. Les exemples incorrects abondent dès qu'on laisse son regard errer sur les vestiges monétaires. En amont, en aval, en plein à l'intérieur de l'étalon or, se pressent une foule de contre-exemples et de

---

<sup>4</sup> H.D. WHITE, *France's International Accounts, 1880-1914*, Harvard 1937; A.I. BLOOMFIELD, *Monetary Policy under the International Gold Standard 1880-1914*, Princeton 1959; O. MORGENSTERN, *International Financial Transactions and Business Cycles*, Princeton 1959.

paradoxes. Ainsi, il est bien connu, mais sans cesse oublié, que l'étalon or n'a jamais été un système de changes fixes puisque nombreux sont ses participants qui ont usé et abusé de toute la panoplie des instruments du management monétaire. Les autorités monétaires manipulaient les bandes de fluctuation à l'intérieur desquelles le taux de change était supposé rester (les fameux gold points). Elles s'abstenaient de monter leurs taux d'intérêt quand les circonstances nationales le leur suggéraient. Elles essayaient de contrôler les mouvements de capitaux dans la mesure où elles le pouvaient. Et ainsi de suite. En fait, dès 1940, l'économiste Nogaro le proclamait déjà: le gold standard n'a jamais existé<sup>5</sup>.

On trouve donc, à y regarder de près de nombreux ingrédients de flottement dans les périodes que les récits traditionnels nous décrivent comme des ères de fixité. Ce constat semble être le symétrique exact de celui de Yeager quand il déclarait:

« We should be clear ... about what system or non-system, now prevails. It is not a system of freely floating rates deliberately adopted, intended to be permanent, and providing a known basis for the evolution of market institutions and practices... What we now have are the remnants of a pegged-rate system that collapsed after a disastrously prolonged defense. Much rate-pegging remains, as between the German mark and several other European currencies, and as in a shrunken but still significant dollar bloc »<sup>6</sup>.

Que le propos de Yeager ait toujours une grande pertinence, alors que son auteur lui-même voyait dans le présent alors sous ses yeux un état transitoire, doit nous inviter à envisager le « non-système » actuel comme un vrai système. Mais si tel est le cas, quel en est le principe organisant? Comment expliquer ce côté collant de l'histoire?

Par ces pieds de nez répétés la réalité n'est-elle pas en train de nous dire quelque chose? Les problèmes apparemment techniques dans la mise en œuvre de travaux statistiques, la persistance des grumeaux du passé dans un présent qu'un récit trop lisse voudrait réduire à l'état de bouillie ne sont-ils pas le plus sûr indice que nous avons choisi un mauvais point de départ? Mais alors d'où partir?

---

<sup>5</sup> B. NOGARO, *L'étalon or a-t-il existé?*, in « Revue d'Economie Politique », 1940.

<sup>6</sup> L.B. YEAGER, *International Monetary Relations: Theory, History, and Policy*, New York 1976<sup>2</sup>, p. VIII.

## 2. *Le marché financier international*

Le plus simple est peut-être de repartir six cents ans en arrière, alors que se met en place ou se perfectionne, en Europe, un système de règlement des transactions qui a fonctionné, à peu près de la même façon, jusqu'au milieu du 20<sup>ème</sup> siècle. La poussée commerciale qui correspond chronologiquement à la fin du Moyen-Âge, a besoin, pour s'approfondir, d'un solide système de paiement et de crédit. Dans le même temps, l'essor du crédit bute sur les interdits de l'Eglise, acteur politique à part entière, qui se méfie du développement incontrôlé des forces matérielles: *Pecunia Pecuniam Non Parere Potest*, l'argent ne peut se reproduire. En principe, donc, le crédit est suspect, et le créancier passible de poursuites par les tribunaux religieux. Pourtant, comme toujours lorsqu'il s'agit du crédit, l'interdit ne peut être absolu. Il est essentiellement relatif, peut être contourné, ne serait-ce que parce que l'Eglise elle-même, et au premier chef la Papauté, a besoin des transferts de fonds et des avances que seule la finance peut lui donner. D'abord relégué à des groupes sociaux ou religieux clairement identifiés et faciles à opprimer, le crédit est de plus en plus pratiqué par des catholiques: ainsi, comme le rappelle Ehrenberg, au XIII<sup>ème</sup> siècle, les collecteurs pontificaux furent les premiers prêteurs chrétiens<sup>7</sup>.

Encore faut-il respecter les formes. Et cette nécessité fut, selon de Roover<sup>8</sup>, à l'origine du développement de la lettre de change, et de son corrélat international le « marché des changes ». Car si le crédit « sec » reste en principe condamnable, le transfert de fonds – le paiement – ne l'est pas. L'argument usuel veut que le temps n'appartienne qu'à Dieu, quand l'espace appartient aux hommes: demander une rémunération comme prix du service qui consiste à se charger de réaliser, pour le compte d'un tiers, un paiement décalé dans le temps est donc légitime. Mais par nature, puisque le voyage prend du temps, ce paiement sera différé. Cette subtile distinction ouvre la porte à l'innovation financière. Soient deux banquiers à Barcelone et à Gênes. Plutôt que de faire du crédit sur place, qui est illicite, chacun pourra demander un crédit à l'autre, mais sous forme de l'achat d'un instrument de règlement. Concrètement, le banquier de Barcelone « tire » sur le banquier de Gênes, et celui de Gênes sur celui de Barcelone: c'est-à-dire que chacun émet une promesse selon laquelle l'autre s'engage à payer une certaine

---

<sup>7</sup> Voir R. EHRENBURG, *Le siècle des Fugger*, Paris 1955.

<sup>8</sup> R. DE ROOVER, *L'Evolution de la Lettre de Change XIV<sup>ème</sup> XVIII<sup>ème</sup> siècles*, Paris 1953.

somme à une certaine date. Il ne leur reste plus qu'à échanger ces deux titres – on parlerait aujourd'hui de *swap* – pour fabriquer du crédit sur place par le truchement de deux crédits internationaux<sup>9</sup>. Le marché des changes était né: le « taux de change » n'y est autre que le prix auquel les deux titres (le « Gênes » et le « Barcelone ») s'échangent, c'est-à-dire le prix du *swap*.

C'est autour de cet instrument que s'organisèrent les transactions internationales. La concurrence s'établit entre banquiers qui tentent, sur les marchés des changes, aussi appelés « bourses », d'acheter plus bas, de vendre plus haut, que leurs compétiteurs, et aussi d'acquérir une plus grande part des transactions – une plus grande part de marché. Cette concurrence, en augmentant le nombre des contreparties prêtes à se proposer à l'achat, comme à la vente, accroît la probabilité de réaliser une transaction à un prix proche du « prix de marché »: c'est ce qu'on appelle améliorer la liquidité. Et en améliorant la liquidité la concurrence consolide la position des marchés sur lesquels elle opère. Car une fois qu'un marché s'est développé et qu'il commence à peser dans les transactions des autres centres financiers, il devient important pour chaque banquier d'y avoir un représentant, un correspondant, sur lequel il va pouvoir « tirer » des lettres de change et les vendre sur d'autres places: en un mot rentrer dans le jeu. Cette multiplication de correspondants dans les grands centres a un effet auto-entretenu. Pour accroître le montant de transactions passant par leurs mains, les banquiers développent des connexions internationales, apprennent à travailler en réseau: à titre d'illustration, la Figure 2 montre la structure de la firme bancaire Datini, vers 1400, à partir des éléments donnés par de Roover<sup>10</sup>. Comme on le voit, il s'agit là d'un vaste réseau européen: on présume que Datini a pris soin d'ouvrir des connexions partout où il a pensé pouvoir faire des affaires. Au total, ce qui se forme, peu à peu, c'est un système de transactions dont les contours et la dynamique sont régis par les choix « micro-économiques » des banquiers individuels, en matière de localisation de leurs correspondants. Ces choix déterminent alors, d'un point de vue formel, la structure du système monétaire international: concrètement, la localisation des « nœuds » du réseau de change et la façon dont ces nœuds sont reliés les uns aux autres.

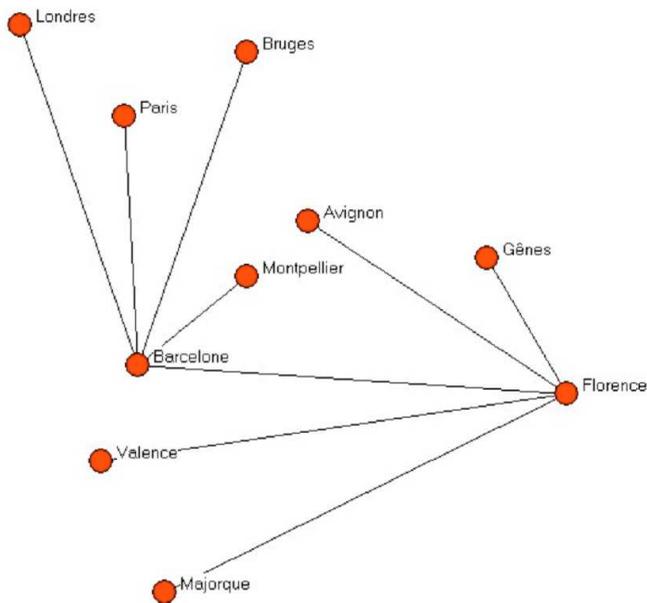
---

<sup>9</sup> Ce mécanisme restera longtemps ancré dans la loi. Comme le rappelle R. DE ROOVER (*L'Évolution de la Lettre de Change*, cit.), le Code Napoléon précisera encore que les lettres de change doivent obligatoirement être tirées sur d'autres places.

<sup>10</sup> R. DE ROOVER, *The Bruges Money Market Around 1400*, Bruxelles 1968.

Ces remarques permettent de dégager quelques hypothèses sur les facteurs qui ont joué un rôle dans la dynamique du système monétaire international après 1400. Puisque le marché des changes s'est développé comme un produit dérivé, sous prétexte de règlement commercial, il est forcément, au moins partiellement, captif de ce prétexte, puisque c'est bien le commerce bilatéral qui fournit la matière – le gisement – d'une épaisse activité dérivée. Bien sûr, cette réalité transcende le cadre initial de l'interdit de l'Eglise. Car les marchandises constituent la garantie la plus solide pour les lettres de change, et les effets « secs » c'est-à-dire le pur papier financier de banquier, sans contrepartie réelle, continueront d'inspirer la méfiance, jusqu'au 20<sup>ème</sup> siècle, alors que les banques centrales le repoussent, sauf quand il s'agit de l'excellente signature d'une poignée de maisons. Forcément, donc, les axes les plus actifs, dans le réseau international du change, sont les axes qui correspondent à une activité commerciale intense. Et les grandes devises, c'est-à-dire celles utilisées pour des tirages aux quatre coins de l'Europe, ont généralement tendu à être les devises des grandes nations négociantes – Amsterdam est sans doute le nom qui se présente immédiatement à l'esprit.

Figure 2 - *Le réseau Datini vers 1400* \*



\* D'après R. DE ROOVER, *The Bruges Money Market* cit.

Mais on aurait tort d'en rester là et d'identifier commerce et finance. Car la logique d'agglomération évoquée plus haut joue dans un sens différent, et pousse au contraire à la dissociation entre activité financière et activité commerciale. Une fois que tel marché financier s'est développé et est devenu un pôle du système de change, il tend à conserver sa position. En effet, le développement financier tend à devenir captif des centres où il a prospéré. Dans un centre financier se localisent capital financier et capital humain qui, par le truchement des économies d'échelles, sont capables de proposer des services à des prix avantageux. Ces prix attractifs nourrissent un nouveaux flux d'activité qui permet de conserver l'avantage initial, *même si les conditions initiales qui ont permis la formation de tel centre financier* (par ex. la domination commerciale) *ont disparu*.

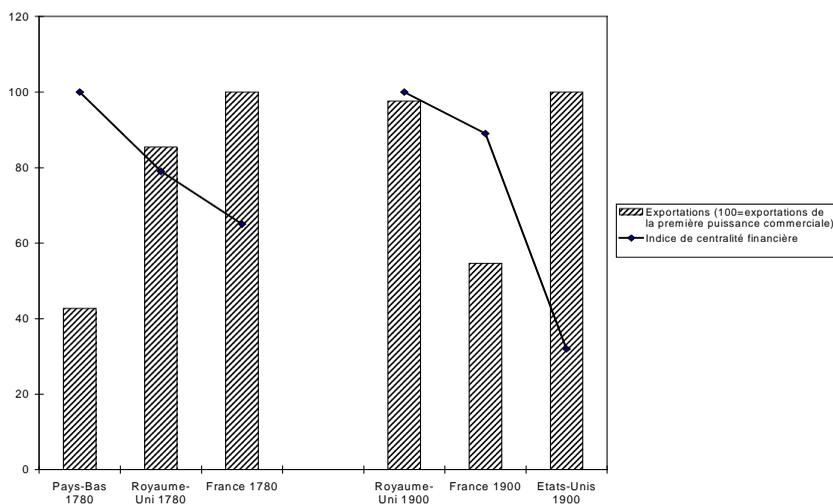
La Figure 3 illustre le phénomène en comparant la position de leader financier et de leader commercial à un siècle d'écart, à la veille des guerres de la Révolution et à la veille de la Première Guerre Mondiale<sup>11</sup>. Ces deux époques représentent des tournants similaires: elles sont toutes deux caractérisées par le déclin relatif, en termes de volume du commerce, de l'ancienne puissance régnante: les Provinces Unies en 1780 (supplantées par le Royaume-Uni), et le Royaume-Uni en 1910 (supplanté par les Etats-Unis). Or comme on le voit, alors que le déclin commercial est engagé, l'ancienne puissance atteint son apogée financière. Le système monétaire international a donc une vie autonome, régie par ses propres logiques industrielles, où les économies d'agglomération jouent un rôle important. Ces logiques, que nous venons d'identifier en constatant des phénomènes de persistance dont ils sont la trace immanquable, ont une importance clé pour comprendre la nature du système monétaire international. Les étudier nous apprend que le système monétaire international a une structure, que cette structure n'est pas horizontale, et que tenter de résumer la nature du système monétaire international en dénombrant les pays en changes fixes et les pays en chan-

---

<sup>11</sup> Les sources sont: pour 1780, P. GIRAudeau, négociant, *La banque rendue facile aux principales nations de l'Europe*, Lyon, Leroy, An VII (1798) (la plupart des cotes de change que reproduit Giraudeau porte sur la période antérieure à 1790) pour les changes et des données communiquées par Kevin O'Rourke et Guillaume Daudin pour le commerce international. Pour 1910, il s'agit des données présentées par M. FLANDREAU et C. JOBST, *The ties that divide: A Network Analysis of the International Monetary System*, in «The Journal of Economic History», 65/4 (2005), pp. 977-1007, pour les changes et des publications statistiques de B.R. Mitchell pour le commerce international.

ges flexibles, reviendrait à peu près à décrire les propriétés d'une pièce de monnaie en disant qu'elle peut être soit visible du côté pile, soit visible du côté face. Enfin, pour conclure, la dynamique de cette structure repose sur un mélange entre des externalités stratégiques et des économies d'échelles qui imposent qu'à tout moment un nombre limité de centres financiers internationaux peuvent exister, et que la place de ces centres tend à perdurer au cours de l'histoire <sup>12</sup>.

Figure 3 - *Puissance commerciale et centralité financière*



### 3. La qualité de la monnaie

Jusqu'à présent, l'exposé a progressé sans faire du tout référence au principal lieu commun de l'histoire traditionnelle qu'est la question du numéraire c'est-à-dire des pièces de métal – de la « monnaie » dans son sens le plus matériel et sans doute aussi le plus fétichiste. En effet, suivant une tradition établie au 19<sup>ème</sup> siècle, les économistes ont pris l'habitude de décrire l'évolution graduelle des systèmes monétaires en suivant pas à pas la chronologie des moyens de paiements depuis leurs formes les plus primitives (par

<sup>12</sup> Sur ce point on pourra consulter M. FLANDREAU et C. JOBST, *The ties that divide* cit.

exemple, les coquillages) jusqu'à leur forme les plus aboutie (la monnaie électronique, jusqu'à nouvel ordre)<sup>13</sup>. Dans ce cheminement vers sans cesse plus d'efficacité, la monnaie-marchandise est représentée comme un état transitoire, à situer quelque part entre le gaspillage économique du troc (combien de fois faut-il échanger de biens inutiles avant d'acquérir ce qu'on cherche?) et la plus grande perfection dans l'économie de ressources associée à la monnaie papier, en attendant que la monnaie entièrement dématérialisée, devienne un pur signe.

Une telle façon d'envisager les choses impose un parcours historique obligé: d'abord, les monnaies de bronze, d'argent, d'or, le bimétallisme, la naissance de l'étalon or: puis l'abolition de la monnaie métal, peu à peu, son éviction de la circulation, son entassement dans les réserves des banques, l'étalon de change or, la montée des devises clés, la Première Guerre Mondiale, la conférence de Gênes, la reconstruction de l'étalon or, l'entassement du métal précieux dans les caisses de la Réserve Fédérale et de l'ka Banque de France, ces mauvaises joueuses; l'étalon or de l'après-guerre reconstitué avec Bretton Woods, de Gaulle et son or, la Guerre du Vietnam, Nixon; et puis, dernier acte, la décision, par les banques centrales, d'entreprendre la liquidation graduelle des stocks d'or. Comme on le voit, nous croisons ici à nouveau le récit usuel évoqué dans la première section, et en découvrons à cette occasion une origine possible<sup>14</sup>.

Pourtant, derrière ce récit, se cache une autre histoire, beaucoup plus immobile. Celle-ci progresse avec plus de lenteur, cachée derrière les reflets du métal qu'elle donne pour des miroirs aux alouettes. Pour en trouver le fil, partons des connexions internationales de nos réseaux bancaires, dont nous avons tracé tout à l'heure les contours principaux. Nous avons décrit un système où s'achètent et se vendent des lettres de change payables sur d'autres places européennes. Nous supposons de plus que les marchands aient trouvé les moyens de se faire confiance mutuellement de sorte qu'ils ont appris à ne point douter du risque de non paiement pur et simple de la

---

<sup>13</sup> Sur ce point le texte de K. MENGER, *On the origins of money*, in « Economic Journal », 1892-2, pp. 239-255. est la référence la plus citée, mais la tradition est déjà établie chez les classiques. Marx ne fait que leur emboîter le pas quand il écrit que l'or et l'argent sont le point d'aboutissement d'une progression dont les coquillages auraient les étapes « primitives ».

<sup>14</sup> Le livre récent d'A. REDISH (*Bimetallism, an economic and historical analysis*, Cambridge 2002), est une bonne illustration de cette démarche.

dette. Une question cruciale, cependant, reste en suspens: quand vient le moment du paiement: il faut bien s'entendre sur l'instrument qui sera livré pour éteindre la dette. Et naturellement, le choix se portera sur un bien qui a des propriétés bien visibles et immédiatement reconnaissables, un bien dont en outre, non seulement celui qui l'a reçue en paiement, mais aussi tous ceux qui pourront être appelés à la recevoir ultérieurement et donc à en juger, s'accorderont pour en reconnaître la valeur. Il faut donc s'assurer que la livraison soit faite par un moyen qui prévienne la tricherie. C'est sûrement à ce titre que le métal précieux a un avantage particulier surtout pour des temps plus anciens. L'avantage du métal précieux dans les temps reculés, vient de ce que, même avec des moyens rudimentaires, il est possible de reconnaître l'éclat de l'argent, le scintillement des pièces d'or, de vérifier le poids des pièces au moyen d'une balance portative, de contrôler leur titre<sup>15</sup> au moyen de la « pierre de touche », sur laquelle on frotte la pièce avant d'en comparer la trace à une échelle de couleurs<sup>16</sup>. Ce qu'elles ont de précieux c'est d'être *reconnaissables*. C'est ce que l'œil aime dans la brillance du métal – un sentiment de familiarité.

Telle est donc la nature de la monnaie de paiement. C'est avant toute chose pour résoudre un problème d'information, et non pour résoudre un problème d'échange, comme l'avaient prétendu les classiques (encore que qu'est-ce qu'un problème d'échange sinon un problème d'information?) que l'économie marchande va choisir tel ou tel instrument. En termes généraux, c'est la relative contrôlabilité de la qualité de la monnaie de règlement qui fonde son origine. Cette qualité est le véritable service qu'elle rend, et ce qui en fonde par conséquent l'utilité, permettant de comprendre pourquoi détenir de la monnaie est toujours coûteux. La monnaie de règlement devient une sorte de sas par lequel la relation d'échange doit passer de façon à être entourée de toutes les circonstances qui garantissent la sécurité de la transaction. D'où l'importance des innovations technologiques qui ont permis de renforcer la confiance dans des transactions, et dont atteste le rôle des savants dans la fabrication des monnaies: Newton, *Master of the Mint* au début du 18<sup>ème</sup> siècle, Gay-Lussac, Président de la Commission des

---

<sup>15</sup> C'est-à-dire à la teneur en métal précieux, il pourra se contrôler, au moins à quelques pourcentages près.

<sup>16</sup> Les rêves des alchimistes au Moyen Âge sont là pour nous rappeler que l'importance de cette non-manipulabilité de la relation d'échange n'a pas manqué de susciter les appétits.

Monnaies, au début du 19<sup>ème</sup> siècle, en sont les exemples les plus fameux. Pourtant, faut-il pousser plus loin le déterminisme technologique? <sup>17</sup> De même que Douglass North remarquait dans sa célèbre étude sur l'évolution du prix du fret international que les innovations institutionnelles avaient compté bien plus que les innovations techniques dans le déclin des prix de transport, de même, à côté et au-dessus du rôle de la technologie monétaire, on rencontre, bien sûr, la contribution fondamentale des institutions <sup>18</sup>.

Car si l'évolution des formes de monnaie procède du besoin de clarification de la relation d'échange, il est compréhensible que les hommes aient voulu s'organiser pour pousser cette clarification aussi loin que possible. Ainsi la production de morceaux de métal standardisés et reconnaissables présente des avantages indéniables: la frappe de monnaies identiques, ayant même titre, même poids, même caractéristiques, va exactement dans ce sens. Ceci pousse en direction d'une production centralisée, normalisée, contrôlée, de la monnaie, dont la qualité devient, dans cette perspective, ce que les économistes appellent un « bien public ». Comme Coase l'a montré dans ses remarquables « Notes on the Economics of Lighthouses » <sup>19</sup>, il y a une grande distance entre ce constat et la conclusion souvent hâtivement atteinte que par conséquent, la monnaie ne peut être que de nature publique. Historiquement, on constate que la frappe de monnaies s'organisa sur une base régionale puis nationale et qu'en dépit de quelques expériences de monnaies privées, elle rencontra sur son chemin le pouvoir du souverain, quand elle ne procéda pas directement de lui. Il était sans doute difficile de refuser à celui qui avait le monopole (illégitime mais disputé) de la violence, le contrôle partiel sur une activité qui pour les raisons énumérées plus haut tendait naturellement à se centraliser. Il s'ensuivit une longue histoire de discordes entre le souverain et les marchands. Le premier, enclin à la guerre, et comme tel comprenant parfaitement le bénéfice fiscal que représente

---

<sup>17</sup> Ainsi, récemment, tel auteur faisait de la machine à vapeur la « cause » de la naissance de l'étalon or. En permettant la fabrication de monnaies divisionnaires impossibles à contrefaire, ce système aurait rendu l'argent superflu et permis l'adoption généralisée du gold standard (A. REDISH, *Bimetallism* cit.).

<sup>18</sup> D.C. NORTH, *Sources of Productivity Change in Ocean Shipping, 1600-1850*, in « Journal of Political Economy », 1968.

<sup>19</sup> In R.H. COASE, *The Firm, the Market, and the Law*, Chicago 1988.

pour lui l'altération des monnaies, avait la faculté par des édits et décrets d'influencer le choix et la qualité de l'instrument de paiement. Les seconds devaient peser la perte qu'il y aurait pour eux à trouver un nouveau standard, perte combinée par les coûts que le conflit ouvert avec le souverain ne manquerait pas d'aggraver, contre la perte provenant de l'altération imposée par le monarque. Et si la monnaie même abîmée, rognée, à titre réduit, continua d'être utilisée, sauf dans quelques cas extrêmes<sup>20</sup>, au lieu de conduire à un éclatement complet de la relation d'échange et au retour du troc, il faut bien conclure que c'est parce que la première solution resta généralement préférable à la seconde, qui n'est autre que le règne du vol de tous par tous. Comme disent les marchands créanciers du Christophe Colomb de Claudel: « c'est dur, c'est dur, mais il vaut mieux perdre encore un tout petit peu plus d'argent que de perdre tout! »

C'est ainsi que, par exemple, entre 1513 et 1577, une succession de tarifs promulgués par le Roi de France détérioraient le contenu en argent des monnaies réelles, sans en changer la parité avec la livre tournoi, unité de compte. Du coup, cette dernière perdait, entre 1513 et 1577, 40% de sa valeur intrinsèque. Les marchands et les banquiers, les Etats Généraux, protestèrent régulièrement. En 1577 ils obtenaient une ordonnance qui mettait pour un temps la monnaie à l'abri des réductions de titres, en exigeant que les transactions soient conduites en « écus soleil » pièce d'or réelle, et pour un temps à l'abri des dévaluations – pour un temps<sup>21</sup>. A l'inverse, et pour preuve de la même proposition, il n'est pas étonnant que ce soient les républiques marchandes comme celles de l'Italie du Nord au 14<sup>ème</sup> et 15<sup>ème</sup> siècle, ou, au 16<sup>ème</sup> et 17<sup>èmes</sup> siècles, Amsterdam ou encore l'Angleterre, qui les premières trouvèrent les moyens d'échapper à la dépréciation rampante. De par leur constitution politique, elles n'eurent pas de peine à doter leur monnaie des caractéristiques que les marchands attendaient de la monnaie de règlement: puisqu'elles votèrent la création de monnaies de marchands, c'est-à-dire, dont la base serait sûre et intangible. Ainsi se trouve expliqué ce phénomène de la stabilité de la base métallique sur laquelle la livre sterling fut fixée, entre 1660 et 1914 (ou 1931) et qui avait tant intrigué

---

<sup>20</sup> On pense notamment à l'hyperinflation, où se produit une implosion totale de la relation d'échange, puisque cette fois, la perte possible sur le capital monétaire résultant de la détérioration de la monnaie est égale à la valeur même de ce capital.

<sup>21</sup> P. VILAR, *Or et monnaie dans l'histoire*, Paris 1974, pp. 219-220.

Fernand Braudel. Cette longévité, on le comprend découle assez naturellement des considérations précédentes<sup>22</sup>.

L'ensemble des considérations précédentes permet de comprendre comment les progrès de la démocratie et du parlementarisme au 19<sup>ème</sup> siècle s'accompagnèrent du triomphe d'un système qui avait pourtant été conçu des siècles plutôt, et son étonnante persistance jusque dans les marches du 20<sup>ème</sup> siècle. Par exemple, la Révolution française accoucha du franc en 1795. Celui-ci, placé sur une base bimétallique en 1803, resta la référence du système monétaire français jusqu'à la dévaluation Poincaré. En réalité, les contemporains savent depuis le début du 19<sup>ème</sup> siècle que les jours du métal sont comptés. Et c'est sans doute à l'Angleterre qu'il revient d'avoir la première franchi le pas. Sa victoire sur la France dans les guerres napoléoniennes a reposé sur la capacité de son système financier à lever des fonds et à les acheminer à travers toute l'Europe. Or depuis la suspension de la convertibilité de la livre le lien entre le sterling et l'or a été aboli. Dans les années 1800, la livre se déprécia, et ce n'est qu'en 1821, après un débat important, que la livre revient à sa parité. Dans le même temps, le franc est resté sagement attaché au métal précieux, mais son bras de levier n'a pas été plus puissant pour autant. Se faisant, l'Angleterre a démontré que la convertibilité en métal précieux ne constituait pas nécessairement un gage de bonne conduite. Le débat sur la convertibilité qui s'ouvrit alors et se prolongea par la lutte entre le *banking principle* et le *currency principle* avant d'être réglé, pour quelques décennies par l'Acte de Peel, en 1844, montre bien que la question de la base monétaire était déjà envisagée de manière moderne. Régler le problème de la qualité de la monnaie impliquait de se fixer sur une norme. La convertibilité en métal précieux – c'est-à-dire la fixation de sa valeur *externe* – n'était qu'une norme possible. Mais n'en existait-il pas d'autres, comme le suggéraient les partisans du *banking principle*: par exemple se régler sur les besoins du commerce en émettant les billets qui correspondaient à des besoins réels et solvables de crédit. Une telle norme bien sûr était circulaire, puisque la solvabilité était en dernière analyse déterminée par l'accès au crédit. Le *currency principle* l'emporta, mais l'alerte avait été chaude. La controverse servit de modèle à l'ensemble des controverses monétaires du 19<sup>ème</sup> siècle. Ce n'est pas tant par sa supériorité intangible que le métal pré-

---

<sup>22</sup> F. BRAUDEL, *Civilisation matérielle, économie et capitalisme XV<sup>e</sup>-XVIII<sup>e</sup> siècle*, 3. *Le temps du monde*, Paris 1967, p. 437 et suivantes.

cieux devra son ascension, mais à l'absence de concurrents sérieux. Si la valeur de la monnaie n'est pas ancrée à une référence extérieure qui permet de fonder une règle de politique monétaire claire, à quoi peut-on bien l'accrocher? Si ce n'est pas le métal précieux, c'est quoi, alors? Tant que ces questions ne reçoivent pas de réponses pratiques, le métal précieux règne. C'est ce règne par défaut qui est à l'origine de ce que certains observateurs ont appelé l'idéologie de l'étalon or. En fait d'idéologie, c'est seulement qu'on manquait d'une alternative.

Le 20<sup>ème</sup> siècle, avec ses guerres et ses crises, a porté de nouveaux coups à la norme de la convertibilité. Mais la plus grande transformation provient du développement et de la consolidation d'un cadre à la fois théorique et opérationnel permettant de repenser la question de la valeur de la monnaie sur une base nouvelle. Les indices de prix, qui s'élaborent et s'affinent à partir des années 1920, ont permis de passer à une nouvelle définition de la qualité de la monnaie, fondée celle-ci sur la fixation de sa valeur interne. A l'évidence, une mesure de substituabilité existait entre l'ancienne norme de convertibilité externe et la nouvelle norme de fixation de la valeur interne (l'indice des prix): Keynes avait suggéré dans le *Treatise on money*<sup>23</sup> que si tous les pays avaient le même objectif de prix interne, en principe, on devrait indirectement obtenir une stabilité externe, en raison de la parité des pouvoirs d'achats. La nouvelle norme que proposait le 20<sup>ème</sup> siècle conservait donc certains traits saillants de l'ancienne tout en introduisant deux innovations majeures: d'abord, elle permettait d'économiser sur le métal précieux. Ensuite, elle pouvait prétendre à une certaine supériorité sur l'ancienne règle puisqu'elle mettait en principe à l'abri de la déflation, que les hasards des découvertes de métal précieux avaient par le passé provoqué de façon récurrente.

Il est à ce titre tout à fait remarquable que pendant ces vingt dernières années nous ayons assisté à un mouvement sans précédent, dans de nombreux pays, en direction du ciblage de l'inflation par les banques centrales, par opposition à l'adoption d'objectifs de croissance de la masse monétaire. Car si d'un point de vue théorique, une correspondance existe entre ces deux normes, du point de vue des problèmes que ce paragraphe a évoqués, seul le ciblage de l'inflation constitue un engagement à produire une monnaie ayant certaines qualités bien spécifiques. L'objectif d'inflation faible tel qu'il est strictement défini dans le mandat de la Banque centrale européenne,

---

<sup>23</sup> J.M. KEYNES, *A Treatise on Money*, Londres 1930.

ou de façon moins explicite, mais pas forcément moins sûre, dans celui de la Fed, correspond donc à une transformation dans le mécanisme par lequel la valeur de la monnaie est fixée. Mais si cette transformation est importante, au sens du « progrès technique » qui la sous-tend, elle n'est pas essentielle puisqu'il s'agit toujours du seul et même enjeu qui gouverne la construction des relations monétaires depuis plusieurs siècles. La solution adoptée en Nouvelle-Zélande d'indexer la rémunération du gouverneur de la banque centrale sur sa capacité à remplir son mandat de ciblage de l'inflation est une illustration parfaite, même si un peu naïve et caricaturale, de cet enjeu: celui de s'assurer de la qualité du produit fini.

#### 4. *Architecture monétaire, architecture financière*

Comme nous le rappelions plus haut en citant Yeager, il est fréquent de décrire le système monétaire international contemporain en employant l'expression de « non-système ». Cette expression est bien étrange: de façon immédiate, elle renvoie à l'opposition avec le « système » de Bretton Woods, avec ses règles et ses normes claires. Mais pour l'historien, ce parallèle reste trop étroit. L'étalon or de la fin du 19<sup>ème</sup> siècle n'ayant jamais été organisé, il était lui aussi un non-système. Et pourtant, l'image d'Epinal que la littérature économique en a retenu est celle d'un « système » au sens où il aurait été organisé, spontanément à défaut de consciemment, comme si une main invisible s'était chargée de lui procurer ordre et beauté. Mais quelle force aurait pu fournir ces attributs, qui nous ferait défaut aujourd'hui? Si les principes généraux sur lesquels repose le système monétaire international n'ont pas changé au cours du temps, on devrait s'attendre à observer plus de continuité et moins de ruptures. En réalité, comme nous allons le montrer, ce sont les mêmes forces qui ont conduit à la propagation de l'étalon or il y a cent ans et qui oeuvrent aujourd'hui dans le sens d'une limitation du flottement des monnaies.

La section II évoquait la structure du système monétaire international et recensait les forces qui lui conféraient sa nature particulière, qui est d'être un système hyper-hiérarchisé. Ces forces consistaient disions-nous en la combinaison d'externalités stratégiques (il y a avantage à utiliser une place financière, et donc un système de paiement, déjà utilisé par d'autres) et d'économie d'échelles (et ceci conduisait à renforcer l'avantage initial de certains marchés). Or cette hiérarchisation avait comme conséquence des relations monétaires très polarisées qui a leur tour laissaient une profonde empreinte dans le système international. L'existence, « au centre », de mar-

chés des changes très liquides, très profonds, très sophistiqués, comme ils appaurent dès le 16<sup>ème</sup> siècle au moins, eut pour effet de développer une structure particulière des échanges financiers. Celle-ci se caractérisait par l'existence de déséquilibres dans les bilans internationaux tant du secteur public que du secteur privé.

Du côté privé, c'est-à-dire en ce qui concerne ce qu'on désigne en anglais par l'expression de *merchant banks*, la plus grande facilité de financer les transactions internationales à partir des grands marchés financiers *leaders* (Amsterdam, Londres, ou New York) conduisit les institutions des régions « périphériques » à financer leurs transactions en demandant à leur correspondants des marchés centraux de débiter leur compte (dit « *nostri* »). Ces institutions s'endettaient donc dans les devises des grands marchés. Elles avaient alors une position longue en devises étrangères, car leurs créances étaient en revanche créancières en devise locale. Ce problème n'existait pas en revanche pour les institutions des marchés centraux qui pouvaient lever des fonds dans leur propre monnaie<sup>24</sup>. Ainsi se créait un *mismatch* entre le passif et l'actif des banques intermédiaires dans les pays dépourvus de grand marché financier. Ce déséquilibre, en l'absence d'instruments de couverture adéquats, risquait de créer des difficultés importantes. Or comme ces marchés étaient précisément moins sophistiqués et plus étroits que les marchés centraux, il était peu probable qu'émerge en leur sein des produits dérivés avancés. La solution fut plus souvent institutionnelle. Par exemple, comme ce fut le cas en Argentine, les banques développèrent un système dual, limitant au maximum la partie de leur bilan libellée en peso papier, et utilisant des transactions en peso or dont la parité en termes de sterling ou de franc était assurée.

En ce qui concerne les emprunteurs publics, le développement de places financières internationales puissantes ouvrait des perspectives alléchantes de financement externe. Pour profiter de ces avantages, il suffisait d'émettre sur ces marchés en libellant la dette dans la devise locale: ainsi lorsque l'Autriche émettait sur les marchés internationaux, elle le faisait en *guilder* au 18<sup>ème</sup> siècle, quand les émissions avaient lieu à Amsterdam, puis au 19<sup>ème</sup> siècle, en sterling quand elle empruntait à Londres et en francs quand elle s'adressait à Paris. Mais du coup, au fur et à mesure que la dette libellée en devises des marchés

---

<sup>24</sup> Sur ces questions, voir M. FLANDREAU et F. GALLICE, *Paris, London and the International Money Market*, in Y. CASSIS et E. BUSSIÈRE, *Paris and London as International Centers*, Oxford 2005.

centraux s'alourdissait, la nécessité d'éviter une crise de change s'accroissait puisque, comme indiqué dans l'introduction, la soutenabilité de la dette dépendait de la capacité des emprunteurs à s'ancrer aux marchés qui les approvisionnaient. La solution généralement apportée pour résoudre ce type de difficultés fut l'adoption de systèmes de caisses de conversion qui assuraient la convertibilité de la devise nationale en termes des monnaies des marchés centraux: les *currency boards* étaient nés, et ils aboutissaient à renforcer le rattachement des marchés périphériques aux devises des pays du centre – elles-mêmes rattachées à l'or. Vu sous cet angle, la généralisation de l'étalon or nous apparaît pour juste ce qu'elle était: une solution aux problèmes de la fragilité que la nature profondément hiérarchique du système monétaire international avait généré.

Il est à ce titre tout à fait remarquable que ce soit au « centre » du système financier international que la poussée vers une transition au flottement se soit manifestée d'abord. Nous évoquons le précédent britannique du début du 19<sup>ème</sup> siècle. De même, c'est bien le cœur de l'étalon or qui a servi de laboratoire à des expériences de « proto-flottement »: l'utilisation des marges de fluctuation que des *gold points* en est un exemple emblématique. Les raisons qui expliquent que ce soit au « centre » du système que de telles transgressions aient d'abord eu lieu peuvent se comprendre aisément. C'est là que se trouvait la plus grande sophistication financière, et partant la plus grande facilité à développer les outils nécessaires pour la gestion des conséquences de l'instabilité des changes. A cet égard, l'expérience austro-hongroise est un épisode révélateur. A la différence des autres grands marchés du 19<sup>ème</sup> siècle, qui n'avaient jamais connu de flottement durable, la capitale financière des Habsbourgs subit les vicissitudes de l'effritement graduel de l'Empire. Dans le même temps, elle disposait d'une longue tradition bancaire et de connexions internationales qui en faisaient, sinon un marché de tout premier plan, du moins un marché considérable. Or c'est à Vienne que se développa l'un des tout premiers instruments modernes des changes à terme: le contrat « ultimo », servant à couvrir les transactions financières internationales contre le risque de change<sup>25</sup>. Donc, c'est précisément parce que qu'ils sont plus sophistiqués, et plus financièrement avancés que les pays « du centre » sont les premiers à explorer la possibilité technique du flottement.

---

<sup>25</sup> Voir M. FLANDREAU et J. KOMLOS, *Target Zones in History and Theory: Credibility, Stability and Policy Autonomy*, à paraître in « Journal of Monetary Economics », 2006.

Bien sûr l'ensemble de ces évolutions restaient contenues par les limites que le problème de qualité des monnaies, évoqué plus haut, fixait. Mais ce constat nous permet de comprendre pourquoi la fixité de l'étalon or fut caractérisée par des tendances au flottement, qui se manifestèrent précisément là où la transition à la flexibilité des changes serait la plus complète au cours du 20<sup>ème</sup> siècle – à savoir, en Europe et aux Etats-Unis.

### *Conclusion*

Cet article a soutenu le point de vue suivant: la dynamique du système monétaire international est réglée par un nombre limité de « lois ». La première est le rôle des externalités de réseau qui conduit à la constitution d'une structure très centralisée du système financier international. La seconde est le problème de la vérifiabilité de la qualité de la monnaie qui exige que celle-ci soit produite d'une manière qui en assure la lisibilité. Historiquement, cette fonction a d'abord été remplie par le recours au métal précieux. La combinaison de ce mécanisme avec celui des externalités de réseaux a conduit à l'émergence d'un système de changes fixes, dont l'apogée a été représentée par l'étalon or international à la fin du 19<sup>ème</sup> siècle. L'innovation technique qu'a représenté la naissance des indices de prix, a permis plus tard l'émergence d'un système où le flottement a pris une importance accrue, à la fin du 20<sup>ème</sup> siècle. Pour autant, la transition vers les changes flexibles est restée très incomplète, en dépit des nombreux arguments théoriques qui ont pu être avancé en sa faveur, tant par les monétaristes que par les keynésiens. Cette persistance, avons-nous suggéré, est liée à la question de la hiérarchie du système financier international évoquée plus haut. Celle-ci, en engendrant des problèmes de *mismatch*, génère de puissantes forces en direction d'un alignement sur les grandes devises: en un mot, si la possibilité du flottement a produit une fragmentation du système financier international, cette fragmentation s'est opérée au cœur du système, qui s'est rompu en autant de « plaques », chaque centre entraînant avec lui une cohorte de satellites. C'est en ce sens, que l'ordre (ou le désordre suivant les goûts) monétaire international est en dernière analyse assez semblable à celui qui prévalait, il y a tout juste un siècle.

Presentazione	pag.	5
Programma	»	7
Saluti delle autorità e di Riccardo Garrone	»	9

### *Relazioni*

<i>Dino Puncub</i> , La volontà politica: Boucicaut e il suo tempo	»	15
<i>Erik Aerts</i> , The European monetary famine of the late Middle Ages and the Bank of San Giorgio in Genoa	»	27
<i>Michel Balard</i> , Il Banco di San Giorgio e le colonie d'Oltremare	»	63
<i>Antoine-Marie Graziani</i> , Ruptures et continuités dans la politique de Saint-Georges en Corse (1453-1562)	»	75
<i>Carlo Bitossi</i> , Il governo della Repubblica e della Casa di San Giorgio: i ceti dirigenti dopo la riforma costituzionale del 1576	»	91
<i>Giampiero Cama</i> , Banco di San Giorgio e sistema politico genovese: un'analisi teorica	»	109
<i>Giulio Gianelli</i> , La riforma monetaria genovese del 1671-75 e l'apertura del banco di moneta corrente	»	121
<i>Alfonso Assini</i> , Il patrimonio artistico tra committenza e confische	»	143
<i>Giuseppe Felloni</i> , Il credito all'erario e ai privati: forme ed evoluzione	»	155
<i>Giovanni Assereto</i> , Le vicende del Banco tra la fine del regime aristocratico e l'annessione al Regno di Sardegna	»	165

<i>Alain Plessis</i> , Le Banco de San Giorgio: une présence gênante dans l'Empire de Napoléon?	pag. 179
<i>Michele Fratianni</i> , Debito pubblico, reputazione e tutele dei creditori: la storia della Casa di San Giorgio	» 199
<i>Giovanni B. Pittaluga</i> , Gestione del debito pubblico e costituzione delle banche centrali	» 221
<i>Marc Flandreau</i> , Le Système Monétaire International: 1400-2000: Court CV	» 235
<i>Benjamin J. Cohen</i> , Are national currencies becoming obsolete?	» 257
<i>Paul De Grauwe</i> , Is inflation always and everywhere a monetary phenomenon?	» 267



**Associazione all'USPI**  
**Unione Stampa Periodica Italiana**

Direttore responsabile: *Dino Puncub*, Presidente della Società  
Editing: *Fausto Amalberti*

---

Autorizzazione del Tribunale di Genova N. 610 in data 19 Luglio 1963  
Stamperia Editoria Brigati Glauco - via Isocorte, 15 - 16164 Genova-Pontedecimo