

Le système monétaire international en devenir

Pierre Jacquet¹

Résumé

Le système monétaire international ne se réforme pas, il évolue. Sa structure est largement endogène. De très importantes transformations peuvent se produire et peu à peu changer la nature du système, mais elles s'opéreront plutôt à la marge, et seront le résultat d'adaptations partielles au système actuel, de réponses aux changements dont l'économie mondiale est le théâtre et aux tendances qu'ils révèlent.

La première tendance forte est l'accroissement de la mobilité des capitaux, véritable révolution des années quatre-vingt. Elle affecte profondément les mécanismes de transmission des politiques économiques, la nature de l'interdépendance économique internationale, le fonctionnement du système monétaire international, en renforçant notamment le rôle des acteurs privés, en particulier financiers, et de leurs anticipations. La tendance à l'internationalisation des activités financières n'en est qu'à ses débuts, et reste géographiquement limitée ; elle devrait se poursuivre et même s'accélérer. Il semble aujourd'hui peu probable que les gouvernements aient la possibilité ou la volonté de contrarier cette évolution.

La seconde tendance forte est liée à la fin de la guerre froide, au retour de la géographie comme déterminant important des relations économiques internationales, à l'émergence d'acteurs importants qui s'intègrent davantage à l'économie mondiale, et à la progression des initiatives de coopération régionale. Mais la très grande diversité des expériences régionales se retrouve dans les approches relatives à l'organisation des relations monétaires au sein des différentes zones. Il n'est pas du tout évident qu'une organisation du monde en zones commerciales inté-

1. Pierre Jacquet est Directeur-adjoint de l'Institut français des relations internationales (IFRI), rédacteur en chef de la revue trimestrielle *Politique étrangère*.

grées, si elle venait à se matérialiser, conduite à une organisation similaire du système monétaire international.

Les implications sur l'évolution du système monétaire international sont donc difficiles à dégager. Le dollar conserve une position dominante que l'Ecu, si l'Union monétaire européenne voit le jour, viendra concurrencer. Le souci de gérer les taux de change crée des tensions et conduit à la recherche un peu vaine d'une meilleure coordination discrétionnaire des politiques monétaires. Surtout, l'exercice de la souveraineté monétaire nationale, contrainte par la mobilité des capitaux, pourrait bien consister de plus en plus à se préoccuper de la qualité de la monnaie, c'est-à-dire de la stabilité de son pouvoir d'achat, avant de se préoccuper de son taux de change. C'est là peut-être l'évolution potentielle la plus forte du système monétaire international, l'aboutissement, en quelque sorte, de l'apprentissage du système des changes flottants : une « dépolitisation » croissante de la monnaie, confiée à des banques centrales indépendantes ayant pour mission de garantir le pouvoir d'achat de la monnaie, c'est-à-dire in fine de combattre l'inflation. Une telle évolution, appuyée par une concurrence entre le dollar et l'Ecu ou d'autres monnaies acquérant un statut international peut à terme contribuer – par un processus de convergence des politiques monétaires – à l'émergence d'une monnaie unique partagée par un grand nombre de pays.

Réfléchir à l'avenir du système monétaire international est une tâche hautement spéculative. Il est en effet avant tout le reflet d'une époque, bien plus qu'une construction théorique rationnelle savamment orchestrée, le produit d'une évolution souvent perçue après coup, plutôt que voulue et orientée, l'espace de réconciliation – et donc de conflit – entre des politiques macroéconomiques élaborées de façon indépendante au niveau national, plutôt qu'un instrument de coordination de ces politiques². En même temps, les taux de change remplissent à tour de rôle et suivant les pays des fonctions très différentes : contraintes dans certains cas, lorsque les Etats doivent faire face à des crises spéculatives, variables d'ajustement dans d'autres, lorsque l'économie répond à certains chocs, instruments, signaux ou contraintes encore pour les politiques économiques, notamment dans les politiques dites de monnaie « forte » visant à favoriser la désinflation. Le taux de change est donc, pour de multiples raisons divergentes, souvent un objectif intermédiaire de la politique économique, et quant il ne l'est pas, il joue délibérément la fonction de variable d'ajustement³. La réconciliation de ces différents objectifs ou comportements au niveau international est justement l'objet du système monétaire international. Ainsi, il apparaît comme large-

2. Cette interprétation peut être nuancée, cependant, en remarquant que l'appartenance à un système monétaire international donné change l'environnement dans lequel sont élaborées les politiques macroéconomiques nationales, et peut, dans certains cas, « internaliser » la contrainte extérieure. Cela étant, l'appartenance au système monétaire européen (SME) semble être davantage un instrument de convergence qu'un instrument de coordination, suivant la logique de concurrence entre monnaies développée plus loin dans cet article.

3. Comme c'est très clairement le cas, la plupart du temps, pour le dollar américain.

ment endogène, alors qu'on aimerait lui prêter davantage de vertus exogènes, comme une plus grande stabilité des changes, ou une meilleure distribution de la liquidité internationale. Souvent, les débats sur la réforme du système monétaire international butent justement sur cet obstacle.

Au début des années quatre-vingt-dix, cette difficulté de projection est encore accentuée par les changements considérables dont l'économie mondiale est le théâtre : la fin de la guerre froide bouleverse la relation entre économie et politique internationales qui prévalait au sein du système d'alliances précédent ; l'accroissement de la mobilité des capitaux représente l'une des révolutions des années quatre-vingt, entraînant d'importantes implications tant pour les politiques économiques nationales que pour les relations économiques internationales (commerce, taux de change) ; la mondialisation de l'économie apparaît comme une tendance forte, tant sur le plan structurel (approfondissement de l'interdépendance économique, commerciale, technologique, industrielle, financière) que sur le plan géographique (montée en puissance des pays d'Asie, intégration à terme des pays d'Europe centrale, orientale, de la Russie, des républiques de l'ex-Union soviétique, de la Chine, de l'Inde, dans ce qu'il était convenu d'appeler l'économie « mondiale », et qui commence dès lors à mériter davantage ce qualificatif). En même temps, l'économie mondiale est le théâtre de multiples initiatives d'intégration régionale de nature à polariser les flux commerciaux, financiers et monétaires et à structurer les relations économiques internationales sur de nouvelles bases. Ces changements, cependant, se produisent – pour les pays industrialisés occidentaux – dans la continuité, sans rupture de leurs institutions : ils doivent s'adapter à un monde qui change, et n'ont pas, comme les deux périodes précédentes d'après-guerre du XX^e siècle, à reconstruire un système international.

Cet article s'appuie sur l'hypothèse qu'en l'absence de crise ou rupture profonde des relations internationales qui en remette en cause l'essence-même, le système monétaire international ne sera pas consciemment réformé dans sa totalité : aucun nouveau Bretton Woods n'est susceptible de conduire à un changement brutal de régime (Mundell, 1993)⁴. Autrement dit, la structure institutionnelle est largement endogène. De très importantes transformations peuvent se produire et peu à peu changer la nature du système, mais elles s'opéreront plutôt à la marge, et seront le résultat d'adaptations partielles au système actuel, de réponses aux changements dont l'économie mondiale est le théâtre et aux tendances qu'ils révèlent. L'article vise à décrire certaines de ces tendances. Il ne se place donc pas dans une perspective théorique normative sur ce que devrait être un système monétaire international efficient, et n'aborde pas directement le débat sur les mérites respectifs de différents systèmes monétaires internationaux ou régimes de change. Il revient dans un premier temps sur les implications de la mobilité des capitaux, puis, dans une deuxième partie sur la fin de la guerre froide, la tendance à la régionalisation de l'économie mondiale et ses possibles conséquences en matière monétaire.

4. Pour Mundell, « le système monétaire international ne change pas sans prévenir. La règle est l'évolution et la transition, pas la révolution. Les changements sont par conséquent prévisibles » (p. 11). On aimerait partager son optimisme sur ce dernier point.

La dernière section en tire quelques conclusions sur l'évolution du système monétaire international.

Mobilité des capitaux

L'accroissement de la mobilité des capitaux est l'un des phénomènes majeurs des années quatre-vingt, abondamment documenté⁵. La pression à la déréglementation a été générale dans les pays industrialisés. Il serait tentant d'y voir la cause de l'accroissement de la mobilité des capitaux. Mais ce serait oublier que la déréglementation est elle-même une réponse à l'influence de la technologie, à l'internationalisation de fait des activités financières qui ont poussé les pouvoirs publics à secouer des réglementations devenues désuètes du fait du dynamisme des innovations financières. En Europe, la création du Marché unique, réponse à « l'eurosclobose » de la première moitié des années quatre-vingt, prévoyait le libre-échange transfrontière des services financiers et requerrait la liberté totale des mouvements de capitaux, chose dorénavant acquise pour tous les pays de l'Union européenne⁶.

En ce qui concerne notre souci prospectif, trois éléments méritent ici d'être soulignés. D'abord, la plus grande mobilité des capitaux affecte profondément les mécanismes de transmission des politiques économiques, la nature de l'interdépendance économique entre nations, le fonctionnement du système monétaire international, et pose avec une acuité nouvelle le problème de la gestion de l'interdépendance internationale. Elle change aussi l'exercice de la politique économique par les gouvernements, et renforce le rôle des acteurs privés, notamment financiers, et de leurs anticipations. Deuxièmement, la tendance à l'internationalisation des activités financières n'en est qu'à ses débuts, et reste géographiquement limitée ; on peut donc s'attendre à une poursuite, un approfondissement, un élargissement et peut-être même une accélération du mouvement. Troisièmement, il semble aujourd'hui peu probable que les gouvernements aient la possibilité ou la volonté de contrarier cette évolution.

Mobilité des capitaux et interdépendance économique

Il est commun d'établir une distinction entre capitaux à court terme et capitaux à long terme. En fait, cette distinction semble de moins en moins pertinente, tant la liquidité des placements à long terme effectués pour des motifs financiers

5. Voir notamment Bryant, 1987 ; Bourguinat, 1987 ; *The Economist*, 1992 ; Group of Ten, 1993.

6. La Grèce a levé les dernières restrictions sur les mouvements de capitaux en mai 1994. Une clause de sauvegarde permet cependant à tout pays de recourir temporairement à des contrôles.

(investissements de portefeuille) s'est accrue. Aussi semble-t-il préférable de distinguer la logique financière des investissements de portefeuille de la logique industrielle des investissements directs. La mobilité des capitaux modifie la nature de l'interdépendance économique suivant ces deux dimensions principales, même si ce sont les mouvements de nature financière, ou « spéculative », qui retiennent davantage l'attention dans les débats relatifs au fonctionnement du système monétaire international, du fait de leurs implications sur les marchés des changes.

Les flux d'investissements directs se sont considérablement développés dans les années quatre-vingt, créant de nouveaux réseaux d'interdépendance, et contribuant largement à la mondialisation des entreprises. Cela pose un problème non résolu d'interprétation des flux commerciaux et des balances commerciales entre pays, puisque l'unité pertinente devient l'entreprise autant que la nation. La progression des investissements directs est en partie liée au fonctionnement du système monétaire international⁷. Les entreprises japonaises, par exemple, ont considérablement accru leurs investissements à l'étranger, notamment pour se protéger contre la hausse des coûts au Japon du fait de l'appréciation du yen depuis 1985. Depuis la fin des années quatre-vingt, ce mouvement s'est largement étendu à l'Asie⁸. Par ailleurs, les fluctuations nominales des changes, dès lors que les prix sont rigides, entraînent des fluctuations des taux de change réels, c'est-à-dire des compétitivités-prix des différents pays, et représentent donc pour les entreprises, des risques à moyen et long terme contre lesquels les instruments financiers de protection semblent très limités. Ces fluctuations – qui ont le même effet que des barrières commerciales imprévisibles – tendent à segmenter le marché mondial, et l'investissement direct peut avoir pour fonction d'assurer la présence dans les différents segments ainsi délimités par la flexibilité des taux de change : ceci n'est rien d'autre que l'argument bien connu que le protectionnisme ou la crainte du protectionnisme incite les entreprises à localiser leur production dans les marchés qu'elles souhaitent pénétrer par crainte de ne pouvoir suffisamment y exporter. La mobilité des capitaux permet donc de contourner en partie certaines barrières aux échanges que représentent les fluctuations des taux de change réels. On retrouve là aussi l'intuition du modèle de Heckscher-Ohlin, à savoir que le commerce des biens et services et la mobilité des facteurs de production sont des substituts. Ainsi, un peu paradoxalement, la « globalisation » de l'économie apparaît en partie comme une réponse à la tentative de segmentation implicitement admise avec l'adoption d'un régime de taux de change flottants. Elle rend aussi les fluctuations des taux de change plus acceptables en fournissant aux entreprises un moyen partiel de protection contre le risque correspondant.

Mais ce sont surtout les mouvements de capitaux spéculatifs – souvent qualifiés de déstabilisateurs – qui créent pour les gouvernements d'importantes contraintes tant dans l'efficacité des politiques économiques que dans les politiques de change. Le lien entre mobilité des capitaux, régime de changes et efficacité des politiques

7. Pour une discussion de l'interaction entre les stratégies des multinationales et le fonctionnement du système monétaire international, voir Nicolas (1992).

8. Pour une étude de la stratégie des entreprises et des conséquences de la mondialisation, voir Sachwald (1994).

économiques à court terme sur l'activité est rendu de façon simple dans une approche de type Mundell-Fleming. La fixité des taux de changes rend inopérante la politique monétaire : lorsque les capitaux sont immobiles, les mouvements de réserve contrarient toute mesure autonome de politique monétaire non stérilisée ; lorsque les capitaux sont mobiles, les flux de capitaux s'en chargent. Il est vrai que lorsque les capitaux sont peu mobiles, la stérilisation peut rendre à la politique monétaire une partie de son efficacité. En revanche, la mobilité des capitaux rend illusoire toute autonomie de la politique monétaire en changes fixes. C'est le message contenu dans le fameux « triangle d'incompatibilité », pour reprendre la terminologie de T. Padoa Schioppa⁹, entre taux de change fixes, mobilité des capitaux, et autonomie des politiques monétaires nationales, dont les implications méritent d'être soigneusement pesées. En taux de change flottants, la politique monétaire reprend ses droits à court terme, ses effets étant même renforcés par la mobilité des capitaux.

L'efficacité à court terme de la politique budgétaire dépend aussi du régime de change et du degré de mobilité des capitaux. Dans un régime de taux fixes, la politique budgétaire n'est efficace que si les capitaux sont très mobiles. Elle est, sinon, contrariée par les implications, sur le stock de monnaie en circulation, des mouvements de réserve, si ceux-ci ne sont pas stérilisés. Dans un régime de taux de change flottants, au contraire, la politique budgétaire est d'autant plus efficace que les capitaux sont peu mobiles. Une expansion budgétaire conduit en effet à des entrées de capitaux susceptibles d'apprécier la monnaie et de contrarier l'expansion initiale.

Cette analyse, trop simple et valable dans le court terme keynésien lorsque les prix sont fixes et les capacités sous-employées, suggère cependant que, dans le court terme qui est justement l'horizon naturel des gouvernants, une forte mobilité des capitaux impose de choisir entre la politique monétaire et la politique budgétaire : les deux ne peuvent être efficaces ensemble, et c'est le régime de change qui départage leur efficacité relative sur l'activité à court terme. A taux de change fixes, la politique budgétaire peut jouer un rôle de stabilisation important. A taux flexibles, au contraire, ce rôle ne peut qu'incomber à la politique monétaire. Dès lors que la politique budgétaire est contrainte par des déficits importants et un niveau de dette publique qui devient préoccupant, son utilisation devient délicate, et il est tentant, lorsque l'inflation est bien contenue, de laisser flotter les taux de change afin de rétablir l'équilibre des finances publiques sans trop pénaliser l'activité économique : un resserrement budgétaire conduit à une baisse des taux d'intérêt, des sorties de capitaux et une dépréciation de la monnaie qui soutient la demande externe. La politique monétaire peut en outre stimuler utilement la demande interne, dans la mesure où cette politique est compatible avec le maintien d'une inflation faible. Le *policy-mix* américain en 1993-1994 illustre ce raisonnement. A l'inverse,

9. T. Padoa-Schioppa parle en fait de « quadrangle impossible » (*inconsistent quartet*), ajoutant l'objectif de libre-échange, mais développe ensuite l'idée que la Communauté européenne, ayant réalisé libre-échange et libre mobilité des capitaux, doit s'attaquer à l'incompatibilité résultante entre taux fixes ou même administrés et autonomie des politiques monétaires nationales (voir Padoa-Schioppa, 1988, p. 372-377).

le piège macroéconomique dans lequel se trouvent les pays européens depuis 1990 montre combien le choix de la fixité des changes oriente la nature du *policy-mix* réalisable.

Si l'on accepte l'hypothèse que les années qui viennent vont voir les différents gouvernements aux prises avec le problème de la remise en ordre des finances publiques et du financement de l'Etat-providence, il faut aussi s'attendre à ce que la stabilisation des taux de change soit particulièrement difficile à réaliser, ou que son coût en terme d'activité économique soit lourd à supporter. C'est finalement le signal envoyé par les marchés des changes lors de la crise du Système monétaire européen (SME) en 1992-1993.

En revanche, une fois les finances publiques remises en ordre, les parlements nationaux peuvent avoir un intérêt important à la stabilisation des taux de change, voire à la création d'une union monétaire avec leurs partenaires commerciaux. En effet, le vote du budget est leur prérogative, et la fixation du taux de change, lorsque les capitaux sont parfaitement mobiles, confère à la politique budgétaire une importance déterminante ¹⁰.

Accroissement de la mobilité des capitaux et marché des changes

Une étude récente du groupe des Dix décrit les deux tendances qui se sont dégagées dans les années quatre-vingt : l'internationalisation des portefeuilles et le rôle accru des investisseurs institutionnels qui sont devenus des acteurs importants sur les marchés des changes (Group of Ten, 1993).

L'internationalisation des portefeuilles, c'est-à-dire le développement rapide des investissements financiers transfrontières en titres de toute nature, a surtout concerné les résidents des Etats-Unis, d'Europe, et du Japon. Dans pratiquement tous les pays, la part de la dette publique détenue par des non-résidents s'est beaucoup accrue. Du fait de cette tendance et d'une gestion plus active des portefeuilles, la moyenne des transactions sur le marché des changes tourne autour de 880 milliards de dollars par jour, en période normale, c'est-à-dire en l'absence de situation de crise ¹¹. Il est tentant de rapprocher ce chiffre de la moyenne quotidienne des transactions au titre des échanges de biens et services, de l'ordre de 12 milliards de dollars. Bien entendu, cette comparaison est trompeuse, car l'existence de transactions financières, l'utilisation des marchés dérivés notamment, permet de couvrir des risques et de faciliter ainsi l'expansion du commerce de biens et services. Mais la disproportion entre les deux chiffres témoigne

10. Ce qui suggère que l'amalgame entre union monétaire, coordination des politiques budgétaires, union politique en ce qui concerne le processus d'union monétaire en Europe, conduit à une interprétation erronée. Voir Cohen (1994), pp. 145-155.

11. Voir Group of Ten, *op. cit.*, p. 4.

néanmoins de la domination, au jour le jour, des transactions de nature purement financière sur les échanges commerciaux.

Ce phénomène illustre aussi la difficulté de définir correctement les taux de change « d'équilibre ». La domination des transactions financières affaiblit encore davantage la référence théorique de la parité de pouvoir d'achat. Tout déséquilibre défini par rapport à cette référence théorique peut s'avérer durable s'il est soutenu par une logique financière appropriée. Par ailleurs, l'attention politique s'est beaucoup portée sur les « déséquilibres » des paiements courants dans les années quatre-vingt : le déficit courant américain, l'excédent courant japonais apparaissent comme deux « déséquilibres » persistants ayant résisté à des mouvements considérables des taux de change réels. Mais la référence théorique sur ce que doit être l'équilibre des paiements courants fait l'objet d'importants débats. Williamson a proposé le concept de taux de change réel fondamental d'équilibre, calculé comme le taux de change réel compatible avec l'équilibre interne (chômage de plein emploi, inflation faible) et une balance des paiements courants égale, sur la durée du cycle économique, au flux de capitaux sous-jacent (par exemple, Williamson, 1983). Encore faut-il estimer ces flux de capitaux, et avoir une idée des politiques macroéconomiques susceptibles de générer l'équilibre interne, ce qui rend toute estimation des taux de change fondamentaux d'équilibre subjective et incertaine ¹².

La seconde tendance à l'œuvre concerne l'implication croissante des investisseurs institutionnels dans le mouvement d'internationalisation des portefeuilles d'actifs financiers. Il s'agit des fonds de pension, des compagnies d'assurances, des fonds de placements de toute nature. Ces investisseurs institutionnels gèrent une part accrue de l'épargne des ménages : pour la France, cette part est passée de 11 % à 36 % dans les années quatre-vingt ¹³. Or, comme le note l'étude du groupe des Dix, l'institutionnalisation de l'épargne continue de se développer. Par ailleurs, on peut s'attendre à une poursuite de la diversification des risques et de l'internationalisation des portefeuilles, d'autant plus que seulement 7 % des actifs des 300 plus grands fonds de pensions dans le monde sont constitués de titres étrangers. Enfin, la croissance rapide des patrimoines dans certains pays nouvellement industrialisés devrait contribuer à accélérer ce mouvement.

Tout indique donc que le mouvement d'internationalisation financière, et la mobilité des capitaux qui l'accompagne, n'en sont qu'à leurs débuts, et que le phénomène de mondialisation des gestionnaires de portefeuilles est susceptible de se poursuivre et de s'amplifier. Ce mouvement change la nature et la distribution des risques pris sur les marchés financiers, dont il accroît aussi la complexité et l'opacité. Il appelle donc de la part des régulateurs et différents acteurs financiers un plus grand souci d'identification et de distribution de l'information, afin d'augmenter la transparence des bilans des institutions financières bancaires ou non bancaires. Mais au-delà de la réglementation prudentielle, la tentation est grande pour les gouvernements de vouloir limiter les effets déstabilisateurs (pour leurs

12. Voir aussi Mundell (1991).

13. Voir Group of Ten, *op. cit.*, p. 5 et 6.

politiques) des mouvements de capitaux à court terme. Or, l'implication croissante d'investisseurs institutionnels accroît encore la difficulté de définir précisément la spéculation, ou son caractère déstabilisateur, mais aussi la difficulté d'intervenir pour tenter de limiter la mobilité des capitaux à court terme, dans la mesure où cela pourrait pénaliser la capacité de ces investisseurs à couvrir correctement leurs risques.

Grains de sable ou contrôles

Les pouvoirs publics ont-ils les moyens et souhaitent-ils contrarier ce mouvement en « mettant des grains de sable dans les rouages »¹⁴ pour restaurer une meilleure marge de manœuvre dans leurs politiques économiques et leurs politiques de change ? Trois aspects de cette question méritent d'être considérés : la faisabilité, l'efficacité, l'intérêt de mesures visant à contrarier les mouvements de capitaux à court terme.

La faisabilité se heurte à une contrainte technologique et dynamique. Toute réglementation ou taxation crée des incitations à innover pour contourner cette barrière, et la technologie ouvre de nombreuses possibilités, comme en témoigne l'essor des innovations financières dans les années quatre-vingt. Cela ne signifie pas que les pouvoirs publics soient impuissants, mais cela suggère que les grains de sable doivent être astucieusement choisis, que leur fonction sera de freiner plutôt que bloquer les rouages, et qu'ils permettront de gagner du temps, plutôt que d'empêcher le mouvement. Gagner du temps peut être cependant un objectif en soi, en particulier lorsqu'il est mis à profit soit pour modifier les politiques économiques soit pour convaincre les spéculateurs qu'ils se trompent.

L'efficacité est liée au gain de temps ainsi dégagé. Il semble peu probable que quelque « grain de sable » que ce soit puisse venir à bout d'un changement brutal dans la perception des risques sur les marchés des changes, ouvrant la perspectives de pertes ou de gains potentiellement infinis. On peut se demander quels contrôles ou quelles taxes auraient empêché la spéculation de pousser à la sortie du mécanisme de change du SME la livre sterling et la lire italienne en septembre 1992, par exemple. La France a eu recours à d'importants contrôles des changes entre 1981 et 1983 : cela n'a pas empêché le gouvernement de devoir changer de politique.

Quant à l'intérêt, il convient de l'apprécier selon plusieurs angles. D'abord, l'accroissement de la mobilité des capitaux a été une démarche délibérée des gouvernements dans les années quatre-vingt, en réponse à la pression des acteurs privés, à la globalisation croissante, à des progrès considérables dans les technologies de l'information, très connexes aux activités financières. Pour les pays européens, la libre circulation des capitaux est un ingrédient essentiel du marché unique, et un symbole très fort de l'intégration économique et monétaire de l'Union

14. Suivant la suggestion de J. Tobin (Tobin, 1978). Voir aussi Eichengreen & Wyplosz, 1993.

européenne. D'une certaine façon, toute mesure s'y opposant est une mesure de désintégration, au sens propre, de nature à pénaliser les échanges transfrontières de services financiers. Par ailleurs, l'expérience montre que tout pays qui met en œuvre des mesures de ce type risque d'affaiblir ses propres marchés des capitaux et ses institutions financières. Pour un pays avancé, disposant d'un marché des capitaux important, moderne et ouvert, une solution de ce type ne devrait donc s'imaginer que si elle est coordonnée avec les principaux partenaires. Mais l'accord est alors peu probable. En revanche, on peut ne pas exclure le recours à des contrôles des capitaux ou des changes pour des pays dont les marchés des capitaux ne sont pas encore totalement développés ou modernisés. Peut-être est-on allé un peu vite, entre les Douze, dans le domaine de la libéralisation financière. Il subsiste cependant des clauses de sauvegarde que certains (Espagne, Irlande, Portugal notamment) ont utilisé avec un certain succès lors de la crise du SME en 1992-1993. Mais cela n'a pas empêché la dévaluation de leurs monnaies.

Finalement, pour juger de l'intérêt, on en revient à la dimension de cause à effet. Les mouvements de capitaux à court terme sont-ils déstabilisateurs, ou ne sont-ils que le reflet de politiques jugées inappropriées, elles-mêmes déstabilisatrices ? On ne peut exclure l'hypothèse de mouvements spéculatifs « auto réalisateurs »¹⁵, mais la « spéculation » se nourrit aussi souvent de raisons « objectives », ayant trait notamment au doute sur la capacité des gouvernements à maintenir la politique monétaire annoncée et suivie, même lorsqu'ils en ont fait la preuve dans le passé. Autrement dit, dans ce qu'il est convenu d'appeler la spéculation, on trouve autant des comportements prudents visant à éviter les pertes que des comportements audacieux recherchant les profits. Vouloir pénaliser les uns implique d'accepter de pénaliser les autres.

L'alternative est de limiter les sujets de spéculation, c'est-à-dire d'éviter de donner aux spéculateurs des occasions de pari à sens unique, récurrents dans les systèmes de taux de change stables mais ajustables entre pays encore attachés au nationalisme monétaire. La parfaite mobilité des capitaux rend intrinsèquement fragile tout système de taux de change stables mais ajustables. Elle en accroît les coûts de fonctionnement, puisqu'elle oblige de façon récurrente certains gouvernements à payer une prime de risque pour défendre les taux de change contre la spéculation. On peut dépasser cette difficulté de deux façons : ou bien en créant une union monétaire pour supprimer tout motif de spéculation sur les changes, ou bien en ne se préoccupant plus du taux de change et en veillant à ce que la politique monétaire ait pour objectif prioritaire et crédible la lutte contre l'inflation, afin de maintenir la confiance. En l'absence d'union monétaire, la réponse la plus efficace contre la spéculation (mais elle n'offrira jamais de protection totale) consiste à mener une politique de monnaie « forte » : la force de la monnaie n'étant pas définie par son taux de change vis-à-vis de l'extérieur, mais par la stabilité de son pouvoir d'achat, c'est-à-dire essentiellement par la capacité de maintenir durablement une inflation faible. Plutôt que tirer sa force de son taux de change, la monnaie la

15. A la Obstfeld (1986).

possède alors de façon intrinsèque et la tient d'une politique économique qui sait être vertueuse par elle-même, sans s'imposer une contrainte extérieure qui l'oblige à la vertu. Dans ce cas, les taux de change peuvent flotter sans grand dommage. La tendance perceptible vers l'indépendance des banques centrales suggère que de nombreux gouvernements perçoivent l'intérêt de poursuivre dans cette voie. L'étape qui reste à franchir est de comprendre que le flottement des changes représente l'aboutissement du processus de construction de la crédibilité non inflationniste, puisqu'il vise à démontrer qu'un pays peut maintenir une inflation faible sans s'imposer la contrainte d'un taux de change fixe par rapport à une monnaie vertueuse de référence. Ce raisonnement suggère aussi que la meilleure transition vers une union monétaire n'est pas le passage par un système de zones-cibles dont les marges de fluctuations sont peu à peu réduites, mais plutôt un processus de convergence de politiques de monnaies « fortes » correspondant à cette définition ¹⁶.

Régionalisation et système monétaire international

Parallèlement au mouvement incontestable de mondialisation, les démarches d'intégration régionale font preuve depuis le début des années quatre-vingt-dix d'un dynamisme marqué. On évoque souvent l'organisation du monde en trois grandes régions : Amérique du Nord, Asie, Europe. On formule à ce titre l'hypothèse d'une gestion tripolaire de l'économie mondiale, avec, en parallèle, un système monétaire international polycentrique autour du dollar, du yen, du mark ¹⁷. Cette partie aborde les fondements politiques des mouvements de régionalisation, puis le lien entre intégration régionale et intégration monétaire et l'hypothèse d'un système monétaire tri-centrique dollar-Ecu-yen.

De la géopolitique à la géoéconomie ?

L'économie internationale est depuis plusieurs décennies ¹⁸, et surtout depuis l'émergence de l'Etat-providence, le siège d'une tension de plus en plus aiguë entre d'une part la mondialisation croissante des économies, et d'autre part la persistance

16. En particulier, pour l'Union européenne, le retour à un SME à marges étroites n'est, d'un point de vue économique, une condition ni nécessaire ni suffisante pour la transition vers l'union monétaire.

17. Triffin (1985) formule cette hypothèse d'évolution du système monétaire international (p. 22) en y ajoutant une zone rouble (tant que la guerre froide aurait duré) et une zone gravitant autour de la Chine.

18. Les débats du XIX^e siècle sur le libre-échange montrent que la tension de l'interdépendance existait bien avant la naissance de l'Etat providence.

d'un cadre politique atomisé en Etats-nations, unités de décision politiques encore incontournables. La mondialisation reflète l'expansion continue du marché, bien au-delà des frontières. Cette tension entre le marché et l'Etat est au cœur de l'économie politique en général, et de l'économie politique internationale en particulier (Gilpin, 1987). Tant le marché que l'Etat apparaissent comme des mécanismes de réconciliation d'intérêts individuels *a priori* divergents : l'un par le rôle des prix relatifs librement établis, l'autre par la réglementation, la centralisation, la redistribution, la monopolisation d'un certain pouvoir économique et monétaire. La coexistence de ces deux modes de réconciliation nourrit les structures réglementaires, sociales, légales de tous les pays industrialisés, qui méritent à ce titre le qualificatif d'économies mixtes de marché. Lorsque le marché s'étend et devient mondial, le mode de régulation qu'il impose prend un caractère extra-territorial par rapport à l'Etat-nation dont le champ de souveraineté est défini par le territoire national. C'est parce que les besoins d'ajustement qu'impose la régulation par un marché dorénavant globalisé ne correspondent pas à ceux qu'imposerait un marché territorialement limité que naît le conflit fondateur de l'économie politique internationale. Protection commerciale, ou taux de change flottants confèrent souvent l'illusion du répit.

Tout cadre négocié de gestion de l'économie mondiale doit résoudre cette tension, c'est-à-dire la rendre supportable, voire l'exploiter pour en tirer les bénéfiques collectifs maximaux. Dans les années trente de ce siècle, la solution retenue a été de tenter de faire mieux correspondre la taille du marché et celle de la nation, en protégeant davantage les frontières et en pratiquant le « nationalisme monétaire »¹⁹. Dans un contexte idéologique très différent, les pays de l'ancien bloc communiste ont aussi été entraînés dans la voie de l'autarcie collective. Ces deux expériences désastreuses ont confirmé que le nationalisme économique – commercial ou monétaire – n'est pas une méthode fructueuse de gestion de l'interdépendance économique internationale. Dès lors se trouve posé le problème de la coopération économique internationale. Doit-elle être institutionnalisée, comme elle l'était dans le système de Bretton Woods ? Doit-elle être au contraire discrétionnaire, comme elle est censée l'être dans le cadre du G7 ? Quelles sont les implications des réponses à ces questions pour la nature et le fonctionnement du système monétaire international ?

Lors de la reconstruction du système international après la Seconde Guerre mondiale, les pères fondateurs de Bretton Woods ont caressé l'idée d'un monde globalement intégré, dans lequel l'interdépendance économique serait telle que toute velléité prédatrice des Etats les uns contre les autres serait découragée²⁰. Le système de l'après-guerre avait donc une ambition universelle. Ce rêve ne s'est cependant pas réalisé, du fait de l'opposition idéologique entre l'Est et l'Ouest qui a abouti à la scission du monde en trois ensembles : un monde développé à économie de marché, un bloc communiste, et des pays en développement (« tiers » monde), souvent enjeux des rivalités d'influence entre l'Est et l'Ouest.

19. Voir les critiques de Hayek (1937) et Robbins (1938).

20. Voir Buchanan & Lutz, (1947). Sur le lien entre politique et économie internationales, voir aussi Jacquet (1992).

En fait, cette scission profonde peut avoir contribué à la stabilité du système économique multilatéral mis en place avec les institutions de Bretton Woods. L'interdépendance économique, en effet, présente un caractère ambivalent : elle est source de conflit, puisqu'elle rend la poursuite des intérêts nationaux tributaires des actions et situations d'autres pays ; mais elle est aussi source de modération, par les liens d'intérêts croisés qu'elle tisse entre pays. Ce que l'entre-deux-guerres a montré, c'est que la modération ne l'emporte pas toujours. En ce sens, le besoin de cohésion politique profonde de l'Alliance atlantique pendant la guerre froide a probablement contribué au maintien et au développement d'un système économique multilatéral, et à la gestion prudente et mesurée des différents conflits économiques, monétaires et commerciaux, qui sont apparus, notamment entre les Etats-Unis et l'Europe²¹. Alors que l'analyse économique s'attachait à démontrer les bénéfices d'un système ouvert et multilatéral, l'analyse politique en imposait l'absolue nécessité. Il y avait une grande cohésion entre l'organisation d'un système monétaire fondé sur l'hégémonie américaine et le rôle tout particulier du dollar, et l'organisation géopolitique fondée sur l'hégémonie militaire des Etats-Unis.

Le déclin de l'hégémonie économique des Etats-Unis, la reconstruction économique réussie en Europe occidentale, la montée du Japon et de l'Asie changent profondément l'ordre politique sous-jacent. Il a fallu la fin de la guerre froide pour révéler ce changement qui avait en fait démarré bien plus tôt : d'une certaine façon, la rupture du système de Bretton Woods, puis la détente Est-Ouest et les conflits économiques transatlantiques des années soixante-dix et quatre-vingt en étaient les signes annonciateurs. Une reconfiguration politique du monde est en cours. Elle n'a pas de raison a priori de ne pas s'appuyer sur les liens anciens, autant par nécessité que par hystérésis, et notamment sur la forte dimension transatlantique des relations internationales de l'après-seconde-guerre mondiale. Celle-ci, cependant, peut être le théâtre de tensions monétaires et commerciales plus virulentes, surtout si l'intégration européenne se poursuit. Mais d'autres dimensions importantes vont apparaître : la dimension trans-pacifique certainement, la dimension trans-européenne très probablement (qui s'accompagne déjà pour l'Europe communautaire d'une crise d'identité), la polarisation de l'Asie autour du Japon, mais aussi de la Chine et de l'Inde à plus long terme peut-être, acteurs qui, comme la Russie, sortent de l'isolement. Les associations à venir seront davantage fondées sur la géographie qui retrouve d'autant plus ses droits que la politique ne constitue plus les mêmes barrières infranchissables.

Le régionalisme, dans ce contexte, peut répondre à des motivations diverses :

- être l'expression plus ou moins forte d'une communauté d'intérêts politico-économiques ;
- relever d'une manœuvre plus diplomatique, visant à garantir l'implantation régionale d'une puissance grande ou moyenne ;
- ancrer de façon irréversible les choix de politique économique à l'intérieur par la contrainte institutionnelle de l'intégration régionale ;

21. Voir par exemple Bergsten (1990) et Mundell (1993).

— ou, plus simplement, exploiter les économies d'échelle et les gains liés à la spécialisation au niveau régional.

La création de l'Union européenne répond depuis la Communauté du traité de Rome au premier cas de figure. L'expérience d'intégration européenne repose sur une forte coopération politique permettant d'accepter les contraintes d'une interdépendance régionale renforcée. L'union apparaît ainsi comme un laboratoire de gestion de l'interdépendance économique. Encore faut-il se souvenir que l'accroissement de cette interdépendance a été voulu par les pères fondateurs de la Communauté pour des raisons liées à la sécurité collective, et pour permettre la réconciliation durable de la France et de l'Allemagne et de leurs alliés respectifs. Le souci d'intégration à l'Union que manifestent les pays d'Europe centrale et orientale relève en partie du quatrième objectif, mais surtout aussi de ce premier motif : ils voient dans l'ancrage à l'Ouest la meilleure garantie de leur sécurité et de leur protection contre un voisin à l'Est encore jugé bien encombrant.

La politique américaine à travers l'accord de libre-échange nord-américain (ALENA) et dans la participation active aux travaux de l'*Asian-Pacific Economic Cooperation* (APEC) semble plutôt relever d'une stratégie de puissance, visant à préserver l'influence et l'accès aux marchés. D'ailleurs, la taille des Etats-Unis ôte toute vraisemblance à l'idée qu'ils cherchent à créer une véritable communauté d'intérêts avec leur petit voisin au Sud. Dans le cas du Mexique, cependant, le souci de limiter les flux migratoires en contribuant au développement de l'économie mexicaine a certainement contribué à l'élaboration des motifs. Il n'est pas exclu, non plus, que cette stratégie américaine n'ait pas accessoirement eu pour but d'envoyer un signal à des Européens (et des Français) peu empressés à satisfaire aux demandes américaines dans le cadre des négociations de l'Uruguay Round. La Chine peut rechercher aussi par sa participation active au sein de l'APEC, au-delà de l'affaiblissement diplomatique de Taiwan, une garantie d'insertion régionale lui ouvrant l'accès aux marchés dynamiques de la zone, et aux investissements en provenance de cette zone.

Dans le cas du Mexique, le troisième objectif semble dominer : la stratégie régionale au sein de l'ALENA, beaucoup plus exigeante que la participation active au GATT, a pour vocation de donner le signal de l'irréversibilité dans ce pays du choix de l'ouverture, de l'ajustement et de la modernisation économiques. L'ouverture aux échanges est utilisée non seulement comme source de bénéfice économique, mais aussi comme contrainte et garante d'une crédibilité retrouvée à grand prix²².

Finalement, le régionalisme est aussi une reconnaissance naturelle de la proximité géographique, enfin révélée dès lors que s'atténue l'éloignement politique. Ce peut être le cas entre l'Amérique et l'Asie, entre pays d'Asie, entre les deux Europe. La proximité géographique est en effet une source naturelle d'approfondissement des échanges, même à une époque où les coûts de transport ne constituent plus

22. On peut y trouver une certaine analogie avec l'adhésion de l'Espagne et du Portugal à la Communauté européenne.

qu'un obstacle secondaire²³ aux échanges. L'approche régionale répond au souci d'exploiter et renforcer une interdépendance économique qui se développe naturellement dans un contexte politique difficile, entre pays aussi profondément divers par les langues, les cultures, les religions, les sociétés que sont les pays d'Asie de l'Est. Tant l'APEC que l'accord de libre-échange, plus concret, passé entre les pays de l'ASEAN (*Association of South-East Asian Nations*), visent à donner un cadre plus formel et structuré aux relations internationales dans la zone.

A ces motivations variées correspondent plusieurs formes très différentes d'intégration régionale, allant du simple cadre diplomatique que constitue l'APEC, à la constitution de zones de libre-échange comme l'ALENA, de marchés communs (comme le *Mercosur*), ou d'union économique et monétaire comme le prévoit le projet européen. Parler de « régionalisation » de l'économie internationale est donc un peu trop simple ou trop vague. Dans un cadre économique mondialisé, se poursuivent plutôt un certain nombre d'expériences de coopération régionale peu comparables les unes avec les autres. Que le monde devienne multipolaire, soit. Il n'est pas pour autant structuré en pôles régionaux homogènes et ne paraît pas prêt de le devenir.

Régionalisation et intégration monétaire

La diversité des expériences régionales se retrouve dans les approches relatives à l'organisation des relations monétaires au sein des différentes zones. L'idée qu'un marché des biens et services intégré à l'échelle régionale implique un fort degré de coopération monétaire, voire une monnaie unique, semble spécifiquement européenne²⁴. Ni dans le cadre de l'ALENA, ni dans celui de l'APEC, ni même dans des sous-ensembles plus restreints comme la zone de libre-échange qu'ont prévu de créer les pays de l'ASEAN, on ne trouve pour l'instant de projet de coopération monétaire et de stabilisation des taux de change. Dès lors, il n'est pas du tout évident qu'une organisation du monde en zones commerciales intégrées, si elle venait à se matérialiser, conduise à une organisation similaire du système monétaire international en zones monétaires correspondant aux zones commerciales.

Pourquoi le libre-échange devrait-il s'accompagner de taux de change fixes ? Cette question fait l'objet d'un débat sans conclusion nette. Dans un monde gouverné par la logique mercantiliste, l'absence de mouvements de taux de change peut en fait alimenter les pressions protectionnistes. L'acceptation de la concurrence internationale suppose la flexibilité des prix et des salaires. Or, dans les économies industrialisées, ceux-ci sont, au moins à court terme, rigides à la baisse. Les modifications de taux de change deviennent légitimes dès lors qu'il s'agit de compenser cette rigidité. En l'absence d'une telle compensation, la concurrence

23. Voir Summers (1991), et *Conjoncture* de Paribas, janvier 1994.

24. Sur le lien entre zones commerciales et zones monétaires, voir la série d'analyses contenues dans *Federal Reserve Bank of Kansas City* (1991).

pourra se traduire par une montée du chômage, conduisant elle-même à des attitudes protectionnistes.

En même temps, les fluctuations des taux de change réels sont assimilables à des barrières aux échanges et constituent donc un frein à l'intégration des marchés des biens et services. En outre, plus les marchés sont intégrés, plus la fixité des taux de change accroît l'utilité de la monnaie. Autrement dit, les avantages microéconomiques de la fixation des taux de change (ou les coûts microéconomiques des fluctuations des changes) s'accroissent avec le degré d'intégration des marchés²⁵. Par ailleurs, les fluctuations des taux de change ouvrent la possibilité d'une gestion de ces taux de change en fonction de l'impératif de compétitivité : l'absence de coopération monétaire peut conduire à des cycles de dépréciations compétitives, visant à exporter chômage et récession aux partenaires commerciaux, qui seront tentés d'en faire autant. Le climat politique en serait détérioré, les pressions protectionnistes s'amplifieraient, et la libéralisation des échanges pourrait être remise en question. Cet argument de nature politique est souvent avancé pour justifier l'objectif de stabilisation des taux de change depuis longtemps retenu par la plupart des pays de l'Union européenne.

La fixité des taux de change n'est donc une condition ni nécessaire ni suffisante au maintien du libre-échange, que ce soit sur le plan économique ou sur le plan politique. D'autres critères doivent entrer en ligne de compte. En ce qui concerne l'analyse économique, la littérature sur les zones monétaires optimales en fournit une approche structurée. Mais les critères politiques sont appelés à jouer un rôle considérable. Plus spécifiquement, la nature du régime de changes compatible avec la libéralisation régionale des échanges dépend du degré d'intégration commerciale et de convergence économique et sociale des pays composant la région. Les pays dont les marchés des biens et services sont très intégrés et qui se ressemblent suffisamment – et l'appréciation est largement subjective – pourront plus facilement percevoir les bénéfices de l'intégration monétaire régionale et en juger les coûts supportables. C'est beaucoup moins probable pour les pays relativement moins ouverts, ou ayant des structures économiques et sociales différentes, et notamment pour les régions comprenant des pays à différents stades du développement économique. Aussi bien l'ALENA que la zone Asie, quelle que soit sa définition, présentent aujourd'hui des divergences telles que la dynamique d'intégration monétaire en semble totalement absente. Avec la coopération régionale, les différences peuvent s'estomper et laisser la place à une convergence propice à la coopération monétaire. Il n'en reste pas moins que les tailles et les rapports de force économiques sont extrêmement variés, à la différence de la situation dans l'Union européenne, et que le poids des Etats-Unis et de la monnaie américaine, tant dans l'ALENA qu'en Asie, semble susceptible de freiner l'apparition de zones monétaires autonomes.

25. Cet argument est développé dans l'analyse des coûts et bénéfices de l'union monétaire européenne par la Commission des Communautés européennes (1990).

En ce qui concerne l'Asie, en particulier, évoquer l'émergence d'une zone yen semble très prématuré. Les économies asiatiques se sont beaucoup tournées vers le marché américain dans les années quatre-vingt et lui doivent largement les succès de leur développement récent. L'intégration commerciale régionale a fait de considérables progrès à la fin de la décennie et au début des années quatre-vingt-dix ; cela corrige la polarisation exclusive vers le marché américain, mais n'en supprime pas la portée. En matière de gestion des taux de change, en particulier, l'évolution des monnaies asiatiques par rapport au dollar restera longtemps au moins aussi pertinente que leur évolution par rapport au yen. Les relations politiques, enfin, au sein de la zone suggèrent que les petits pays chercheront à maintenir des liens étroits avec plusieurs des grandes puissances qui peuvent en faire partie : Japon, Chine, Etats-Unis. De ce point de vue, le Japon n'apparaît certainement pas encore comme le pôle fédérateur d'une région Asie fortement intégrée.

Quel avenir pour le système monétaire international ?

Dans un article commémorant le quarantième anniversaire de Bretton Woods, l'économiste américain Richard Cooper projetait sa vision radicale d'un système monétaire international pour le XXI^e siècle, fondé sur une monnaie commune pour toutes les démocraties industrielles qui serait gérée par une banque d'émission unique chargée de la politique monétaire unique pour tous ces pays (Cooper, 1984). Pour lui, la transition vers cet objectif lointain (qu'il voyait à horizon d'un quart de siècle) serait facilitée si les principaux pays industrialisés – Etats-Unis, Japon, Communauté européenne – apprenaient à donner davantage de poids à la stabilité des taux de change dans l'élaboration et la conduite de leur politique monétaire. Cet apprentissage pourrait provenir de l'adoption formelle d'un système de type zones-cibles (de même que le traité de Maastricht conçoit le SME comme modalité de transition vers l'Union économique et monétaire en Europe), ou, si cela n'était pas possible, d'une concertation poussée sur la politique monétaire, conduisant à une coordination au moins informelle ayant pour objet la gestion collective des taux de change. Cette vision fournit une référence utile à toute réflexion prospective sur l'avenir du système monétaire international, dans le contexte exposé ci-dessus. Elle appelle des commentaires sur le point d'aboutissement – une monnaie unique pour les pays industrialisés démocratiques, ou les principaux d'entre eux – et sur la transition – gestion coordonnée des taux de change.

Le point d'aboutissement est aujourd'hui moins clair que jamais. La fin de la guerre froide annonce le triomphe de la démocratie, tandis que le déclin démographique des vieilles puissances industrielles laisse augurer d'un rééquilibrage de leur poids économique au profit de pays très peuplés et pouvant connaître une

croissance très rapide, comme la Chine ou l'Inde. Il ne fait aucun doute que si ces deux pays-continent réussissent leur transition vers une économie de marché insérée dans les échanges internationaux, ils figureront parmi les acteurs économiques et politiques majeurs dès le prochain siècle. Mais des pays considérés il y a peu encore comme des pays en développement et connaissant une croissance rapide (NPI d'Asie, ou Mexique par exemple) deviennent, eux aussi, des pays industrialisés. Dès lors, l'habitude simplificatrice qui s'était installée de ramener en quelque sorte l'économie mondiale à la « triade » ne pourrait guider la réflexion. Le système international devient multipolaire non pas entre trois pôles que constitueraient les Etats-Unis, le Japon, et l'Europe, mais entre un beaucoup plus grand nombre de pays appelés à jouer un rôle significatif dans les flux de transactions, financières ou réelles, internationales. Cela ne signifie pas que le système international ne puisse converger à terme vers une monnaie unique entre plusieurs de ces pôles, mais cela suggère que des stratégies d'alliances, dans lesquelles le facteur politique pourrait jouer un rôle déterminant, pourraient venir « polluer » la transition et retarder d'autant la convergence en question. Lorsque trois pôles étaient identifiables, la possibilité qu'ils parviennent entre eux à une gestion multilatérale plus systématique de l'économie mondiale paraissait raisonnable et souhaitable, quelles que soient les difficultés pourtant considérables. Mais, pour des raisons diverses, ils n'ont pas saisi cette possibilité. Avec un plus grand nombre d'acteurs, toute gestion multilatérale devient encore plus difficile. En outre, l'intégration de pays importants à l'économie « mondiale » requiert elle-même une transition qui s'accompagnera nécessairement de la redéfinition des intérêts nationaux des principales puissances économiques. De ce point de vue, l'économie internationale est entrée dans une période de grandes fluctuations, et l'on voit mal le système monétaire international se stabiliser dans une forme précise avant quelques décennies. Il restera, selon toute probabilité, un système hybride et multiforme, dans lequel, cependant, les gouvernements devront répondre aux principales forces d'évolution évoquées ci-dessus.

Triangle d'incompatibilité et régime de changes

Le « triangle d'incompatibilité » suggère que la clarification des objectifs doit être l'un des premiers sujets de débat entre nations. Puisque taux fixes, mobilité des capitaux et autonomie des politiques monétaires nationales ne sont pas compatibles, il faut renoncer, au moins en partie, à l'un au moins de ces trois objectifs, alors que l'on peut trouver chacun d'entre eux *a priori* désirable.

On peut penser résoudre la difficulté en choisissant un système hybride, où l'on « rogne » en partie sur chacun des trois objectifs : on peut conserver par exemple la possibilité de recourir à des contrôles temporaires des mouvements de capitaux, ou mettre en place un système de taux de change stables à l'intérieur de bandes de fluctuations plus ou moins larges, dans lequel les parités restent ajustables de façon plus ou moins fréquente ; ou encore s'efforcer de promouvoir la coordination des politiques économiques, notamment monétaires, sur une base discrétionnaire dans

le but de limiter les fluctuations des taux de change. L'avantage essentiel de systèmes de ce type est leur grande souplesse qui devrait être de nature à faciliter leur adoption par un grand nombre de nations différentes, qui attacheront à chacun des trois objectifs mentionnés une importance variable et retrouveront leur intérêt plus aisément au sein d'un système hybride qu'au sein d'un système plus rigide, dans lequel on devrait complètement et systématiquement renoncer à l'un des objectifs. La flexibilité parfaite des taux de change ne sera jamais acceptable politiquement. Dans un contexte de presque parfaite mobilité des capitaux et d'actifs financiers de plus en plus substituables, les mouvements des taux de changes sont sujets à des « sur-ajustements » par rapport au niveau d'équilibre « compatible avec les fondamentaux de l'économie » (Dornbusch, 1976). En fait, il est extrêmement difficile de parvenir à une définition scientifique de ce niveau d'équilibre. Mais l'important est que la perception des différents gouvernements soit celle d'un déséquilibre. Lorsque c'est le cas, la tendance sera d'y réagir, soit en invoquant la coopération internationale, soit en rejetant la responsabilité sur les politiques économiques menées par les autres pays, soit en incriminant le système monétaire international, soit en flirtant avec la tentation protectionniste. Ainsi, l'expérience des taux de change plus ou moins flottants et administrés depuis la fin du système de Bretton Woods suggère que la stabilisation des taux de change restera l'un des objectifs de l'action collective des gouvernements. Toute la question est de savoir comment organiser cette action collective.

Dans les années quatre-vingt, la façon la moins contraignante de mettre en œuvre une telle coopération a semblé être la « coordination des politiques économiques », mise en œuvre au sein du G5 puis du G7²⁶. Sans doute cette coordination a-t-elle permis d'atteindre quelques résultats (Dobson, 1991). En particulier, la concertation des principaux gouvernements sur leurs choix de politiques économiques et leurs rencontres régulières sont de nature à mieux faire prendre en compte l'interdépendance économique internationale dans l'élaboration des politiques économiques nationales ; mais ce processus reste très imparfait, pour une raison politique fondamentale : le choix des politiques économiques nationales est avant tout dicté par des considérations de perception des intérêts nationaux et de politiques intérieures. Quel que soit le discours des gouvernements sur les taux de change, la gestion de ceux-ci ne peut être considérée comme l'objectif principal de la politique économique²⁷. Quand bien même cela serait le cas, cela serait pour des raisons intérieures, bien plus probablement que pour des soucis de gestion collective des taux de change.

L'expérience du système monétaire européen de 1979 à 1992, cependant, montre qu'il est possible de parvenir à stabiliser les taux de change entre plusieurs pays importants, tout en gérant collectivement l'ajustement des parités centrales en

26. Pour un récit détaillé de la mise en place de cette coordination, voir Funabashi (1988). Sur le concept de coordination, voir Cooper (1985). Pour un bilan, voir Dobson (1991).

27. Même quand il le devient, comme cela a pu être le cas pour la France depuis la seconde moitié des années quatre-vingt, ce choix d'objectif n'est pas toujours jugé crédible par les investisseurs privés : au moins est-ce une interprétation que l'on peut donner des accès de faiblesse spéculative du franc à partir de septembre 1992.

fonction des différentiels d'inflation. Mais il faut se garder de toute généralisation hâtive de cette expérience, pour un certain nombre de raisons. Premièrement, la coopération monétaire en Europe a souvent été considérée comme l'un des moteurs possibles de l'intégration politique de la Communauté, et d'une dynamique d'intégration qu'il ne fallait pas laisser s'essouffler. Elle avait donc le rôle d'instrument d'intégration, peut-être autant que d'objectif d'intégration. Ce rôle n'est pas transposable en dehors de l'expérience communautaire. Deuxièmement, la Communauté européenne a été créée pendant la période de Bretton Woods, dans un contexte de taux de changes stables ; la détérioration de cet environnement dès les années soixante a rendu la gestion communautaire plus difficile, notamment en ce qui concerne le fonctionnement de la politique agricole commune (PAC), et a naturellement conduit les pays membres à rechercher une coopération monétaire plus étroite. Troisièmement, l'apprentissage a été long : le serpent monétaire européen des années soixante-dix entérinait l'objectif partagé par les pays membres de stabiliser les taux de change ; mais ils n'avaient pas pris conscience, semble-t-il, des implications en matière de politique économique. Dans un contexte de chocs importants – rupture du système de Bretton Woods, chocs pétroliers, stagflation –, les pays membres n'ont pu résister à la tentation de faire cavalier seul et de faire passer l'objectif de stabilité des taux de change au second plan. Quatrièmement, le succès initial du SME doit beaucoup à une volonté politique forte, relayée tant par la Commission et son président Roy Jenkins que par le président français et le chancelier allemand, dans un environnement favorable à l'ancrage au deutsche mark des monnaies plus faibles²⁸ (Kruse, 1980 ; Ludlow, 1982). Cinquièmement, le fonctionnement du SME, d'abord consolidé par l'existence de contrôles des capitaux, a reposé sur la concurrence entre les monnaies et la convergence vers la politique allemande beaucoup plus que sur l'idée de la coopération et de la coordination des politiques économiques : c'est d'ailleurs ce qui en a fait le succès en matière de lutte contre l'inflation. Enfin, la crise qui a démarré en septembre 1992, aboutissant à l'élargissement des marges de fluctuation autour des parités centrales à plus ou moins 15 %, a démontré que la volonté politique ne suffisait pas à résoudre le triangle d'incompatibilité, et qu'elle avait du mal à faire la preuve de sa crédibilité.

Cette expérience fait douter de la possibilité de mettre en œuvre de façon crédible entre les principaux pays un système hybride du type des systèmes dits de « zones-cibles »²⁹, dont l'avantage serait de promouvoir une plus grande stabilité des taux de change dans le monde. Même un tel système impose un certain nombre de renoncements aux pays-membres, en particulier sur la latitude dont ils disposent pour élaborer leur politique économique. Par exemple, l'expérience de la politique américaine du début des années quatre-vingt aurait été difficilement envisageable au sein d'une zone-cible. La stabilité des changes impose nécessairement que les gouvernements (au moins tous sauf un qui peut garder son autonomie) subordon-

28. Les pays à monnaie plus faible y voyaient un instrument de lutte contre l'inflation, tandis que les industriels allemands, qui s'estimaient pénalisés par la tendance à l'appréciation du mark, y voyaient la possibilité de limiter cette tendance.

29. Comme celui proposé par John Williamson, voir par exemple Williamson (1983).

nent en partie leur politique économique au maintien de l'objectif de change. Cela peut se produire selon deux cas de figure : ou bien par la convergence des politiques économiques vers celle de l'un des pays membres, ou bien par la détermination conjointe de la politique monétaire de la zone. Aucune de ces conditions ne semble en passe de devoir être réalisée, du moins en ce qui concerne les Etats-Unis, l'Allemagne, et le Japon. La volonté de réformer le système monétaire international dans cette direction se heurte donc pour l'instant au fait que l'instabilité des taux de changes ne paraît pas suffisamment coûteuse pour que les principaux pays soient prêts à sacrifier une parcelle non négligeable de leur autonomie en matière de politique économique, au-delà d'incantations récurrentes sur l'objectif partagé de stabilisation des taux de change.

L'adoption d'un système de zones cibles ne saurait cependant être exclue, en dépit de son imperfection politique fondamentale, justement parce qu'elle fournit une solution incomplète, et donc plus acceptable car moins coûteuse en termes de souveraineté. Elle aurait le mérite de signaler aux investisseurs l'existence d'un accord politique sur le niveau des taux de change jugés acceptables – à un moment donné – par les principaux protagonistes. N'est-ce pas là la meilleure définition des taux de change d'équilibre ? Ce signal écarterait sans doute temporairement la spéculation déstabilisatrice et contribuerait à renforcer au contraire les flux spéculatifs stabilisateurs, rappelant la monnaie vers la parité centrale lorsqu'elle s'en écarte. Ce système pourrait être renforcé par un politique d'interventions conjointes des banques centrales visant à convaincre de la volonté politique de faire fonctionner la zone-cible. Lorsqu'elles ont pour fonction d'influencer les anticipations des investisseurs, les interventions, même stérilisées, peuvent être efficaces (Dominquez & Frankel, 1993). La difficulté essentielle viendrait de la gestion de ce système dans le temps : il faudrait faire évoluer les zones-cibles d'un commun accord lorsque les perceptions politiques et les réalités économiques évoluent. Il est difficile de faire confiance aux gouvernements pour savoir, ensemble qui plus est, prévoir à temps les évolutions nécessaires et réajuster à temps les parités de référence. D'ailleurs, sauraient-ils le faire à temps que les investisseurs s'en rendraient compte, et seraient amenés à anticiper les réajustements encore plus rapidement. Si les zones-cibles sont étroites, on pourrait donc s'attendre à vivre des crises spéculatives récurrentes, comme le suggère d'ailleurs l'expérience du SME depuis septembre 1992. Si les zones-cibles sont larges, le système aurait les inconvénients du flottement.

Quelques repères d'évolution

Un nouveau « Bretton Woods » à l'échelle mondiale paraît tout à fait prématuré tant que les principaux pays ne sont pas davantage prêts à partager la souveraineté économique et monétaire. Dès lors, le système monétaire international semble appelé à perdurer tel que nous le connaissons, avec quelques ajouts à l'occasion : par exemple, l'adoption d'un système de zones-cibles d'ampleur assez large, destiné à limiter les fluctuations des monnaies principales, sans être probable, reste

possible. Mais en tant que telle, elle ne permettra pas de résoudre ce dilemme central entre interdépendance économique et atomisation politique évoqué plus haut. Le point essentiel est que toute règle prend son importance lorsqu'elle devient contraignante. Or des pays souverains ne sont pas susceptibles d'accepter systématiquement la contrainte qu'impose une règle même librement adoptée.

En fait, le débat sur le système monétaire international est largement biaisé vers une approche consistant à rechercher les règles les mieux à même de satisfaire les différents pays. Cette approche, dans le contexte actuel, semble stérile dans la mesure où, justement, on n'imagine pas que les principaux pays acceptent à l'échelle mondiale des règles contraignant leur politique économique et leur souveraineté nationale. Dès lors, dans les faits, l'attention se portera naturellement sur la recherche de la meilleure façon d'exercer la souveraineté nationale, notamment en matière monétaire, compte tenu des caractéristiques que présente le système monétaire international actuel : taux de change flottants entre les principales monnaies et libre mobilité des capitaux. Dans le débat récurrent entre règles et discrétion appliqué au système monétaire international, il s'agit simplement de faire valoir que les grands pays ne sont pas prêts à mettre en œuvre un nouveau système de règles contraignantes, et que, dès lors, la question qui se pose est d'exercer le mieux possible la discrétion.

La première approche, tentée au niveau international, est la coordination discrétionnaire des politiques économiques. Ses fondements politiques sont incertains (voir plus haut), elle suppose un degré de compréhension des mécanismes des politiques économiques très supérieur à ce que l'on en connaît et une communauté de vues sur le fonctionnement des économies qui n'existe ni entre économistes ni entre gouvernants. Par ailleurs, les objectifs d'une telle coordination restent incertains : s'agit-il de favoriser la désinflation, la croissance, la stabilité des taux de changes, l'ajustement des paiements courants ? Les gouvernements participant à l'exercice sont chacun susceptibles d'avoir à cet égard leur propre objectif ou leur propre pondération entre ces objectifs possibles. On est tenté de conclure que la concertation est utile, mais la coordination futile.

La seconde approche consiste à abandonner de fait la souveraineté monétaire : c'est le choix que peuvent faire des pays petits ou moyens luttant contre l'inflation et ancrant leur monnaie à une monnaie externe plus stable que la leur. Un grand nombre de pays ont adopté une politique de ce type dans les années quatre-vingt et au début des années quatre-vingt-dix. Ce fut le cas, à des degrés divers, de la plupart des pays européens au sein du SME, utilisant un taux de change stable avec le deutsche mark comme signal et instrument de désinflation. C'est aussi le cas de pays en développement latino-américains adoptant soit un taux de change fixe, soit une parité glissante qui maintient une certaine surévaluation réelle de la monnaie. C'est le cas aussi de certains pays en transition (par exemple l'Estonie, qui a ancré sa monnaie au mark allemand depuis 1992 et n'a pas dévalué depuis). Cette approche, cependant, atteint aussi ses limites. Reposant sur la surévaluation de la monnaie nationale, elle engage avec les investisseurs privés une bataille de crédibilité dont elle sort, tôt ou tard, fragilisée. Le problème est toujours de savoir quand

abandonner l'instrument du taux de change fixe avant qu'il ne devienne un objectif intenable.

La troisième approche vise à partager la souveraineté monétaire pour l'exercer en commun à l'échelle régionale. Seule l'Union européenne est à même aujourd'hui de tenter une telle approche, avec des difficultés considérables en dépit de l'existence d'un traité signé et ratifié. En revanche, l'environnement politique des autres expériences d'intégration régionale en rend l'extension à ces autres régions encore très improbable.

La quatrième approche, la plus prometteuse, consiste à exercer pleinement sa souveraineté monétaire dans un sens bien précis, en lui donnant l'objectif d'une inflation durablement faible. Cette approche consiste donc à se préoccuper de sa propre monnaie avant de se préoccuper de son taux de change. C'est la politique de « monnaie forte » définie ci-dessus. L'ambiguïté vient du fait que les gouvernements peuvent être amenés à utiliser le taux de change afin d'améliorer la qualité de leur monnaie en favorisant la désinflation et risquent de confondre l'instrument et l'objectif. Les réactions des investisseurs privés se chargeront en général de tirer la sonnette d'alarme, qui sera plus ou moins entendue. Mais c'est là peut-être l'évolution la plus forte du système monétaire international, l'aboutissement, en quelque sorte, de l'apprentissage du système de taux de change flottants : une « dépolitisation » croissante de la monnaie, confiée à des banques centrales indépendantes ayant pour mission de garantir le pouvoir d'achat de la monnaie, c'est-à-dire *in fine* de combattre l'inflation.

La combinaison de cette tendance, si elle continue de se matérialiser, et de l'union monétaire européenne, si elle voit le jour comme le prévoit le traité de Maastricht, modifierait très sensiblement la configuration du système monétaire international, en portant la concurrence au dollar. A la fin du XX^e siècle, le dollar a certes perdu son hégémonie de l'après-seconde guerre mondiale. Mais il reste de loin la seule véritable monnaie internationale, et cette position de monopole donne une latitude de gestion considérable aux autorités monétaires américaines, qui n'ont pas autant que d'autres à se préoccuper de la « qualité » de leur monnaie. La croissance des échanges régionaux n'affaiblira que lentement cette domination, d'autant plus qu'au sein de certaines régions, le dollar semble appelé à conserver une place importante dans la dénomination des échanges (zone Asie-Pacifique, par exemple). En revanche, l'émergence de l'Ecu comme monnaie unique européenne, fondée sur un grand marché des biens et services et un vaste marché financier, créera une seconde monnaie internationale, aux côtés du dollar, et ouvrira la concurrence entre les deux. C'est peut-être de cette concurrence entre les monnaies et les politiques économiques, et des risques de spéculation déstabilisatrice qu'elle entraîne, que peut naître l'élan vers davantage de coopération monétaire entre les principaux pays industrialisés, et, qui sait, à terme, une monnaie unique partagée par un grand nombre de pays.

Références

- Bergsten C. F. (1990), « The World Economy After the Cold War », *Foreign Affairs*, vol. 69, n° 3, été.
- Bourguinat H. (1987), *Les vertiges de la finance internationale*, Economica, Paris.
- Brender A., P. Gaye & V. Kessler (1986), *L'après-dollar. Analyse et simulation du système multi-devises*. Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII), Economica, Paris.
- Bryant R. C. (1987), *International Financial Intermediation*, The Brookings Institution, Washington DC.
- Buchanan N. S. & F. A. Lutz (1947), *Rebuilding the World Economy. America's Role in Foreign Trade and Investment*, The Twentieth Century Fund, New York.
- Cohen D. (1994), *Les infortunes de la prospérité*, Julliard.
- Commission des Communautés européennes, direction générale des affaires économiques et financières (1990), « Marché unique, monnaie unique. Une évaluation des avantages et des coûts potentiels de la création d'une union économique et monétaire » *Economie européenne*, n° 44, octobre.
- Cooper R. N. (1984), « A Monetary System for the Future », *Foreign Affairs*, 63, n° 1 (automne), pp. 166-184. Repris dans Cooper (1987), *The International Monetary System. Essays in World Economics*, The MIT Press, Cambridge, Mass., (chapitre 13).
- Cooper R. N. (1985), « Economic Interdependence and Coordination of Economic Policies », dans R. W. Jones & P. B. Kenen (eds.), *Handbook of International Economics*, vol. 2 (chap. 23), North Holland, Amsterdam.
- Dobson W. (1991), « Economic Policy Coordination : Requiem or Prologue ? », *Institute for International economicis, Policy Analyses in International Economics* 30, Washington DC.
- Dominguez K. M. & J. A. Frankel (1993), *Does Foreign Exchange Intervention Work ?*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Dornbusch R. (1976), « Expectations and Exchange Rate Dynamics », *Journal of Political Economy*, 84 (6), pp. 1161-76.
- The Economist (1992), *Survey on the World Economy : « Fear of Finance »* (report by Clive Crook), 12 septembre.
- Eichengreen B. & C. Wyplosz (1993), « The Unstable EMS », *Brookings Papers on Economic Activity* (pp. 51-144), n° 1, Brookings Institution, Washington, DC.
- Federal Reserve Bank of Kansas City (1991), *Policy Implications of Trade and Currency Zones. A Symposium Sponsored By The Federal Reserve Bank of Kansas City*, Jackson Hole, Wyoming.
- Funabashi Y. (1988), *Managing the Dollar : From the Plaza to the Louvre*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Gilpin R. (1987), *The Political Economy of International Relations*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Group of Ten (1993), *International Capital Movements and Foreign Exchange Markets. A Report to the Ministers and Governors by the Group of Deputies*, texte ronéoté, Rome.
- Hayek F. A. von (1937), *Monetary Nationalism and International Stability*, Publications of the Graduate Institute of International Studies, Geneva, N° 18.
- Jacquet P. (1992), « From Coexistence to Interdependence », *Survival*, revue de l'International Institute for Strategic Studies (IISS), Londres, printemps.
- Kruse D.C. (1980), *Monetary Integration in Western Europe : EMU, EMS and Beyond*, Butterworths, Londres.
- Ludlow P. (1982), *The Making of the European Monetary System. A Case Study of the Politics of the European Community*, Butterworths, Londres.

- Mundell R. A. (1991), « The Great Exchange Rate Controversy : Trade Balances and the International Monetary System », in C. F. Bergsten (ed.), *International Adjustment and Financing. The Lessons of 1985-1991*, Institute for International Economics, Washington DC (pp. 189-238).
- Mundell R. A. (1993), « EMU and the International Monetary System », dans Center for European Policy Research (CEPR), *The Monetary Future of Europe*, actes de la conférence organisée par le CEPR et Banco Pastor les 11-12 décembre 1992 à La Coruna, CEPR, Londres.
- Nicolas F. (1992), « Financial Globalization, Multinational Corporations and Exchange Rates. The Questionable Need for a Reform of the International Exchange Rate System », *Tokyo Club Papers* n° 5, Tokyo Club Foundation for Global Studies, Tokyo.
- Obstfeld M. (1986), « Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises », *American Economic Review* 76 (1), pp. 72-81.
- Padoa-Schioppa T. (1988), « The European Monetary System : A Long-Term View », dans F. Giavazzi, S. Micossi & M. Miller (eds.), *The European Monetary System*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Robbins L. (1938), *L'économie planifiée et l'ordre international* (traduit de l'anglais), Librairie de Médicis, Paris.
- Sachwald F. (1994), *Les défis de la mondialisation. Innovation et concurrence*, collection « Travaux et recherches de l'IFRI », Masson, Paris.
- Summers L. H. (1991), « Regionalism and the World Trading System », dans *Federal Reserve Bank of Kansas City* (1991, pp. 295-302).
- Tobin J. (1978) « A Proposal for International Monetary Reform », *The Eastern Economic Journal*, juillet-octobre (pp. 153-159) ; repris dans *Essays in Economics, Theory and Policy*, The MIT Press, Cambridge, Mass., 1982.
- Triffin R. (1985), « The International Accounts of the United States and their Impact upon the Rest of the World », *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, n° 152 (mars), pp. 15-30, Rome.
- Williamson J. (1983), « The Exchange Rate System », Institute for International Economics, *Policy Analyses in International Economics*, 5, Washington DC.

