

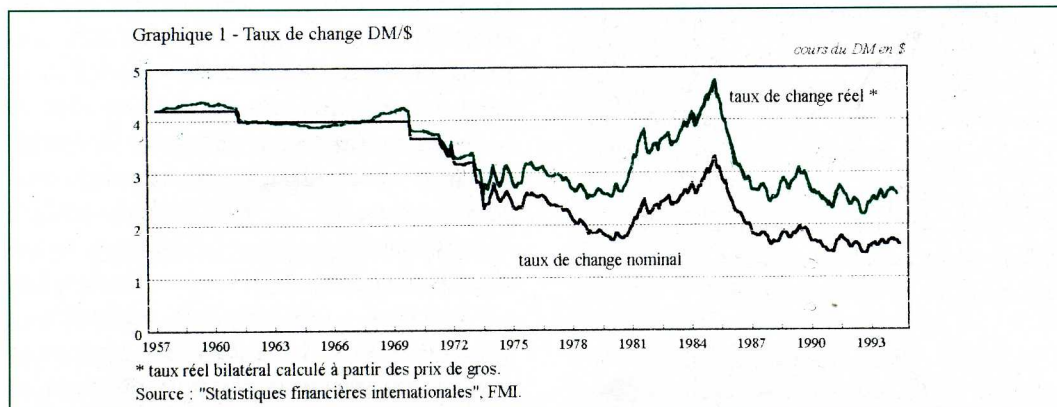
QUE PEUT-ON ATTENDRE DU SYSTEME MONÉTAIRE INTERNATIONAL ?

La réforme du système monétaire international est un serpent de mer. Mais si plus personne n'envisage de retourner aux changes fixes, cela ne signifie pas qu'il faille renoncer à toute perspective d'évolution : le régime institué par les accords de Bretton Woods a finalement fait preuve d'une grande adaptabilité aux mutations qui ont affecté l'économie mondiale¹ ; plus récemment, les désordres associés aux fluctuations du dollar ont rappelé aux gouvernants que le système monétaire international est un bien public dont la conservation exige le respect d'un minimum de règles. Mais pour être efficace et répondre aux problèmes centraux des dix ou vingt prochaines années, la gestion monétaire internationale devra tirer les leçons de la libéralisation financière, prendre appui sur la régionalisation monétaire qui se dessine, et faire place aux questions posées par les pays émergents. Cela devrait conduire à privilégier une coordination au niveau des objectifs monétaires, à donner priorité à la recherche de règles stables plutôt qu'à des actions discrétionnaires, et à réactiver le concept de surveillance multilatérale pour l'appliquer aux politiques de change des pays émergents.

■ Les coûts d'un système défectueux

Le mauvais fonctionnement d'un système monétaire se traduit soit par un excès de contraintes sur les politiques économiques nationales, soit, au contraire, par un défaut d'incitations à la discipline. Le fonctionnement actuel du SMI se situe dans le deuxième cas. Il autorise une grande autonomie dans les politiques économiques nationales qui peuvent

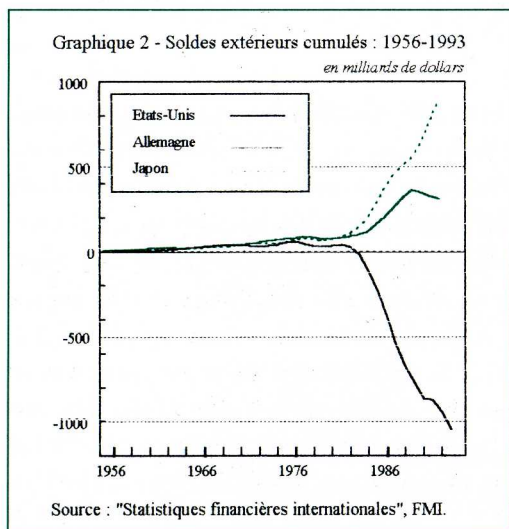
s'avérer contradictoires. Dans un environnement de finance libéralisée, les marchés répercutent et amplifient cette incertitude sur les politiques suivies. Les mouvements de taux de change nominaux qui en découlent, amples et imprévisibles, n'ont aucune raison de compenser les variations de prix relatifs. Il en résulte des distorsions durables de taux de change réels. A



¹ B. Eichengreen & P. Kenen, "L'organisation de l'économie internationale depuis Bretton Woods : un panorama", *Economie internationale* n°59, 3^{ème} trimestre 1994, la Documentation française.

cet égard, les changes flexibles ont été plus une source de déséquilibres que d'ajustement (graphiques 1 et 2).

La forte instabilité des taux de change nominaux et réels (graphique 3) a des conséquences ambiguës sur les flux commerciaux. Mais ses effets s'exercent dans la durée sur les choix d'investissement et donc sur l'allocation des ressources et la croissance mondiale. A cet égard, les avantages dus à la libéralisation des mouvements de capitaux (encadré) sont partiellement contrebalancés par l'incertitude accrue sur les taux de conversion.



2

Quelle est l'ampleur des mouvements internationaux de capitaux ?*

Le volume quotidien des transactions de change, de l'ordre de 900 milliards de dollars par jour en 1992, dissimule des flux de financements beaucoup plus modestes. Ainsi, les transactions sur titres entre résidents et non résidents atteignent seulement, pour six pays du G7, 90 milliards par jour en 1993. Les flux enregistrés dans les balances des paiements sont nettement plus faibles : les sorties brutes de fonds des grands pays industriels, hors transactions officielles et opérations bancaires à court terme, se limitent à 850 milliards de dollars pour l'année 1993 ; enfin, la somme des déficits extérieurs courants mondiaux, qui représente les financements mondiaux nets, est inférieure à 300 milliards de dollars pour 1992**.

* Source des chiffres : rapport annuel de la BRI, 1994.

** Source : CEPII, base de données Chelem.

Ainsi, les politiques économiques discordantes et les réactions des marchés qui doutent de la validité des objectifs affichés par les autorités monétaires créent des externalités négatives et sapent les fondements d'un SMI dont la raison d'être est d'empêcher les équilibres inefficients et d'endiguer les dynamiques déséquilibrantes. Pour que le SMI préserve une stabilité dynamique satisfaisante, les gouvernements doivent être convaincus que c'est un objectif à poursuivre pour lui-même. Contribuer à produire ce bien public, c'est accepter de se conformer à des principes d'action collective pour tenter de concilier la stabilité globale et les besoins de flexibilité des économies nationales.

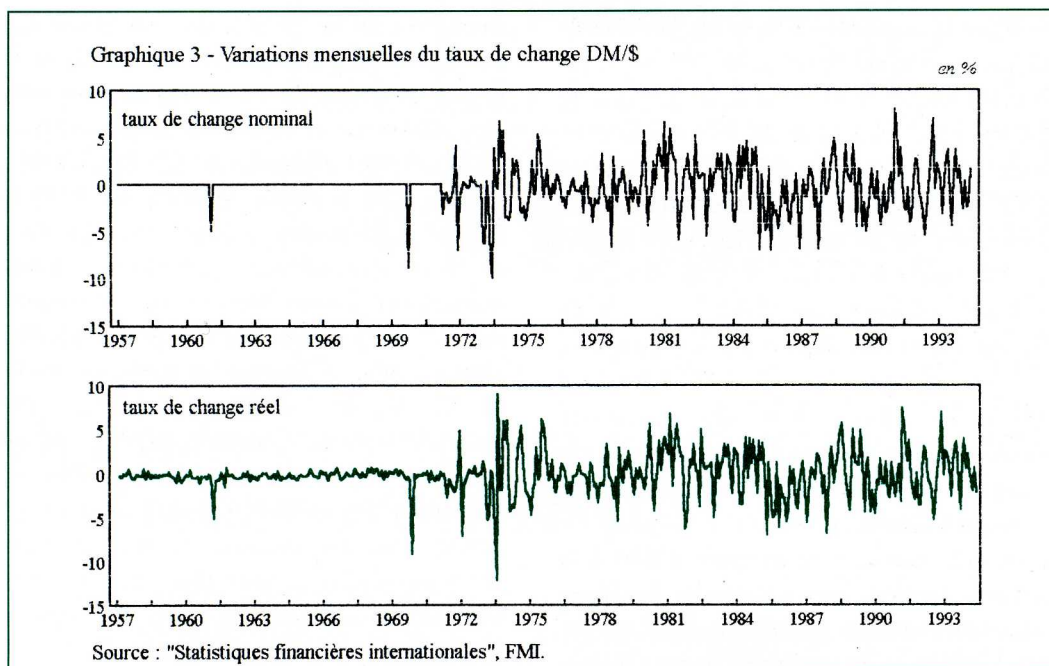
Les principes de la stabilité monétaire internationale

Les régimes monétaires internationaux qui ont été capables de durer ont établi un compromis entre trois impératifs : la capacité d'effectuer des ajustements de prix relatifs, l'adhésion à des règles monétaires robustes et bien comprises des marchés, l'aptitude à contenir les attaques spéculatives.

La capacité de réaliser des ajustements de prix relatifs permet d'absorber les chocs asymétriques sans faire porter l'ajustement sur l'emploi. Entre des pays qui attachent du prix à l'autonomie des politiques économiques, où les rigidités nominales persistent, et où les structures des prix relatifs internes sont liées à des arbitrages délicats dans la répartition des revenus, la flexibilité des changes est avantageuse. Cela ne condamne pas les tentatives d'intégration monétaire poussée, qui

Un "bon" SMI est un compromis

reposent sur la mise en commun de la politique monétaire et impliquent l'acceptation d'une plus grande flexibilité des prix et des salaires. Cela ne condamne pas non plus les ancrages plus ou moins stricts des taux de change sur des parités affichées ou occultes, car ces arrangements réduisent l'instabilité des taux de change. Mais ils doivent contenir des clauses d'exception. Celles-ci permettent de modifier les taux de change en cas de chocs exceptionnels et repérables en dehors du marché des changes, sans remettre en cause les engagements des gouvernements en faveur de la stabilité des parités.



L'adhésion à des règles monétaires robustes est une garantie que l'autonomie des politiques économiques et l'usage éventuel de clauses d'exception ne seront pas l'occasion de comportements non-coopératifs, et ne conduiront pas à l'abandon de la stabilité. Cette discipline peut prendre différentes formes, pourvu qu'elle conduise à poursuivre des politiques monétaires compatibles et exprimant le même souci de préserver la valeur de la monnaie.

L'aptitude à contenir les attaques spéculatives et les chocs purement financiers permet de soutenir la robustesse des règles monétaires. La mise en oeuvre de dispositifs de défense entre des pays qui reconnaissent mutuellement la qualité de leur adhésion à ces règles est une assurance collective qui passe par des interventions de soutien des monnaies attaquées. Elles peuvent être assorties d'une conditionnalité destinée à minimiser l'aléa moral, qui peut être mise en oeuvre par des engagements réciproques entre banques centrales ou par la médiation d'une instance supranationale. Un arbitrage réussi entre ces trois critères est le gage d'un "bon" SMI, dont on voit par là-même qu'il n'a pas de forme préétablie. Plusieurs configurations sont viables, que l'on peut caractériser selon deux coordonnées : le partage des obligations entre les pays participants (le degré de symétrie du système), et le plus ou moins grand automatisme des réponses de politique économique aux contraintes monétaires externes (le degré de co-responsabilité). Ainsi a-t-on connu des systèmes symétriques et automatiques (l'étalon-or), et d'autres à

fonctionnement asymétrique et dépourvus d'automatismes (les changes flottants après 1973). La pratique montre cependant que les régimes intermédiaires sont plus viables que les régimes purs. La prédictibilité des actions publiques est accrue par des règles de change strictes. Mais leur rigidité fait peser les ajustements sur les variables internes et met en doute leur capacité à résorber des divergences réelles importantes. A l'opposé, la souplesse des ajustements est améliorée par les changes flexibles purs². Mais l'instabilité monétaire peut alors être très forte, au point de présenter une menace pour la pérennité du système lui-même.

■ Les voies de l'évolution

Si l'on cherche à distinguer, à la lumière de ce qui précède, les éléments susceptibles d'assurer un minimum de stabilité au SMI dans les dix ou vingt prochaines années, la prise en compte de trois tendances s'impose prioritairement : la généralisation de la libéralisation des marchés des capitaux, le développement de coopérations monétaires régionales, la poussée des économies émergentes.

La libéralisation financière a rendu illusoire toute prétention à résister à une attaque frontale des marchés. Comme l'ont montré la crise du SME et l'issue qu'elle a trouvée, il faut éviter de faire reposer la crédibilité des autorités sur des variables, comme les taux de change, qui échappent à leur contrôle. Cela invite à

² M. Aglietta & P. Deusy-Fournier, "Internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire", *Economie internationale*, op. cit.

privilégier la coordination en amont des taux de change, au niveau des objectifs de politique monétaire que se fixent des banques centrales de plus en plus indépendantes. Il s'agit d'un changement profond par rapport à l'orientation du G7 qui, depuis 1985, a donné priorité à la coordination par les taux de change, en laissant dans l'ambiguïté la question de l'autonomie des politiques économiques. Mais force est de constater que la coordination par le pilotage des taux de change n'a eu d'efficacité que ponctuelle³. Mieux vaut donc dissocier coordination des politiques monétaires et mise en oeuvre d'une défense conjointe contre les attaques spéculatives.

La seconde mutation importante a trait à la constitution, sur base régionale, de zones monétaires explicites ou implicites⁴. Vingt ans après l'éclatement du système de Bretton Woods, le rattachement formel ou de fait à une grande monnaie est bien plus fréquent que l'indépendance⁵. Les conséquences d'une telle évolution sur la gestion du système sont doubles.

*Il faut faire place aux
économies émergentes*

En premier lieu, la rigidification des changes intrarégionaux peut avoir pour effet de rendre nécessaire un accroissement de la volatilité des changes interrégionaux⁶. En second lieu, le développement de coopérations monétaires institutionnalisées sur une base régionale, comme envisagé en Europe dans le cadre de l'UEM, devrait conduire les pays industriels à s'orienter vers la définition de règles stables plutôt que sur une coordination discrétionnaire que la

multiplicité des niveaux de décision (régionaux, nationaux ou supranationaux) rend difficile.

La troisième mutation est externe au groupe des pays industriels : il s'agit de la montée des pays émergents, qui représentent déjà 15% du PIB mondial (26% aux taux de change de PPA) et 16% des exportations mondiales⁷. Si les questions de discordances des politiques macro-économiques relèvent encore principalement du seul G7, les politiques de change des pays en développement et des pays en transition jouent un rôle déterminant dans la fixation d'une variable d'importance cardinale, le prix relatif du travail entre économies industrielles et économies émergentes. Les réflexions et les interventions des organisations internationales ont jusqu'à présent privilégié la dimension nationale des politiques de change des pays en développement. Il importe maintenant, dans le cadre du FMI, de réactiver le concept de surveillance multilatérale des politiques de change pour l'appliquer à la compétition entre pays émergents, et à la gestion de leurs relations avec les pays industriels.

*Michel Aglietta
Agnès Bénassy
Pierre Deusy-Fournier
Jean Pisani-Ferry*

VIENT DE PARAÎTRE
ÉCONOMIE
INTERNATIONALE
LA REVUE DU CEPII

"Cinquante ans après Bretton Woods"

n°59, 3^{ème} trimestre 1994, 247 p., 100 Frs
La Documentation française

³ Table ronde "La coordination depuis l'accord du Plaza", *Economie internationale*, op. cit.

⁴A. Bénassy & P. Deusy-Fournier, "La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973", *Economie internationale*, op. cit.

⁵ C'est en Europe que la coopération est la plus avancée. La régionalisation l'est moins en Amérique, quoique les volatilités relatives des monnaies indiquent sans ambiguïté que le dollar canadien ou le peso mexicain appartiennent à la zone dollar. Elle n'est pas aujourd'hui discernable en Asie, où le Japon est isolé au sein d'une zone Pacifique dominée par le dollar, mais il n'est pas certain que cette situation perdure.

⁶ C'est particulièrement vrai lorsque le taux de change répond au solde extérieur : du fait que les Etats-Unis effectuent 48% de leur commerce extérieur avec la zone dollar, la variation des changes bilatéraux dollar-mark et dollar-yen nécessaire pour induire une variation de 10% du taux de change effectif du dollar est de l'ordre de 19%.

⁷ Source : CEPII, base de données Chelem.

<p>LA LETTRE DU CEPII</p> <p>RÉDACTION Centre d'études prospectives et d'informations internationales, 9, rue Georges-Pitard 75015 Paris. Tél. 33 (1) 48 42 64 64 Fax : 33 (1) 48 42 59 12</p>	<p>DIRECTEUR DE LA PUBLICATION Jean Pisani-Ferry</p> <p>RÉDACTEUR EN CHEF Jean Pisani-Ferry</p> <p>CONCEPTION GRAPHIQUE Pierre Dusser</p> <p>RÉALISATION Annick Hutteau</p> <p>DIFFUSION La Documentation française.</p>	<p>ABONNEMENT (11 numéros) France 275 F Europe 330 F Hors Europe 370 F (envoi par avion)</p> <p>Commande adressée à : La Documentation française, 124, rue Henri Barbusse 93308 Aubervilliers Cedex.</p>	<p>ISSN 0243-1947 CCP n° 1462 AD 3^{ème} trimestre 1994 Juillet-Août 1994 Imp. SNLIR-IVRY Imprimé en France.</p> <p>Cette lettre est publiée sous la responsabilité de la direction du CEPII. Les opinions qui y sont exprimées sont celles des auteurs.</p>
---	--	--	--