

André de Lattre - Eugene White

QUELS ENSEIGNEMENTS TIRER DE LA FIN DU RÉGIME DES CHANGES FIXES DE BRETTON WOODS (1960-1971) ?

REF : Avec le recul, on a un peu l'impression que plus qu'un différend il y a eu un malentendu franco-américain quant au fonctionnement du système monétaire issu de Bretton Woods. En effet, à l'époque, les deux parties étaient en faveur de taux de change fixes. Elles avaient la même conception de ce qu'était, ou de ce que devait être, le système de Bretton Woods. La première question est la suivante comment s'explique l'opposition entre la France et les Etats-Unis après 1960 ? Quel rôle ont joué le climat général politique, la défense étroite par chacun de ses intérêts, et la simple incompréhension ? Je me tourne vers vous, parce que vous avez vécu certains moments cruciaux de la période qui nous intéresse. Il y a une phrase que j'ai trouvée chez Paul Volcker¹, qui dit que vous avez suscité l'ire du général de Gaulle, parce que...

DE LATTRE : « Parce que j'étais trop ami avec les Américains... » Nous pourrions évoquer cet aspect des choses, un peu anecdotique. Mais il convient de ramener le débat sur la notion de taux de change fixes. C'est effectivement un point important, mais ce n'est pas le seul dans l'histoire de Bretton Woods. Les taux de change fixes, c'est une époque de l'histoire. Et si l'on est passé à des taux de change flottants, ce n'est pas par suite d'une divergence d'opinion entre la France et les Etats-Unis, c'est par suite du changement de l'état du monde. Et donc l'important, c'est de préserver la coopération internationale même dans le cadre des changes flottants et tout au moins entre les grandes monnaies.

Il me semble qu'au-delà de l'opposition entre d'un côté les thèses soutenues par les Américains et de l'autre celles défendues par certains Européens, dans les rangs desquels la France se trouvait, il y a deux types de questions qui constituent le sujet de notre débat. La première est la question des taux de

¹ Paul Volcker et Toyoo Gyobten : « Changing Fortunes », Times Books 1992.

change fixes ou flottants. Peut-on encore aujourd'hui souhaiter un retour à des taux de change fixes à l'échelle mondiale ou bien est-ce un système totalement périmé, ou encore faut-il en sauvegarder quelques reliquats comme les « zones-cibles » ? La deuxième question est celle du choix entre une organisation mondiale et/ou une coopération entre grands Etats industriels. C'est-à-dire le Groupe des dix qui est devenu le groupe des quatre, puis des cinq, et aujourd'hui le G7 ou bien le Fonds Monétaire. Je vais essayer de répondre très brièvement à ces deux questions.

Observons d'abord que le régime de Bretton Woods, celui des taux de change fixes avec pleine convertibilité a fonctionné très peu de temps : de 1958, date du retour à la convertibilité, à 1969-70, date du début des grandes crises monétaires, sans d'ailleurs que le Fonds Monétaire puisse remplir pleinement son rôle de fournisseur de monnaie, il y a eu peu de tirages pendant cette période pour les grands pays, et avant que le Fonds ne devienne comme aujourd'hui une agence pour les pays en voie de développement. Ce régime, à mon sens, est périmé, parce qu'il ne concernait que les transactions courantes. Le régime de Bretton Woods prévoyait même pour les mouvements de capitaux, la possibilité de recourir à des taux de change fluctuants, à des taux de change multiples, à des restrictions de changes, toutes choses qu'il condamnait pour les transactions courantes. L'état du monde aujourd'hui, l'extrême mobilité des mouvements de capitaux, ne permettent donc pas, d'envisager une fixité de toutes les monnaies. Cela ne veut pas dire qu'il ne puisse pas y avoir de grandes zones de fixité. Il existe aujourd'hui dans le monde nombre de monnaies qui sont rattachées à une autre monnaie ou à un « panier » de monnaies. La zone Franc en est un excellent exemple. Le système monétaire européen d'aujourd'hui, avec la marche vers la monnaie unique pour demain en est un autre, ainsi que les nombreux pays d'Asie qui ont rattaché leur monnaie au dollar, tout cela représente de très vastes zones. Mais entre ces zones, avoir des taux de change fixes ne semble pas possible. On le voit bien, puisque, même à l'intérieur de ces zones, quand un élément de doute subsiste, les marchés viennent aisément à bout des réserves des banques centrales. Dans les années 70, on prenait peur quand la Bundesbank encaissait un milliard de dollars par heure ; et si la Banque de France avait perdu 5 % de ses réserves, cela aurait été considéré comme une catastrophe majeure. Or, à la fin de juillet 1993, elle a perdu en deux jours la totalité de ses réserves tout en contractant en sus un endettement d'un montant égal au total de ces réserves soit une perte totale de 300 milliards de francs. Alors, peut-on maintenir des zones d'incertitude comme le seraient les zones cibles ? J'en doute.

La deuxième question est de savoir si tous ces problèmes doivent être discutés entre les grands pays ou au sein du Fonds Monétaire. Le choix de l'enceinte de coopération a fait également l'objet d'un débat. Les Américains ont évolué sur ce sujet. Au début, ils avaient souhaité que tout se passe dans le

Fonds Monétaire, mais ils n'avaient pas découragé l'Europe de prendre le chemin de la convertibilité dans un organisme régional dont ils avaient soutenu la création, l'Union Européenne des Paiements. En 1960, il y a eu un grand changement dans leur attitude à l'égard de la coopération internationale, c'est leur entrée dans l'OECE, qui est devenue l'OCDE, le partnership atlantique, le « grand dessein » de Kennedy, avec même la perspective de voir les Etats-Unis tirer sur le Fonds Monétaire pour faire face à leur déficit extérieur. Le Fonds Monétaire n'ayant pas assez de ressources pour financer un tirage américain, c'est alors qu'on voit naître les Accords Généraux d'Emprunt et le Groupe des Dix. La coopération franco-américaine est alors réelle et confiante. Elle est symbolisée par l'équipe Roosa-Volcker, et du côté européen, par des hommes comme Emile Van Lennep, Otmar Emminger et effectivement, les Français. C'est la proposition faite par nous en 1964 d'une Unité de Réserve Collective, qui découlait de réflexions à la fois du Comité monétaire de Bruxelles et des travaux d'Edward Bernstein aux Etats-Unis, et que les Américains avaient très sérieusement étudiée, et l'on peut penser que l'on se rapprochait d'un accord. Et puis cela n'a pas marché. Les Américains ont estimé que cette nouvelle unité monétaire, le CRU, recelait en réalité trop de réévaluation du prix de l'or ; c'était donc le tabou dont parle Volcker. Quant au Général de Gaulle, il avait présidé pendant l'hiver 1963-64 plusieurs conseils restreints où il nous avait autorisés à faire cette proposition, mais il avait les plus grands doutes sur le bon fonctionnement de la surveillance multilatérale. Quand les Américains n'ont pas montré d'enthousiasme, il a dit : non, il n'y a vraiment rien à faire, vous voyez bien que cela ne marchera pas. Il a pris les décisions agressives de l'hiver 1964 : conversion en or des excédents nouveaux et d'une partie des excédents anciens après remboursement de la dette, comptabilisation des réserves françaises en francs et non plus en dollars, rapatriement physique de l'or, etc. Enfin, il a tenu la conférence de presse du 4 février 1965, et accessoirement, renvoyé M. André de Lattre. A ce moment-là, le Fonds Monétaire a repris la balle au bond. Alors qu'il avait manifesté le plus grand scepticisme pour cette unité de réserve artificielle, il en est, tout à coup, devenu le défenseur, à condition qu'elle soit créée dans son enceinte. Et ce fut la longue négociation pour la création des DTS.

On peut dire que le DTS n'a jamais vraiment joué le rôle d'unité centrale de réserve que l'on avait pu imaginer pour lui, et même pas celui d'actif de réserve significatif. Aujourd'hui, il y en a 21 milliards de dollars, créés en deux tranches de neuf et de douze milliards. Au cours du récent colloque de Bercy², M. Camdessus a annoncé qu'il espérait voir décider à Madrid, en octobre 1994 une allocation supplémentaire de 50 milliards de dollars, mais ce sera essentiel-

2 Colloque organisé par le Comité pour l'histoire économique et financière le 30 juin et 1^{er} juillet 1994 et consacré à « La France et les Institutions de Bretton Woods 1944-1994 ».

lement pour donner à la Russie et aux autres nouveaux membres du FMI, parce qu'ils n'en ont pas reçu au titre des allocations antérieures.

En résulte-t-il que toute coopération internationale est impossible ? A mon avis pas du tout. Il est de plus en plus nécessaire que l'on examine attentivement les situations économiques des principaux Etats. Cela doit-il être la tâche du seul Fonds Monétaire ou peut-il y avoir pour complément une action dans le groupe des grands pays industrialisés ? Je pense que les deux sont nécessaires. M. Camdessus souhaite — et c'est bien normal — que tout se passe dans le cadre du Fonds Monétaire ; le groupe des 7 ne représente plus la planète ; il ne représente pas la croissance d'aujourd'hui, parce qu'elle est le fait des pays asiatiques, de l'Amérique latine. La Chine n'en fait pas partie, et demain ce sera une très grande puissance monétaire, il faudrait donc que tout se passe au Fonds. Je crois que cela n'est pas exact. La Chine est une grande puissance, et la Russie aussi, mais leur monnaie n'a pas d'existence internationale. D'autre part, la coopération pour une bonne gestion, pour prendre une illustration, la disparition des déficits budgétaires aux Etats-Unis, en Allemagne, en France, etc., les moyens de lutter contre le chômage, tout cela concerne d'abord les responsables des grandes monnaies. Et je garde tout de même, de l'expérience du passé, le sentiment que ces choses ne peuvent se discuter que dans un groupe de coopération relativement étroit. Quelle doit être la taille de ce groupe. C'est difficile à dire. Dès qu'un groupe a plus de dix membres, il secrète à l'intérieur de lui-même une cellule plus discrète. Dès que M. Giscard d'Estaing a voulu avoir un petit groupe à quatre le sommet de Rambouillet, le sommet de la Martinique, il a soulevé la réprobation des Canadiens, des Italiens, on en est donc venu au G5, puis au G7 actuel. Si la Russie rejoint le G7, si l'Union européenne passe de douze à seize membres, il y aura forcément à l'intérieur des petits groupes. A la vérité, une fois l'Union monétaire européenne réalisée, c'est effectivement entre le Japon, les Etats-Unis, et la Banque centrale européenne que la concertation devrait se mettre en place. Le flottement restera indispensable entre les trois grandes monnaies, et la concertation sera donc d'autant plus nécessaire.

WHITE : Il peut être utile de porter un regard critique sur les institutions issues de Bretton Woods, sur les institutions que l'on a voulues, et sur celles qui fonctionnent dans la réalité. Il est intéressant d'examiner le processus d'élaboration de l'accord de Bretton Woods, et d'analyser plus avant les raisons de la désintégration du système. Je relisais hier soir mes notes, et en particulier ce que j'avais pu écrire sur l'accord tripartite de 1936, ce qui fut très éclairant, car on peut transposer très exactement les discussions et les prises de position de cette époque à 1960. D'un côté se situaient les Français, appelant de leurs vœux des zones cibles très étroites, dont le respect aurait incombé au Royaume-Uni, à la France et aux Etats-Unis, et de l'autre côté se plaçaient les Américains peu

enclins à accepter cette idée, désirant un système plus lâche, et mettant en avant la libéralisation des échanges comme objectif crucial. Ces positions ne sont pas sans évoquer la situation actuelle. En fin de compte, était signé un accord peu contraignant, qui permettait de lisser les variations de taux de change, mais guère plus.

Nous disons que l'époque des changes fixes est révolue, dans un certain sens. Vous avez rappelé le rôle joué par l'intensité actuelle des flux de capitaux, qui grève la capacité qu'a chaque banque centrale de maintenir la stabilité du taux de change de sa monnaie. Ceci est avéré en ce qui concerne le système monétaire international issu de Bretton Woods, mais cela était probablement déjà une réalité dans les années 1930.

Si l'on remonte au XIX^e siècle, les flux internationaux de capitaux n'étaient pas non plus négligeables et n'étaient pas toujours adossés à des opérations commerciales comme on aurait tendance à le croire aujourd'hui, ceci dans un régime d'étalon or. La période était différente mais des similarités peuvent être relevées. Autre comparaison historique digne d'intérêt, le Japon d'aujourd'hui et la Grande-Bretagne du XIX^e siècle présentent tous deux les particularités d'un taux d'épargne très élevé, et des flux considérables de capitaux à destination de l'étranger. Je ne serais pas surpris si l'on parvenait à montrer qu'au moins les flux de capitaux à long terme progressaient alors à un rythme globalement équivalent à celui des flux de biens. Pourquoi ce système parvenait-il à fonctionner correctement ? Je crois que la réponse réside dans l'acceptation de chaque Etat de la discipline imposée par l'étalon or. Chacun était prêt à prendre les mesures restrictives nécessaires — essentiellement la stabilité des prix, voire une légère déflation — et acceptait d'en assumer les conséquences politiques. En outre, les banques centrales des grands pays industrialisés possédaient des réserves en devises gigantesques en comparaison de l'offre de monnaie. Aujourd'hui, cela semble politiquement inacceptable à la plupart des gens, mais certains Etats tentent de briser la spirale inflationniste en revenant vers ce type de pratiques. Ainsi, l'Argentine essaye de respecter rigoureusement un régime de change fixe, ce qui n'est pas sans conséquences spectaculaires et finalement bénéfiques sur l'économie réelle.

On doit également évoquer la question suivante : peut-on, en régime de taux de change fixes, survivre à une attaque spéculative ? La meilleure façon de poser cette question est : existe-t-il des exemples de résistance victorieuse à une attaque spéculative ? Il est délicat de répondre à cette question, on peut le faire ne évoquant un exemple : en 1881-82, le dollar américain subit une attaque spéculative en raison de la crainte de l'abandon de l'or au profit d'un étalon bimétallique. Un syndicat de banques mené par Belmont et Morgan injecta un prêt considérable sur le marché européen pour soutenir le dollar. Ce fut une réussite dans la mesure où le concours de nombreuses banques privées fut obtenu et que le syndicat obtint du gouvernement américain de réaliser

d'amples coupes budgétaires. Mais il s'agit bien à mon sens du seul exemple d'attaque spéculative contenue. C'est ce genre de discipline qui doit être acceptée, ce qui est de plus en plus difficile de nos jours, pour des Etats soucieux de la bonne tenue de l'emploi et de la croissance. Les gouvernements sont prêts à sacrifier une certaine stabilité des prix pour atteindre ces objectifs.

DE LATTRE : Sur la première question qu'a évoquée M. White, je partage tout à fait son analyse. Il y a une similarité de pensée entre les réflexions des années 1960 du côté français, et la position française au moment de l'accord de stabilisation de 1936-37. Et ce n'est pas étonnant, parce que pour une part c'étaient les mêmes personnes, en particulier Guillaume Guindeguy. M. Guindeguy qui était attaché financier en 1936-37, fut Directeur des Finances extérieures dans les années 1950, et dans la négociation de 1964, le général de Gaulle l'avait appelé comme son conseiller sur ce sujet, en liaison avec moi. En 1936-37, les Français étaient préoccupés de ne pas voir se perpétuer cette situation de dévaluations compétitives qui apparaissait alors dramatique. La France, qui avait mené plus longtemps que le Royaume-Uni avec la livre sterling après 1931, un combat d'arrière garde pour rester à une parité élevée, avait dû à l'époque du Front Populaire, faire cette dévaluation forcée. Elle souhaitait donc s'ancrer à un rapport fixe (ou à peu près) avec le dollar et le sterling. Et d'autre part, Hitler était au pouvoir, les accords bilatéraux de paiement se multipliaient. Les responsables des finances extérieures, Alphand, Couve, Guindeguy étaient donc contraints à négocier avec les Allemands des accords de ce type. Mais s'ils ne souhaitaient pas voir se développer ce réseau tentaculaire d'accords bilatéraux, ces accords restaient très présents à l'esprit. Au lendemain de la guerre, c'est sur la base d'accords bilatéraux qu'on a pu faire un peu de multilatéralisme, en injectant du multilatéralisme dans les accords bilatéraux, les droits de tirage multilatéraux, et puis l'UEP. Le rapport Istel-Alphand de 1943 qui est un petit cousin du plan White et du plan Keynes, prévoyait l'extension et la multiplication d'accords bilatéraux dans lesquels on injecterait du multilatéralisme et de la coopération.

La deuxième question de M. White porte sur la comparaison avec le XIX^e siècle sous le régime de l'étalon or. Je crois tout de même que les situations sont très différentes. Certes, il y a un parallélisme pour ce qui est des mouvements de capitaux à long terme. Ce sont toujours les pays dont le taux d'épargne est élevé qui placent à l'étranger. Il est certes difficile de savoir si les Japonais placent de l'argent aux Etats-Unis parce qu'ils ont des surplus commerciaux, ou s'ils ont des surplus commerciaux aux Etats-Unis parce qu'ils ont un excédent d'épargne. Je crois que les deux choses réagissent l'une sur l'autre. S'ils ont des dollars, c'est parce qu'ils vendent aux Etats-Unis des automobiles qui plaisent au consommateur américain. Mais à l'inverse, quand vous allez dans une compagnie d'assurances japonaise, on vous dit : oui, bien sûr, le Japon devrait

dépenser davantage à l'intérieur de son économie, il devrait appliquer le « plan Mayekawa » qui prévoit l'amélioration des infrastructures, etc., mais moi, investisseur japonais, plan Mayekawa ou pas, j'ai tous les ans 20 milliards de dollars à placer et je les placerai aux Etats-Unis.

Vous parliez du plan mis en place en 1880-1882 à l'occasion du débat sur le bimétallisme ; il a dû prendre quelques semaines ou quelques mois à négocier, et à mettre en place. Aujourd'hui, les monnaies sautent en une après-midi. Parce que la planète tout entière parie sur le sort de cette monnaie, physiquement sur la monnaie elle-même, et par l'intermédiaire des instruments dérivés, par des montants qui sont absolument sans commune mesure avec les réserves des banques centrales. Donc, si l'on n'introduit pas une certaine mesure de doute, si l'on ne fait pas de sorte que les opérateurs puissent être pris à contre-pied, qu'ils ne soient pas sûrs de gagner, on ne peut pas faire fonctionner un régime de change. La meilleure illustration en est la modification apportée en août 1993 au régime du Système Monétaire Européen. Du jour où on a dit au marché : vous ne gagnerez pas sûrement, vous vous brûlerez peut-être les doigts parce que peut-être l'on ira jusqu'à 15 % de marge, d'un seul coup l'on a pu obtenir, ce qu'on n'avait pas pu faire auparavant, un taux de change très proche de la fixité puisqu'il est depuis cette époque, depuis l'été 1993, à l'intérieur de la marge de 2,25 %. Cela n'empêche pas naturellement l'appréciation des « fondamentaux », et c'est bien parce qu'on a des doutes, fondés ou pas, sur le dollar, qu'il a tendance à baisser. Peut-être que les marchés ont tort de le juger de manière pessimiste, mais la conjugaison de données fondamentales qui ne sont pas pleinement satisfaisantes dans le monde industrialisé, le déficit budgétaire, le chômage, et l'évolution des dépenses de santé explique que les monnaies n'inspirent pas toute confiance. Si ces déséquilibres demeurent et si les monnaies continuent de ne pas inspirer toute confiance, il faudra que demeure une marge d'incertitude, donc un régime de flottement, que l'on peut sans doute renforcer par la coopération internationale. Entre les trois grandes zones, elle est possible. D'autre part, je reste persuadé que les taux de change fixes peuvent très bien fonctionner dans les zones de convergence. On n'en était pas si loin en 1991, et si le débat sur Maastricht n'avait pas déraillé, essentiellement pour des raisons politiques, on se rapprochait de l'application des critères de convergence ; et j'espère bien que cela reviendra.

WHITE : En constituant une zone monétaire unique, l'Europe doit imposer une discipline très forte. C'est la même situation qu'au XIX^e siècle, une discipline très rigoureuse est imposée, qui interdit toute différence régionale. Il est aisé pour un Américain de s'exprimer ainsi. Nous avons aux Etats-Unis une longue histoire de disparités régionales, et nous avons après l'indépendance — que nous fêtons ce jour — treize devises différentes. Il s'agit d'un long et complexe processus pour rassembler des nations indépendantes, souveraines.

C'était aussi un marché par lequel le gouvernement fédéral acceptait de reprendre à son compte les dettes des Etats fédérés, en échange de l'abandon de la souveraineté monétaire, ce qui serait aujourd'hui inconcevable et peu souhaitable à de multiples égards.

J'ai tendance à penser comme M. de Lattre, que nous ne verrons pas de sitôt des changes fixes entre les grands blocs, il devrait toujours y avoir du flottement entre le yen, le dollar, et l'écu. Mais autour de ces blocs, pourront être scellés des accords plus restreints. Nombre de petits pays s'engagent dans cette voie, autour d'un quasi-étalon dollar. Dans les faits en Argentine, maintenant, on est en présence d'un étalon dollar. Mais la coopération économique entre ces pays est difficile à mener. Pour les petits pays dont j'ai parlé, c'est en partie dû à l'étroit alignement de leur économie avec l'économie américaine, et à l'orientation trop exclusive de leur commerce extérieur avec les Etats-Unis.

Pour avancer, venons-en à la question de l'utilité de la coopération. L'enseignement de Bretton Woods nous montre la difficulté extrême à obtenir des taux de change stables, même lorsque les mouvements de capitaux sont contrôlés. Deux écoles de pensée sont ici en présence, qui s'opposent sur la question de savoir comment l'étalon-or a fonctionné. La première estime que tout est question de crédibilité, et qu'il faut garder des réserves en devises consistantes et s'assurer de sa capacité à maintenir la parité de la monnaie. L'autre école met l'accent sur la coopération entre les Etats, qui seule peut permettre d'atteindre un objectif de change. Je suis plutôt un tenant de la crédibilité, partageant l'opinion selon laquelle l'étalon-or fonctionna parce qu'il constituait un objectif clair pour tout le monde, et que tous les pays étaient en mesure d'atteindre. Chacun pouvait aisément apporter la preuve de son comportement vertueux, de son absence de tricherie, ce qui est essentiel.

DE LATTRE : Un mot sur l'étalon-or. Sans en être un grand spécialiste, je crois qu'il a fonctionné aussi avec le sterling comme « lubrifiant ». Le fait est que tout était centré sur la place de Londres, que les étrangers conservaient du sterling dans des proportions non négligeables et alors que cela ne leur était pas imposé (ce n'était pas les balances sterling d'après la seconde guerre mondiale, qui sont les sommes en sterling payées par l'Angleterre de manière obligatoire pendant la guerre à des dominions ; il n'y avait pas de « balances sterling » en 1860). Les déficits à court terme étaient largement réglés par des crédits des banques anglaises, qui tenaient le système. Donc, là aussi, je ne crois pas qu'on puisse transposer complètement.

Mais la coopération entre les trois zones conserve tout de même un grand champ d'action. A ma connaissance, le WP3, le groupe de travail numéro 3 de l'OCDE, existe toujours, et on y discute les politiques économiques, certes, mais aussi les politiques monétaires des Etats-Unis, de l'Union européenne et du Japon, et d'autres pays. Et cela va même plus loin, puisque le groupe des

directeurs du Trésor, le G5, est en fait un directoire qui décide plus ou moins officieusement du tout ce qui se passe d'important dans le monde financier et monétaire. Qui va être Directeur général du Fonds monétaire ? Que fait-on pour le prochain sommet ? Fait-on baisser le dollar ou pas ? Fait-on l'accord du Plaza ou celui du Louvre ? Tout cela reflète une coopération à mon avis bien supérieure à ce que l'on a pu connaître dans le passé, et qui continue. Cette coopération trouverait un champ considérable et fécond si elle s'attaquait vraiment aux grands problèmes, en particulier à celui du déficit budgétaire, si l'on disait que dans nos pays, il devrait avoir disparu dans cinq ans, et que les régimes de retraites doivent avoir telle orientation, et que les dépenses de santé doivent avoir un plafond de tant, et que l'on vérifiera tous les ans où chacun en est à cet égard. L'on doit y ajouter la coopération entre les banques centrales, aujourd'hui devenues indépendantes, qui n'ont cessé depuis les années 1930 de constituer leur petit club à elles contre vents et marées. Rappelons-nous que dans les Accords de Bretton Woods, il y a un chapitre III qui prévoit la suppression de la BRI, l'interdiction de prolonger la BRI. Naturellement, on n'a pas supprimé la BRI, on lui a confié l'UEP, et jusqu'à aujourd'hui c'est elle qui a fait fonctionner l'Union monétaire européenne. Et le président de la Fed de New York; vient presque tous les mois à Bâle, maintenant, de même que les Japonais.

REF : Mais la coopération n'a pas bien marché dans les années 1960-1970, alors que tout le monde était d'accord pour sauver le système.

DE LATTRE : Je ne crois pas que tout le monde était d'accord. Simplement, l'on voulait faire en sorte que les Etats-Unis ne puissent pas continuer, et les Etats-Unis eux-mêmes le souhaitaient, à financer des déficits extérieurs excessifs avec les facilités résultant d'un système monétaire dissymétrique.

WHITE : Je tendrais à penser que le système fut miné par le fait que les Américains, qui demeurèrent comme Jacques Rueff l'aurait dit, fiscalement responsables pendant les années 1950, devinrent budgétairement irresponsables au cours des années 1960. Ceci était bien entendu lié à l'engagement dans la guerre du Vietnam, et à son financement sans hausses d'impôts ni inflation excessives ; mais aussi du fait que les coupes dans le budget civil étaient devenues politiquement fort délicates.

DE LATTRE : C'est vrai, mais on ne savait pas vraiment quelle était la cause principale du mal. Il y avait le mauvais financement de la guerre du Vietnam. Il y avait un accroissement excessif de la demande intérieure, il y avait les investissements américains à l'étranger, importants et préoccupants, et il y avait enfin le début d'un déficit de la balance des paiements courante, qui posait pour la première fois le problème de la dévaluation possible du dollar qui

jusqu'alors avait été considérée comme impossible. Juridiquement, du fait de la règles de « n-1 » monnaie, l'on pouvait seulement réévaluer les autres monnaies, et économiquement on redoutait la réévaluation du dollar parce qu'en Europe, l'on n'était pas du tout prêt à voir un dollar affaibli sur le plan des échanges commerciaux. Mais en définitive, le système a éclaté en 1969-1971 sous l'effet des mouvements de capitaux.

Même à l'intérieur des transactions courantes, les « leads and lags » — le « tetmaillage » ont suffi à faire exploser le système. Rappelons-nous que l'on a dû fermer le marché des changes pendant huit jours en novembre 1968, pendant huit jours en février 1969 et pendant quinze jours en février 1973. On ne pourrait pas le fermer aujourd'hui, car il marche tout seul 24 heures sur 24. On le ferme bien tout de même dans tel ou tel pays les jours fériés, mais le jour où il y a une fête au Japon, le cours du yen se détermine à New York.

WHITE : Il faut rappeler un autre point important quant aux causes de l'écroulement du système. Bien qu'il existe une croissance naturelle des marchés de capitaux, la plupart des pays maintenaient des contrôles sur les flux de capitaux. Le système financier du New Deal aux Etats-Unis était un système très rigoureux, qui maintenait des taux d'intérêt fort bas, et dès lors qu'une expansion monétaire rapide était autorisée, les taux de marché devaient être relevés. C'est ce qui déclencha l'affaissement d'un système financier qui fonctionnait bien depuis plus de trente ans. Les capitaux commencèrent à quitter le pays. C'est ce qui justifia ultérieurement des ajustements progressifs du système allant dans le sens de la libéralisation. C'est donc une crise d'origine américaine qui contribua à rendre plus faciles les mouvements internationaux de capitaux.

DE LATTRE : N'oublions pas non plus que dès que les Etats-Unis ont essayé de résoudre le problème du taux de change par des mesures obliques (Interest Equalization Tax, encouragement aux investissements étrangers aux Etats-Unis, découragement des investissements américains à l'étranger), le dollar a commencé de s'échapper hors des Etats-Unis, et cela a été le développement du marché de l'eurodollar. A partir du moment où ce marché a pris une importance assez grande, il est apparu comme une merveilleuse source de capitaux où l'on pouvait prêter et emprunter sans conditionnalité, donc sans passer par le Fonds Monétaire International, sans passer par la coopération internationale. Si l'on avait créé en 1964 une unité de réserve artificielle, il est probable qu'on aurait rétabli la confiance pour un certain temps. Mais même si l'on avait réussi à cette époque, un tel dispositif n'existerait plus aujourd'hui, parce que la technologie, la globalisation des marchés des capitaux l'auraient fait tomber en désuétude... C'était un système comme Bretton Woods, administré par les Etats et les banques centrales, né d'accords de paiements bilatéraux multilatéralisés gérés par des techniques modernes, mais tout de même où les transactions s'inscrivent dans des livres tenus par chaque Etat. Et cela n'existe plus.

REF : *De toute façon, même si vous ne partagez pas l'avis de M. White, selon lequel la coopération est sans doute seconde, par rapport à la discipline...*

DE LATTRE : Si, je suis de son avis que la discipline est la première chose, effectivement.

REF : *Si la crédibilité née de la discipline est l'élément premier, alors le champ de coopération devient restreint.*

DE LATTRE : Non, me semble-t-il, parce que tous les domaines que j'ai rappelés, par exemple la disparition des déficits budgétaires, ce sont certes davantage des mesures à prendre chacun chez soi, mais la coopération renforce la discipline. Il est plus facile d'être discipliné si l'on est encouragé à être vertueux à plusieurs. C'est tout le fondement de Maastricht. Il est évident que si les membres de l'Union étaient tous vertueux en même temps, le problème des taux de change ne se poserait pas.

WHITE : Mais à cette époque, ils peuvent avoir des objectifs communs, et ce à quoi ils semblent s'engager est ne surveillance mutuelle. Ceci fonctionnera si des objectifs communs sont définis. La lacune de Bretton Woods fut d'avoir institué une surveillance mutuelle sans définir d'objectifs précis partagés par tous.

DE LATTRE : Non, et puis surtout Bretton Woods a été créé par des Américains tout puissants avec des Européens et en une absence totale de Tiers-monde. Dans les années 1960 les Américains n'ont jamais accepté de se soumettre à la discipline du Fonds Monétaire International. Il faut aussi penser à la mauvaise image des organismes de Bretton Woods dans l'opinion du Congrès, de la ville de Washington, pour qui le Fonds monétaire et la Banque mondiale, ce sont des fonctionnaires trop payés, qui ne font rien. Il y a dix ans, lors de la discussion au Congrès sur l'augmentation de capital de la Banque, le thème des articles des journaux était : « Les hauts fonctionnaires de la Banque prennent le Concorde, mangent du caviar, et couchent dans des draps de satin. » Je crois que c'est une des raisons pour lesquelles l'enceinte de cette coopération ne peut que rester très étroite, ce doit être un petit groupe, à 3, à 5 ou à 7. M. Camdessus a beau réclamer cette tâche pour le FMI, ce n'est pas réaliste ; on ne déshabillera pas les fonctionnaires américains devant les 150 pays membres du Fonds monétaire.

REF : *Curieusement, cette coopération en cercle étroit s'est doublée d'une confrontation devant l'opinion publique internationale. Il y avait une bonne coopération, vous parliez du groupe de travail numéro trois de l'OCDE, il y règne toujours une bonne entente. Il y a l'amicale des Trésors, celle dont vous parlez, elle existe, comme l'amicale des banques centrales, et puis, paradoxa-*

lement quand vous lisez le journal, vous avez des combats homériques, ils ne s'entendent pas, ils s'échangent des communiqués...

DE LATTRE : C'est arrivé, en effet, à certains moment, et notamment quand le général de Gaulle a estimé que les choses avaient assez duré, qu'il avait été assez longtemps silencieux. Il avait tout de même été silencieux très longtemps. A partir de 1960-61, alors qu'il ressentait la déception de n'avoir pas pu convaincre Eisenhower d'abord, puis Kennedy, de faire le « Directoire à trois », sur le plan politique, il a commencé de se préoccuper des excédents financiers de la France et des déficits américains. Comme Alain Prate l'a rappelé au Colloque de Bercy³, il a dit : tant que nous n'avons pas remboursé nos dettes et que nous n'avons pas reconstitué nos réserves, motus et bouche cousue. Et donc, de 1960 à 1963, et sous la pression de gens comme moi qui lui disaient : il faut essayer de s'entendre, il faut proposer quelque chose aux Américains, l'on arrivera peut-être à faire mettre en route une coopération ; il a dit : bon, allez-y ; mais si vous n'y arrivez pas, moi un jour, je reprendrai ma liberté. La conférence de presse du 4 février 1965 est inscrite en filigrane dans les trois années précédentes.

REF : *En octobre 1987, ce n'était plus le général de Gaulle, ce n'étaient plus les mêmes administrations, l'on a bien eu aussi une guerre des communiqués qui s'est traduite par le krach du 19 octobre.*

DE LATTRE : La guerre des communiqués a servi de détonateur, mais les raisons du krach sont plus profondes comme l'avait fait observer Henri Kaufmann le 3 octobre : les taux d'intérêts avaient monté sans que les marchés d'actions en tirent les conséquences et cette situation ne pouvait durer. Je ne trouve pas que le débat monétaire aujourd'hui oppose l'Europe ou l'Allemagne ou la France aux Etats-Unis. Chacun cherche à présenter au marché une attitude relativement cohérente et crédible. Je ne trouve pas que tout cela soit une attitude agressive. Je ne pense pas d'ailleurs que dans l'histoire de ces cinquante années, ce soit souvent arrivé. Il y a eu la petite période du Général de Gaulle, mais c'était de Gaulle. Si l'on parlait d'autre chose que de la monnaie, on citerait le discours de Pnom Penh. J'ai l'impression que la guerre entre les marchés et les autorités du pays est bien plus importante que les oppositions entre pays. La capacité des autorités monétaires de convaincre les marchés aujourd'hui est bien plus importante que les quelques oppositions qui peuvent exister.

3 cf. note 2, p. 37.

REF : *Ne constate-t-on pas un fossé entre d'une part, une grande compréhension et une sincère volonté de coopérer des Etats — trésors ou banques centrales —, et l'image ternie de la coopération dans l'opinion publique ?*

WHITE : A ce propos, il faut dire un mot sur la question de l'indépendance des banques centrales. Beaucoup d'importance est attribuée à cette indépendance, mais je ne crois pas qu'elle ait un rôle si essentiel. On ne saurait se débarrasser en un jour de liens historiquement forts entre les banques centrales et les parlements qui les ont instituées ou entre ces banques et les gouvernements. Un retour rapide sur la confection du dernier budget américain est édifiant quant au degré de coopération qui peut exister entre le Président des Etats-Unis et le Président de la Réserve fédérale. Le fait que les détails de cette coopération aient été habilement divulgués montre aussi un usage modéré mais efficace du recours à l'opinion.

On a d'un côté les intervenants sur les marchés financiers, qui pour être satisfaits, doivent constater une politique économique rigoureuse, des cibles — de taux d'intérêt désormais plus que d'agrégats monétaires — atteintes, ou tout au moins approchées. Satisfaire le Congrès est autre chose, car cela implique de contenter les électeurs qui souhaitent que les taux d'intérêt ne soient pas trop élevés. Il serait cependant injuste de ne pas reconnaître que les membres du Congrès sont également soucieux de ne pas apparaître comme nuisant à la crédibilité économique du pays, ou comme entretenant la fébrilité des marchés. Ce dernier souci rend d'ailleurs le Congrès de moins en moins revendicatif. Il est également riche d'enseignement d'examiner les Etats fédérés américains, où les parlements sont de plus en plus soucieux de crédibilité économique. Il y a de « bons » et de « mauvais » Etats. Les mauvais subissent sur le taux d'intérêt de leur dette une lourde prime de risque, qui peut atteindre 300 points de base. Le New Jersey est un bon Etat, et bénéficie d'une cotation AAA, New York est un mauvais Etat et subit un BAA, ce qui constitue une différence appréciable. Les parlementaires locaux sont donc attentifs à ne pas être accusés de contribuer à détériorer la cotation Standard & Poors ou Moody's de l'Etat, qui est le premier signe de sa crédibilité, et qui conditionne à terme le niveau des hausses d'impôts qui risquent d'être nécessaires, ce qui explique la remarquable discipline qui s'instaure progressivement dans certains Etats.

DE LATTRE : L'un des arguments les plus forts que nous avons utilisés à l'égard des pays débiteurs pendant la crise de la dette des années 1980 était l'exemple de la ville de Détroit. Celles-ci avait fait défaut en 1929 et ce n'est pas avant 1954 qu'elle a pu retourner sur les marchés financiers. 25 ans, c'est très long et chacun des pays débiteurs d'Amérique Latine pouvait le comprendre. Pour prendre un autre exemple récent, il y a trois semaines, la rumeur a couru sur les marchés que le gouvernement Balladur allait ouvrir les vannes des dépenses, ne serait plus aussi rigoureux pour le contrôle du déficit budgétaire,

qui effectivement augmente beaucoup pour toutes sortes de raisons en ce moment. C'était un lundi, et le Deutschemark est monté d'un seul coup de 3,4170 à 3,4350 ; c'est-à-dire au-delà du seuil à partir duquel, dans l'ancien régime de marge à 2,25 %, on devait procéder à une dévaluation. Et puis le premier ministre a dit : soyons sérieux, je ne change pas de politique, et les marchés sont revenus à plus de sagesse. Mais on a fait un petit psychodrame sur ce sujet de crédibilité. C'est exactement ce que dit M. White avec l'exemple du classement AAA. C'est une bonne conclusion.

*Propos recueillis par Thierry Walrafen et Bruno George,
le 4 juillet 1994.*