

Christian de Boissieu

LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL ET L'INTÉGRATION MONÉTAIRE EUROPÉENNE

Les économistes et les responsables politiques ont souvent tendance à surestimer les inconvénients des systèmes en place, et à exagérer les avantages des systèmes alternatifs. Ainsi, lorsque le régime de Bretton-Woods était encore en vigueur, avait-on tendance à mettre en exergue les avantages censés découler du passage à des changes flottants : autonomie en principe accrue des politiques économiques nationales, prédominance d'une spéculation supposée stabilisante sur le marché des changes, etc. L'expérience vécue depuis 1973 a montré qu'en ce domaine les espoirs ont été largement déçus. Aujourd'hui, devant les inconvénients de l'instabilité des taux de change, la tentation est grande de prôner un retour à des changes sinon fixes, du moins soumis à de moindres fluctuations. Ce mouvement de balancier s'opère avec une certaine candeur de la part des analystes, symétrique de celle qui s'était développée dans les années 1960 : les avantages d'une moins grande flexibilité des taux de change sont peut-être surestimés, alors qu'en sens inverse certaines contraintes — par exemple celles pesant sur la politique monétaire en régime de changes fixes avec parfaite mobilité internationale des capitaux — sont souvent sous-estimées.

Le succès indéniable du mécanisme de change du Système monétaire européen (S.M.E.) jusqu'aux crises de l'automne 1992 et de l'été 1993 a sans aucun doute encouragé la vague de propositions tendant à accroître la stabilité des taux de change, en généralisant le S.M.E. à l'échelle mondiale. Depuis août 1993 et le passage du S.M.E. à bande étroite au S.M.E. à bande large, les propos dans ce sens se font moins pressants et, d'une certaine façon, moins convaincants. Quoi qu'il en soit, les relations entre le système monétaire international (S.M.I.) et le S.M.E. sont au cœur de la dynamique monétaire mondiale. L'objet de cet article est d'analyser ces relations en privilégiant trois axes :

- la nouvelle donne monétaire et financière internationale,
- le rééquilibrage progressif dans le S.M.I., avec l'essor du polycentrisme représenté par la triade monétaire (Etats-Unis, Japon, Europe),
- les défis auxquels sont aujourd'hui confrontés le S.M.I. et le S.M.E.

La nouvelle donne monétaire et financière internationale

La globalisation financière

Le mouvement de libéralisation financière s'est produit dans tous les pays, mais avec des décalages temporels. Les pays anglo-saxons (Etats-Unis, Royaume-Uni, Canada) ont montré la voie, suivis au cours des années 80 par le Japon, la France, l'Italie, etc. puis plus récemment par l'Allemagne.

Cette libéralisation a eu plusieurs composantes, toutes convergentes :

- 1) L'incorporation accélérée de nouvelles technologies bancaires et financières, permettant des opérations en temps réel, réduisant sensiblement les coûts de transaction, assurant une connexion accrue des marchés et des places financières.
- 2) L'accélération de l'innovation de produit dans la sphère financière (multiplication des nouveaux instruments...).
- 3) Le développement de la désintermédiation (financements de marché) et de la titrisation.
- 4) La déréglementation des taux d'intérêt, la suppression du contrôle des changes et de l'encadrement du crédit là où ils existaient encore.

Au bout du compte, toutes ces transformations ont engendré une mobilité presque parfaite du capital, dans l'ordre interne comme au plan international, et la globalisation financière. Il s'agit d'une situation nouvelle, si l'on prend comme point de départ l'après deuxième guerre mondiale. Désormais, dans l'espace européen comme au plan mondial, il existe une hiérarchie définie des différentes mobilités : la mobilité du capital est nettement supérieure à celle des biens, elle-même plus élevée que la mobilité du travail.

Une évolution largement irréversible

La transformation structurelle constatée est-elle irréversible ? Si l'on se projette à l'horizon des cinq ou dix prochaines années, il faudrait qu'interviennent des chocs majeurs — nouvelle guerre mondiale, dislocation de l'économie mondiale, etc. — pour que la libéralisation financière soit remise en cause. On n'imagine pas la France revenant au contrôle des changes ou à l'encadrement du crédit ! Ce qui était déjà d'efficacité réduite il y a dix-quinze ans dans un contexte de réglementation contraignante le serait à fortiori dans la configuration créée par les nouvelles technologies bancaires et financières. Les engagements réciproques pris dans le cadre du GATT et du marché unique européen ne paraissent pas devoir être remis en cause. Pour des raisons à la fois techniques et économiques, le protectionnisme menace moins la sphère financière que les échanges commerciaux.

Diverses propositions ont été avancées pour mettre « un grain de sable dans les rouages de la finance internationale » et, ce faisant réduire l'ampleur des bulles, en particulier sur le marché des changes. La plus connue est celle du

Nobel américain James Tobin¹, remise à l'honneur lors de la crise du Système monétaire européen de juillet-août 1993. Elle consiste à taxer les opérations de change (ou dans des versions proches, à imposer aux banques de constituer des réserves non rémunérées proportionnées à leur position de change ouverte), pour décourager les aller-et-retour sur les devises à finalité purement spéculative. La proposition de Tobin est séduisante pour contenir la déconnexion de la finance par rapport à l'économie réelle. Elle ne semble pas devoir être prise en considération par les politiques économiques pour plusieurs raisons : 1) il faudrait qu'elle soit d'application générale, au plan mondial, pour être efficace (sans cela, elle se contente de déplacer les opérations vers les places les plus attractives). 2) Le dispositif implique de séparer, dans l'ensemble des opérations de change, celles de nature commerciale et celles à caractère financier. Facile à dire, difficile à faire, d'autant plus que les opérations de nature financière ne sont pas condamnables en elles-mêmes. On retrouve ici, sous un autre angle, la frontière entre la spéculation nécessaire et la spéculation nuisible parce que fortement déstabilisante. 3) L'application concrète d'une taxe à la Tobin soulèverait de nombreuses difficultés concrètes.

Il serait bien présomptueux de prétendre que la tendance à la libéralisation financière va se prolonger et se renforcer durant le prochain siècle. L'histoire ne nous enseigne-t-elle, dans le cas de la France (généralisable à d'autres exemples), que les marchés de capitaux ont eu un rôle plus important dans le financement de l'économie à certaines périodes du 19^e siècle qu'entre 1950 et 1980 ? Autrement dit, l'extrapolation de la révolution financière intervenue depuis dix ans ne peut être poussée trop loin. Mais nous allons continuer à vivre, pendant au moins cinq à dix ans — sans préjuger de la suite — dans un monde de quasi parfaite mobilité du capital.

Les exigences posées par le « triangle d'incompatibilité »

D'après un principe essentiel de la macroéconomie mis en évidence dès le début des années 1960, il est impossible d'avoir à la fois :

- des taux de change stables,
- une parfaite mobilité internationale du capital,
- des politiques monétaires nationales autonomes.

Pour illustrer ce principe, il suffit, par exemple, d'envisager le cas d'un pays désireux de mettre en œuvre une politique monétaire beaucoup plus expansive que celle de ses partenaires afin de lutter contre le chômage. L'inflation qui va, au bout du compte, en résulter dans ce pays provoquera une spéculation contre la monnaie nationale ; elle risque de remettre en cause la stabilité du taux de change.

¹ J. Tobin, « A Proposal for International Monetary Reform », *Eastern Economic Review*, juillet-octobre 1978.

Le « triangle d'incompatibilité » éclaire l'effondrement du système de Bretton-Woods. En effet, à partir du moment où la mobilité internationale du capital s'était, dans les années 60, développée, le maintien de taux de change stables n'aurait pu être obtenu qu'en remettant en cause le principe d'autonomie des politiques monétaires nationales, c'est-à-dire grâce à une coordination internationale des politiques économiques, (en particulier, des politiques monétaires). Or à l'époque, la coordination internationale était peu développée ; ses mécanismes institutionnels faisaient défaut (le G7 n'existait pas encore...). C'est ainsi que le tournant de la politique économique américaine dû à la guerre du Vietnam a été opéré par les Américains sans concertation avec leurs principaux partenaires. Or, comme l'indique le « triangle d'incompatibilité », une coordination étendue est la manière de concilier changes stables et parfaite mobilité du capital.

La crise du S.M.E. en juillet-août 1993 s'interprète également à la lumière du « triangle d'incompatibilité ». On peut en effet prétendre que le passage au S.M.E. à bande large (plus ou moins 15 %) a été la conséquence d'un défaut de coordination, en particulier en matière de taux d'intérêt, à l'intérieur de l'Europe. En pratique, la bande large a pu dissuader pour partie les mouvements spéculatifs. La marge réelle de fluctuations dans le cadre du nouveau S.M.E. est restée jusqu'à présent limitée et ceci, par contraste avec les événements à l'origine de la crise de juillet-août 1993, témoigne non seulement d'une convergence accrue des performances économiques, mais aussi d'une meilleure coordination des politiques économiques.

Le rééquilibrage du S.M.I. : l'essor du polycentrisme monétaire

Retour sur l'idée de polycentrisme monétaire

La notion de polycentrisme monétaire, ou de système monétaire multipolaire, est susceptible en fait d'évoquer des réalités contrastées.

D'un côté, la forme exigeante, ce que j'appelle la forme *forte* du polycentrisme monétaire fait référence à un système dans lequel il y a trois zones monétaires, jouant des rôles assez interchangeableables, situées au même plan dans la hiérarchie des opérateurs : la suprématie du dollar s'atténue et, dans le même temps, des relais s'organisent du côté du yen et de l'Europe. Ces relais se développent progressivement. D'où à terme un état où il y a aurait trois monnaies, chacune à peu près au même niveau. Là est ce que j'appelle la forme forte du polycentrisme avec trois zones monétaires assez interchangeableables, où chaque monnaie a vocation à être une monnaie *complète* dans sa zone, c'est-à-dire où chaque monnaie remplit dans son espace d'émission et souvent au-delà les trois fonctions traditionnelles de la monnaie (unité de compte, intermédiaire entre les échanges, réserve de valeur).

De l'autre côté, la forme *faible* du polycentrisme monétaire se rapproche en

fait de la configuration actuelle, celle dans laquelle il existe une monnaie de réserve dominante — en l'occurrence le dollar — qui constitue la seule vraie monnaie complète à l'échelle internationale. Cette monnaie est progressivement épaulée par d'autres devises, spécialement le yen et le deutsche mark, qui demeurent souvent *partielles* à l'échelle mondiale (car ne remplissant souvent à cette échelle qu'une ou deux des trois fonctions habituelles d'une monnaie).

Le polycentrisme monétaire dans les statistiques

Que le dollar soit progressivement épaulé, voire contesté, dans des fonctions qu'il remplit à l'échelle internationale sans être vraiment remplacé apparaît à travers l'analyse des parts de marché des différentes devises. Plusieurs indicateurs sont à considérer.

La part des différentes devises dans le total des avoirs officiels en devises des banques centrales fournit une information intéressante sur le rythme très graduel auquel les banques centrales ont été amenées à diversifier leurs réserves de change. Comme le montre le tableau 1, à s'en tenir à la zone des pays industrialisés, la diversification s'est faite au profit du DM et du yen. La devise américaine a vu sa part de marché dans les réserves de change des banques centrales baisser significativement sur la période 1977-1991, puis remonter un peu par la suite.

Tableau 1 : *Part des différentes monnaies dans le total des avoirs officiels en devises (pays industrialisés) (fin de période en % du total)*

	1977	1980	1984	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Dollar E.U.	89,0	77,6	73,5	67,7	59,6	55,9	55,8	62,8	60,7
Livre sterling	0,9	0,8	1,4	1,5	1,4	1,9	2,0	2,5	2,7
DM	5,4	14,4	15,1	17,3	22,5	21,9	20,0	16,3	19,7
Yen	1,8	3,5	6,3	7,0	8,1	9,6	10,4	8,0	8,7
Autres	2,9	3,7	3,7	6,5	8,4	11,7	11,8	10,4	8,2

Source : F.M.I., rapports annuels

Ces chiffres illustrent une forme *faible* de polycentrisme monétaire, dans laquelle la part de marché du dollar reste encore autour de 60 %, et celle de la devise arrivant en deuxième position, le deutsche mark, atteint un plateau autour de 20 %. Autrement dit, ce qu'il est convenu d'appeler la « triade monétaire » n'en est pas vraiment une pour l'instant, tant restent grands les écarts de parts de marché entre la devise américaine et les autres monnaies. Parler d'oligopole monétaire pour désigner l'évolution et la configuration actuelle du S.M.I. n'a de sens que si cet oligopole est analysé comme il doit l'être, sous un angle notablement dissymétrique.

A partir de chiffres un peu différents, on aboutit au même diagnostic si l'on rassemble les parts de marché des différentes devises dans les opérations financières internationales (tableau 2).

Tableau 2 : *part des différentes monnaies dans les opérations financières internationales (en %)*

	euro-obligations			euro-crédits		
	1992	1993	1994*	1992	1993	1994**
Dollar E.U.	37,4	37,4	38,1	75,4	81,0	88,0
Livre sterling	8,4	10,8	10,5	1,9	2,2	6,1
DM	12,2	13,8	7,7	1,8	3,2	0,5
Ecu	7,7	1,8	2,5	15,0	6,4	0,3
Yen	12,2	11,2	14,3	1,4	0,7	0,1
Franc français	8,8	10,1	10,7	n.d.	n.d.	n.d.
Autres	13,3	14,9	16,2	4,5	6,5	5,0

* 1^{er} semestre 1994 ** de janvier à mai 1994

Source : données O.C.D.E.

Autant la part du dollar reste écrasante pour ce qui concerne les euro-crédits internationaux, autant elle a été ramenée à de plus justes proportions pour les émissions internationales d'obligations (à titre de comparaison avec les chiffres du tableau 2, il faut indiquer que la devise américaine représentait en 1984 près de 80 % du total des émissions euro-obligataires !). D'autre part, l'Ecu, qui continue de représenter une proportion marginale des réserves de change des banques centrales, a affirmé jusqu'à la crise du S.M.E. de 1992-1993 son rôle sur les marchés financiers internationaux.

Last but not least, la diversification des monnaies avec maintien de la prépondérance du dollar s'est également produite pour ce qui concerne la facturation du commerce mondial. Les données sont en la matière plus fragmentaires et plus incertaines. Mais il apparaît que le dollar est la monnaie de facturation d'environ 25 % des exportations mondiales (contre 10 à 12 % pour le DM et 4 % pour le yen).

Les conditions de la concurrence entre les monnaies au plan international

Deux catégories de facteurs conditionnent la concurrence et la hiérarchie entre les monnaies au niveau international : les aspects institutionnels déterminant le degré de mobilité internationale des capitaux déjà évoqués ; les comportements individuels.

La demande d'actifs financiers est avant tout une demande de « caractéristi-

ques ». L'approche en termes de caractéristiques éclaire la tension permanente existant dans les choix de portefeuille : certains facteurs poussent à la concentration des avoirs en un nombre limité de monnaies, voire en une seule, et de ce fait la concurrence entre actifs tourne à l'oligopole, voire au monopole : d'autres forces jouent dans le sens d'une diversification des portefeuilles et d'une compétition plus ouverte entre les monnaies.

Plusieurs facteurs expliquent une relative inertie dans les parts de marché des différentes devises, un phénomène d'inertie (par analogie, on pourrait parler ici d'hystérésis) dans les effets de hiérarchie et de domination monétaires qui fait que le statut international du dollar n'est pas fondamentalement remis en cause par les fluctuations de ses cours, en particulier sa sous-évaluation chronique depuis quelques années à l'égard des grandes devises européennes et du yen.

(i) La sécurité politique et la stabilisation des Etats-Unis.

(ii) Le fait que le dollar reste la seule monnaie complète au plan international. Une monnaie partielle ne rend pas les mêmes services (de liquidité, etc.) qu'une monnaie complète, et ceci intervient dans la demande des divers actifs.

(iii) L'ensemble des services financiers liés à la détention d'un actif (importance des innovations financières, rôle international de la place financière associée à l'actif, etc.). Dans cette ligne, la réticence fondamentale des autorités monétaires allemandes, jusqu'à la seconde moitié des années 80, à laisser se dérouler en Allemagne le même processus d'innovation financière que celui apparu dans les années 1970 aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni a sans doute eu une influence sur le rôle et le statut international du DM par rapport au dollar (la question du taux de change entre ces deux devises relevant d'autres considérations). En sens inverse, le fait que les autorités monétaires allemandes aient accepté depuis 1988-1990 de laisser se développer l'innovation financière (création de la DTB, marché à terme et d'options sur instruments financiers, etc.) devrait, à échéance, avoir des implications pour le rôle international du DM.

Les caractéristiques précédentes sont distinctes, mais peuvent rapprochées de l'analyse présentée par F. Hayek². Selon lui, deux éléments conditionnent la qualité d'une monnaie : son acceptabilité (déterminant les services de liquidités rendus) ; la stabilité dans le temps de sa valeur. L'expérience de ces dernières années montre qu'au plan international, ces deux propriétés sont difficilement conciliables : le dollar a maintenu son acceptabilité malgré l'instabilité de sa valeur. Il faut ajouter que l'instabilité effective ou potentielle de la valeur d'une monnaie risque d'être liée positivement à son acceptabilité : le support offert à la spéculation à la hausse ou à la baisse d'une monnaie est conditionné par l'aire de circulation de cette monnaie. Et c'est une des raisons

2 F. Hayek, *Denationalisation of Money*, *The Institute of Economic Affairs, Londres, 1976*.

pour lesquelles pendant longtemps les autorités monétaires allemandes et japonaises ont été réticentes devant l'essor du rôle international des devises dont elles ont la charge : émettre une monnaie de réserve crée de prérogatives mais aussi des sujétions, en particulier celles qui tiennent aux risques de « surréaction » des marchés. Relier la « qualité » d'une monnaie à son acceptabilité et à la stabilité de sa valeur, c'est l'appréhender à partir de ce bien collectif multi-dimensionnel qu'est la confiance.

L'Ecu dans la concurrence monétaire internationale

L'Ecu actuel, défini comme un panier de monnaies, reste au niveau du Système monétaire européen dans son ensemble comme dans chaque pays membre une monnaie partielle. Ceci apparaît dans la non-utilisation (ou la très faible utilisation) de l'Ecu comme monnaie de facturation et monnaie de règlement des opérations commerciales courantes et dans la dualité de l'Ecu traduite par la juxtaposition de ses formes publique (utilisation dans le circuit des banques centrales et de quelques autres organisations publiques) et privée (usage par les agents privés et sur les marchés de capitaux).

Comment se présente la concurrence entre un panier de monnaies comme l'Ecu et des monnaies particulières, soit composantes du panier (cas du DM), soit externes (dollar, yen, etc.) ?

Sous l'angle de la fonction *transactionnelle* (c'est-à-dire d'intermédiaire entre les échanges), un panier de monnaies ne comporte pas d'avantages par rapport aux monnaies composantes, surtout lorsque, dans le cas de l'Ecu, il oblige à des opérations de « décomposition-recomposition » par les banques, les entreprises, etc. et que sa valeur n'est pas fixée directement mais dépend de celle de ses composantes. Le passage à la monnaie unique en Europe, au plus tard en 1999 d'après le traité de Maastricht, aura pour conséquence de remplacer l'Ecu panier actuel par ce qu'il est convenu d'appeler l'Ecu parité, défini comme tout véritable étalon monétaire à partir de lui-même (et non, comme dans le panier, en partant de la valeur des monnaies composantes). Le remplacement de l'Ecu panier par l'Ecu parité est une condition nécessaire, mais pas suffisante, pour que la monnaie européenne soit à même de satisfaire la fonction d'intermédiaire entre les échanges.

L'Ecu panier actuel est susceptible d'être concurrencé par la multiplication de paniers « ad hoc », constitués par certains agents en fonction de leurs besoins propres, à partir d'un échantillon de monnaies et d'un système de pondération différents de ceux de l'Ecu officiel. Il est surtout concurrencé directement par certaines monnaies le composant, en particulier le DM.

Le statut international de l'Ecu et sa capacité concurrentielle vis-à-vis du dollar et du yen dépendant aussi de la possibilité d'intégrer les deux usages, privé et public.

On peut sans aucun doute proposer des solutions techniques pour établir des passerelles entre l'Ecu privé et l'Ecu public : en encourageant la détention d'Ecus privés par les institutions officielles ; en autorisant une souscription, directe ou indirecte, d'Ecus publics par les organisations privées, etc. La question de la « réunification » de l'Ecu reste avant tout politique : un règlement satisfaisant de ce problème signifierait que l'Ecu est devenu une monnaie complète, ce qui suppose le passage à la troisième phase de l'union économique et monétaire et à la monnaie unique.

Les débats de 1992 sur la ratification du traité de Maastricht, la crise du S.M.E. en 1992-1993 ont fortement secoué l'Ecu. Les chiffres fournis dans le tableau 2 ci-dessus l'illustrent, même s'ils laissent percevoir depuis le début de 1994 l'amorce d'une reprise des émissions euro-obligataires libellées en Ecu.

Polycentrisme monétaire et stabilité

Deux aspects différents doivent être évoqués.

Le rééquilibrage, forcément graduel (compte tenu des inerties évoquées), du S.M.I. va-t-il se traduire par une moindre instabilité du système en général, des taux de change en particulier ? La liaison entre le degré de symétrie du S.M.I. (mais l'argument vaut aussi pour le S.M.E.) d'une part, la stabilité ou l'instabilité du système d'autre part, n'a rien d'automatique. Il existe des arguments venant de la science politique ou de la théorie des relations internationales suggérant qu'un système sans « leadership » est par nature instable et soumis à des conditions de régulation difficiles. Mais il y en a aussi d'autres, issus des mêmes disciplines, débouchant sur des conclusions plus nuancées voire totalement différentes. L'histoire du S.M.I. au XX^e siècle montre la succession de deux dominations monétaires, celle du Royaume-Uni et de la livre sterling, puis celle des Etats-Unis et du dollar. De même, le phénomène d'asymétrie entre l'Allemagne et ses partenaires prévaut depuis l'origine même du S.M.E., non pas dans les statuts mais dans le fonctionnement même du système et il traduit le rôle du DM comme ancre monétaire de l'Europe. Il a fallu attendre les accords de Bâle-Nyborg de septembre 1987 pour introduire un peu plus de symétrie dans les règles du jeu (en l'occurrence dans les conditions des interventions des banques centrales pour faire respecter les marges de fluctuations autorisées), sans pour autant prétendre obtenir vraiment plus de symétrie dans le fonctionnement concret du S.M.E. A travers l'histoire du S.M.I. et l'exemple du S.M.E., on peut avoir le sentiment que la hiérarchie et l'asymétrie (et tout ce qui en découle) sont dans la nature même de l'organisation monétaire internationale, et qu'elles relèveraient d'un principe de régulation incontournable. Si tel est le cas, le rééquilibrage encouru du S.M.I., et qui est loin d'être achevé, ne correspondrait qu'à une phase de transition nécessaire pour qu'une autre monnaie (le yen ? la future monnaie unique européenne ? une autre devise ?) prenne la place du dollar comme

ancêtre monétaire mondiale. A la lumière des chiffres présentés ci-dessus pour illustrer ce que j'appelle la forme faible du polycentrisme monétaire, on comprend que cette phase dite transitoire risque de durer un certain temps.

Le polycentrisme monétaire est-il lui-même une configuration stable dans le temps ? Supposons au départ un système international avec trois monnaies complètes. A partir de là, se fondant sur des critères d'acceptabilité (ou de liquidité), de stabilité des valeurs, etc., les agents établissent une hiérarchie entre les monnaies qui reflète les différences de qualité. Il faut en général s'attendre à ce que la domination exercée par l'une des monnaies rende les autres partielles, et dans cette hypothèse nous sommes ramenés à la forme faible du polycentrisme monétaire. Il faut, plus précisément, envisager deux cas de figure :

1) Les taux de change sont de bons indicateurs non seulement des différences de quantité, mais également des différences de « qualité » entre monnaies. Si les taux de change sont parfaitement flexibles, si les marchés des changes efficaces, la différence de qualité est reflétée sans délais et sans biais dans le système des prix. Il est alors possible que coexistent pendant quelque temps plusieurs monnaies complètes, certaines étant fortement dévalorisées par leur perte de « qualité ».

2) Si les taux de change sont fixes, ou font l'objet d'une surveillance étroite par les autorités monétaires, l'ajustement se fait par d'autres voies que les prix. La différence de qualité n'est que très partiellement reflétée dans les taux de change, et la hiérarchie provoque des phénomènes analogues à ceux popularisés par la loi de Gresham : en vertu de cette loi, un système avec au départ deux monnaies complètes est, sous certaines conditions, transformé en un système avec deux monnaies partielles (la « bonne » exerçant à la limite exclusivement la fonction de réserve de valeur, la « mauvaise » devenant seulement intermédiaire entre les échanges avec une vitesse de circulation infinie).

Un système monétaire multi-devises, fonctionnant avec plusieurs monnaies complètes (forme forte du polycentrisme monétaire) reliées par des taux de change fixes ou étroitement gérés par les autorités monétaires, a toutes les chances d'être dynamiquement instable. Il risque, tôt ou tard, de se transformer soit en un système avec une seule monnaie complète, les autres redevenant partielles (retour à un quasi-monopole), soit en un système dans lequel n'existe aucune monnaie complète mais fonctionnant seulement avec des monnaies partielles. Une telle conclusion ne concerne pas la forme dite faible du polycentrisme monétaire, celle qui aujourd'hui prévaut mais qui, comme nous l'avons vu, est destinée à se modifier.

Défis persistants pour le S.M.I. et le S.M.E.

La convergence en Europe

Le S.M.E. à bande large va durer bien plus longtemps qu'il n'était prévu au moment de son adoption le 2 août 1993. Il va sans doute rester en place pour l'essentiel de la phase 2 de transition vers l'union économique et monétaire, qui s'est ouverte en janvier 1994 avec la création de l'Institut Monétaire Européen (I.M.E.).

La plupart des débats — sur le « noyau dur », l'Europe monétaire à « plusieurs vitesses », etc. — tournent autour des conditions d'application des critères de convergence définis par le traité de Maastricht. Les critères retenus par le traité relèvent d'une logique de convergence *nominale*, plus que d'une approche de convergence réelle. Il existe des critères fondamentaux (inflation, ratio du déficit public au PIB, ratio de la dette publique au même PIB, taux d'intérêt à long terme, condition de respect des marges « normales » de fluctuation des taux de change, rendue ambiguë depuis le passage au S.M.E. à bande large), et des critères secondaires. A propos de ces derniers critères, l'article 109 J du traité précise que « les rapports de la Commission et de l'I.M.E. tiennent également compte du développement de l'Ecu, des résultats de l'intégration des marchés, de la situation et de l'évolution des balances des paiements courants, et d'un examen de l'évolution des coûts salariaux unitaires et d'autres indices de prix ». En outre, une partie du débat déjà intervenu mais aussi à venir tien au fait que le traité laisse la porte ouverte à des interprétations plus ou moins strictes des conditions de convergence lorsqu'il indique la possibilité de tenir compte, en plus des niveaux des critères fondamentaux, de leur profil d'évolution au cours du temps. Ainsi, à propos du ratio de la dette publique au P.I.B. et du ratio entre le déficit public et le P.I.B., l'article 104 C suggère à la Commission d'apprécier si ces ratios, bien que dépassant la valeur de référence, ont diminué « de manière substantielle » (pour le ratio déficit public/P.I.B.) ou « suffisamment » (pour le ratio dette publique/P.I.B.).

Le débat va bien au-delà de considérations techniques. Car, des conditions d'application des critères de convergence vont dépendre à la fois le contenu concret de l'Europe à « plusieurs vitesses » et le périmètre du « noyau dur » de pays susceptibles de passer à la phase 3 conformément au calendrier posé par le traité. Il ne faudrait pas négliger l'importance de la conjoncture : de même que la récession a accentué les écarts par rapports aux valeurs de référence de certains indicateurs de convergence (exemple des critères relatifs aux finances publiques), de même la reprise économique devrait faciliter la convergence (même exemple des finances publiques). Mais elle n'évitera pas des réformes et des ajustements structurels de la part de certains Etats membres.

L'actualité du paradoxe de Triffin

L'économiste belge Robert Triffin a, de sa chaire à Yale, envoyé un message clair dès 1957 : il existe une contradiction de fond dans le fonctionnement même de l'étalon de change-or. En effet, l'approvisionnement de l'économie mondiale en dollars, indispensable pour financer la croissance du commerce mondial, nécessite des déficits structurels de balance des paiements des Etats-Unis (s'acquittant de leurs dettes en réglant dans leur propre monnaie : c'est l'image du « déficit sans pleurs » chère à Jacques Rueff). Mais au fur et à mesure que les non-résidents engrangent des dollars, ils risquent de perdre confiance dans la stabilité de la devise américaine. Donc il est très difficile d'assurer à la fois une liquidité suffisante dans l'économie internationale et le maintien de la confiance dans la monnaie de réserve. Le paradoxe de Triffin a commencé à s'imposer au début des années 60, dès que les créances en dollars des non-résidents ont commencé à dépasser la valeur du stock d'or américain.

Le problème posé par le paradoxe de Triffin dépasse le cas de la devise américaine et il a survécu sans difficulté à la décision d'inconvertibilité du dollar en or d'août 1971. Il souligne les contradictions d'un système monétaire international construit autour d'une monnaie nationale. Dans un système international multi-devises, le paradoxe subsiste même s'il est moins intense puisque les responsabilités monétaires reposent sur la coexistence de plusieurs devises. Le paradoxe de Triffin serait a priori beaucoup plus atténué dans l'hypothèse d'une triade monétaire (Etats-Unis, Japon, Europe) correspondant à la forme forte de polycentrisme monétaire, que dans la configuration actuelle représentative d'une forme faible de polycentrisme.

L'improbable retour à Bretton Woods

Le « triangle d'incompatibilité » suggère qu'il faudrait une dose très étendue de coordination des politiques économiques, politiquement difficile à réaliser à court-moyen terme, pour concilier changes stables et parfaite mobilité du capital. Il y a quelques années, il était de bon ton d'évoquer le scénario de généralisation du S.M.E. à l'échelle mondiale, c'est-à-dire en fait de retour au système de changes fixes mais ajustables mis en place à Bretton-Woods. Après les crises du S.M.E. de 1992-1993, la situation s'est modifiée. Il est apparu qu'au lieu d'entrevoir la possibilité d'une généralisation mondiale du S.M.E., c'est plutôt l'inverse qui s'est produit : le passage au S.M.E. à bande large a, dans les principes plus que dans les faits, rapproché l'espace européen du système de changes flottants qui prévaut dans le S.M.I. depuis mars 1973.

Quel est l'avenir des « zones-cibles » (*target zones*) pour les taux de change, configuration intermédiaire entre le système de Bretton-Woods et les changes flottants ? Pour répondre à cette question, il faut d'abord se référer à quelques leçons des expériences depuis 1985.

Dans la gestion du flottement des changes, une différence de degré est apparue à l'occasion des accords du Plaza (septembre 1985) et du Louvre (février 1987). Ces accords ont été négociés dans le cadre du groupe des sept pays les plus industrialisés, le G7. Au Plaza, il s'agissait d'ordonner quelque peu la décrie du dollar, en baisse depuis février 1985. Au Louvre, il fallait essayer de stabiliser le dollar aux niveaux atteints, grâce à la fixation de « zones-cibles » pour les taux de change entre le dollar, le yen et le deutsche mark. Ces « zones-cibles » n'ont pas été affichées en février 1987 par les autorités monétaires, mais les marchés ont voulu très rapidement les découvrir. Elles étaient d'ailleurs définies de façon relativement large autour de taux de change « d'équilibre ». On voit ainsi qu'un régime de « zones-cibles » soulève de nombreuses interrogations : comment définir et calculer les taux de change de référence ? Faut-il afficher ou non les « zones-cibles » ? Comment les faire respecter ?

Les accords du Louvre ont été appliqués pendant environ une année, avant que la pression des marchés ne les remette en cause. L'expérience de l'année 1987 suggère d'ailleurs le risque que des phénomènes de report de volatilité du marché des changes vers les marchés de taux d'intérêt n'interviennent. En effet, la stabilisation du dollar a nécessité une remontée des taux d'intérêt américains. Face à des chocs, internes ou externes, d'offre ou de demande, certaines variables doivent supporter le poids de l'ajustement. Même si la stabilité des changes est en soi préférable, la question est de savoir à quelles conditions elle est obtenue (la volatilité inéliminable est-elle transférée vers les taux d'intérêt ?) et de comparer différents régimes d'ajustement.

Malgré l'expérience mitigée des accords du Louvre, le thème des « zones-cibles » reste à l'ordre du jour. Ainsi, la commission présidée par Paul Volcker, ancien président de la Réserve fédérale, et portant sur la réforme du S.M.I. a, en juillet 1994, suggéré un schéma qui s'apparente d'assez près à celui mis en place au Louvre. Mais vu l'importance des chocs dans l'économie mondiale et l'état de la mobilité des capitaux, il faut veiller à ne pas détruire prématurément et définitivement la crédibilité de la démarche à partir des « zones-cibles ». Il serait trop risqué de prétendre, aujourd'hui ou à court terme, refaire les accords du Louvre de 1987. Ceci dit, à plus long terme, l'approche par les « zones-cibles » reste sans aucun doute celle qu'il faudrait privilégier dans le cheminement vers des changes structurellement plus stables.

La coordination à défaut d'un véritable système monétaire international ?

Près de dix ans après la réunion du Plaza, on peut tirer quelques conclusions de l'expérience internationale.

1) Le besoin de coordination est renforcé par l'interdépendance croissante des économies tant dans le domaine financier qu'en matière commerciale.

2) La coordination internationale peut être plus ou moins ambitieuse. Elle

va du simple échange d'informations — étape importante mais pas nécessairement compromettante — jusqu'à la mise en commun d'objectifs et/ou d'instruments.

3) Si la coordination *a posteriori*, en fait simple constat des évolutions passées, n'a pas eu de difficulté à s'imposer, la coordination *a priori*, la seule digne de ce nom, est plus délicate à mettre en œuvre. Elle implique de mettre à plat les problèmes, de disposer d'une batterie d'indicateurs (soldes budgétaires, croissance des agrégats monétaires, soldes extérieurs, taux de change nominaux et taux de change réels, etc.) harmonisés et acceptés par tous. Rien que cet exercice statistique soulève déjà de redoutables problèmes.

4) La coordination passe par ce qu'il est convenu d'appeler la surveillance multilatérale. Celle-ci signifie qu'après avoir analysé la situation, les experts et les politiques débouchent sur des recommandations (exemples : le Japon est incité à stimuler sa demande intérieure pour relancer son économie et réduire son excédent extérieur, l'Allemagne à accélérer la baisse de ses taux d'intérêt à court terme...). Pour que les recommandations en question soient crédibles et considérées comme telles par les marchés, encore faut-il se donner les moyens de les faire respecter. La discipline et d'éventuelles sanctions doivent faire partie des règles du jeu d'une coordination internationale véritable. Et c'est justement là que jusqu'à présent le bât blesse. La coordination internationale tentée depuis dix ans s'est à de nombreuses reprises heurtée au poids des comportements purement nationaux, à une logique de concurrence entre Etats (illustrée, entre autres, par le phénomène de déréglementation compétitive par lequel chaque pays cherche à attirer au détriment des autres le maximum d'activités, de capitaux...) qui l'emporte souvent sur une logique plus coopérative.

5) Dans le contexte de l'Union européenne, la coordination des politiques économiques (politiques monétaires, politiques budgétaires et fiscales, etc.) est plus poussée que dans le cadre du G7. Mais elle bute aussi sur des difficultés et des résistances. Dans l'avenir, il sera essentiel de mieux articuler les niveaux régionaux et mondial de coordination des politiques.

Encore faut-il pouvoir s'appuyer sur des mécanismes institutionnels adaptés aux objectifs de la coopération internationale. A cet égard, plusieurs axes doivent être privilégiés :

— Il faut renforcer l'articulation entre les initiatives prises par le G7 et celles des organismes internationaux.

— La question de la représentativité du G7 doit être abordée de façon pragmatique. C'est d'ailleurs dans cet esprit que la Russie est progressivement associée aux travaux du G7. Il faudra traiter également de façon pragmatique l'association des pays émergents (d'Asie, d'Amérique latine...) aux projets des pays les plus industrialisés.

— Le F.M.I. doit reprendre l'initiative en matière de taux de change.

Accaparé dans les années 80 par l'urgence de la question de la dette des pays en développement, le Fonds doit profiter de ce que ce problème est en grande partie surmonté — grâce aussi à son intervention — pour centrer à nouveau l'attention sur les changes.

— Il faut à terme se fixer des objectifs ambitieux pour la stabilité monétaire internationale, et en même temps ne pas précipiter les évolutions. Un retour prématuré à des marges de fluctuations trop faibles pourrait définitivement entacher la crédibilité de schémas plaqués sur une réalité complètement renouvelée. Mieux vaut préparer, patiemment mais sûrement, les changements souhaités plutôt que de risquer de nouvelles déconvenues.

Les Etats nations face aux marchés financiers

Que le raisonnement soit mené pour le monde dans son ensemble ou pour le seul espace européen (lui-même en cours d'extension), il doit passer par quelques constats et étapes incontournables.

Avec la globalisation financière, la notion de souveraineté monétaire prend un autre contenu, qui sera lui-même remis en question selon le degré de l'intégration monétaire européenne (pour ne parler que de celle-ci).

Il est courant de dénoncer l'aveuglement, ou tout au moins la myopie des marchés financiers. Certes, ces derniers paraissent parfois sensibles à des « fondamentaux » qui ne sont pas les plus décisifs aux yeux des économistes ou des hommes politiques, et ils surréagissent. Mais, malgré ces limites, il faut aussi reconnaître que les marchés de capitaux servent de forces de rappel aux politiques économiques, induisant celles-ci à corriger des déviations trop criantes (par exemple, à corriger des déficits budgétaires insoutenables à moyen-long terme). Le problème n'est donc pas de restreindre le jeu des marchés, ce qui serait techniquement délicat et économiquement inefficace, mais de permettre aux autorités et aux politiques économiques de s'ajuster au nouveau contexte. Quatre dimensions sont à privilégier :

1) Même si les marchés financiers sont souvent moins myopes qu'on veut bien le dire et même s'ils développent sur certaines questions une capacité d'anticipation étonnante, leur horizon reste marqué par le court terme. L'horizon diffère selon la nature des intervenants (courtiers, investisseurs individuels, investisseurs institutionnels...), mais l'agrégation de ces différents horizons, variable selon la conjoncture, débouche souvent sur du court terme. La politique économique, au lieu de se laisser polluer par le syndrome du court terme comme cela a été souvent le cas depuis le début des années 80, doit s'efforcer de maintenir des caps à moyen terme.

2) La libéralisation financière ne peut dégager le maximum d'avantages que si elle est accompagnée d'une « reréglementation » exigeante, visant à limiter l'instabilité financière et les risques de système, et consistant dans la définition de nouveaux ratios de solvabilité, de principes de transparence et de règles

comptables adaptées à la complexité des marchés (exemple des instruments dérivés), etc. S'il y a un domaine où, depuis quelques années, la coordination internationale a fait des progrès notables, c'est bien celui de la réglementation prudentielle, grâce aux discussions menées à Bâle (Banque des règlements internationaux) et à Bruxelles (Commission européenne).

③ Il arrive que la coordination des autorités de tutelle à l'intérieur d'un pays donné se révèle plus problématique que certains exercices de coordination internationale. Il y a là un défi que les crises financières rendent parfois patent, mais qu'il faudrait arriver à régler pour les périodes « normales », c'est-à-dire sans attendre la crise. La globalisation financière, qui comporte de multiples avantages, nécessite une concertation approfondie, et même des mécanismes institutionnels appropriés, pour articuler par exemple les activités bancaires et les activités de marché.

④ Désormais, les marchés financiers représentent une force de frappe sans commune mesure avec les réserves de change des banques centrales. Ainsi même lorsqu'elles interviennent de manière coordonnée au plan international, sur le marché des changes, les autorités exercent une action d'efficacité limitée. Les politiques monétaires se doivent en fait de donner une réponse qualitative au déficit quantitatif représenté par les marchés financiers. Comment ? En émettant des signaux et des informations qui seront jugés crédibles par les marchés, parce qu'ils proviennent de banques centrales indépendantes, pratiquant une politique stable et inspirant confiance. Plutôt que de rêver à d'illusoires barrières réglementaires qu'il serait tentant de réintroduire, les autorités monétaires doivent désormais compter sur leur réputation, leur crédibilité et leur capacité à mettre en œuvre une coordination internationale adaptée à la globalisation et au rôle des marchés de capitaux.