

## TABLE RONDE <sup>1</sup>

### L'ÉTAT DE LA COOPÉRATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Participaient à cette table ronde :

Christian de Boissieu, *Professeur à l'Université Paris-I  
(Panthéon-Sorbonne)*

Pierre Jacquet, *Directeur adjoint de l'Institut français de recherche inter-  
nationale*

Anne le Lorier, *Ancien Administrateur suppléant au Fonds monétaire  
internationale*

Thierry Walrafen, *Directeur des affaires européennes et internationales de  
la Caisse des dépôts et consignations*

Eric le Boucher, *Rédacteur en chef adjoint, Journal Le Monde*

163

*E. le Boucher* : On attribue aux accords du Plaza en septembre 1985 la véritable naissance d'une coopération économique internationale ; pourquoi à ce moment-là, a-t-on eu besoin de mettre en place des exercices de coordination économique internationale et quels effets ont-ils engendrés depuis ?

*C. de Boissieu* : Les exercices de coordination internationale ne sont pas nés à proprement parler en 1985. Auparavant il y a eu d'autres formes de coordination internationale et l'on peut considérer par exemple que la réunion des Açores en décembre 1971 entre Nixon et Pompidou constitue historiquement un précédent de coordination internationale, bilatérale en ce cas. Il y a toujours eu des rencontres internationales y compris sur les problèmes monétaires internationaux, mais c'est effectivement à partir des accords du Plaza que la coopération mondiale est reconnue véritablement comme indispensable.

Essentiellement, ce besoin traduit une volonté de tirer les conséquences du fait que le monde a changé. Le point central de ce changement, à la base de tout débat sur la coordination internationale, est la montée de la mobilité internationale du capital.

---

<sup>1</sup> Cette table ronde a été organisée le 13 juin 1995 par la Revue d'économie financière.

Ce fait, qui est une conséquence de la déréglementation, a des conséquences à son tour sur les problèmes réglementaires et de coordination. Sans refaire l'histoire du système monétaire international, on peut dire qu'entre 1945 et 1958 Bretton Woods a fonctionné avec une assez faible mobilité internationale du capital. Ce n'est qu'à la fin des années 50 que les grandes devises sont revenues à la convertibilité externe et que la mobilité internationale du capital a tendanciellement augmenté dans les années 60. Or, on sait — et j'aurais tendance à mettre cela en exergue à propos de la question du pourquoi —, qu'on ne peut pas avoir à la fois des changes stables, une parfaite mobilité du capital et des politiques économiques nationales autonomes. C'est le fameux triangle d'incompatibilité qu'a redécouvert l'Europe, mais qu'il faut appliquer au plan de l'économie mondiale pour comprendre ce qui se passe (ou ne se passe pas) en matière de coopération mondiale.

Dans le contexte d'augmentation de la mobilité du capital des années 70, certains pays ne pouvant pas (ou ne voulant pas) se coordonner, le triangle a cédé sur le pôle du change fixe. La mort de Bretton Woods en 1971-1973, traduit la nécessité de passer à des changes flottants pour pouvoir concilier la mobilité du capital qui avait augmenté de manière assez sensible, avec des politiques économiques nationales toujours jalouses de leur souveraineté et de leurs prérogatives. Les exercices de coordination internationale ont été une tentative pour concilier une mobilité des capitaux encore plus grande, bien que certains pays comme la France ait conservé pendant longtemps le contrôle des changes, et une certaine stabilité des changes. Cette volonté impliquait de céder sur le pôle de l'autonomie des politiques nationales.

Une des difficultés majeures de la coopération est liée à cette autonomie. Il y a, en effet, une ambiguïté fondamentale dans le concept de coordination. La coordination peut aller d'un degré zéro qui consiste à se rencontrer et ne rien faire, à un degré epsilon qui consiste à se rencontrer pour faire circuler de l'information ce qui, vous en conviendrez, n'est pas un degré très élevé de coordination internationale des politiques économiques. Il y a des degrés plus ambitieux qui consistent à mettre en commun, par des voies multilatérales, des objectifs et/ou des instruments de politique économique. La forme la plus intense de coordination étant l'intégration, voire la fusion des centres de décisions. Les accords du Plaza et l'accord du Louvre étaient une réponse à l'instabilité des changes, plus ambitieuse que ce que l'on avait connu avant. L'instabilité financière ambiante a amené une réponse politique par les exercices de coordination, parce qu'elle était la conséquence des divergences nationales dans un contexte de parfaite mobilité des capitaux.

Outre cette raison économique fondamentale, il y a aussi des arguments

politiques. Dans les années 80, certains des pays du G7 étaient politiquement mieux préparés à cette coordination qu'ils ne l'étaient dans les années 70, notamment pour calmer le jeu sur les marchés, par exemple en matière de taux de change.

Aujourd'hui, dans la mesure où je mets au centre de mes analyses la libéralisation financière comme force d'appel à la coordination internationale, il me semble essentiel de savoir si la libéralisation financière est irréversible. A cette question ma réponse est : oui à l'horizon de ces dix prochaines années, mais il y a actuellement comme vous le savez, un débat sur les possibilités techniques (taxe sur les opérations de change, etc.) auxquelles pour ma part je ne crois pas, de réduire la mobilité internationale des capitaux.

*T. Walrafen* : Faire mourir Bretton Woods en 1971-1973, c'est l'assimiler et le réduire à un régime de change particulier. C'est oublier que l'objectif de Bretton Woods est clairement la libéralisation des mouvements de capitaux. C'était l'objectif fixé en 1944 ; tant qu'il y a liberté de circulation des capitaux, Bretton Woods vit. Si je ne suis pas d'accord avec C. de Boissieu pour dire que Bretton Woods est mort, je pense en revanche qu'il a raison de considérer les Açores comme un exemple de coopération internationale, c'est-à-dire comme l'exemple d'une forte entente internationale qu'on retrouvera en 1985.

J'insiste sur cette forte entente, parce que la deuxième observation à faire est que ces deux moments (1971, comme 1985) ont en commun la crise. La coordination est nécessaire quand les choses vont mal. Pourquoi la situation était-elle désastreuse en 1985 ? Parce qu'à refuser de se coordonner pendant des années, on en était arrivé à des taux de change insupportables non pas en terme de volatilité, mais en niveau.

En septembre 1981 la couverture de la revue *Institutional Investor* annonçait le « coming decline of the dollar »<sup>2</sup> ! Dès cette époque, on savait que le dollar était trop haut et il n'a cessé de monter jusqu'au début de 1985. C'était littéralement paniquant. Mais c'est cette panique qui a permis l'effort de coordination.

*P. Jacquet* : Je partage entièrement l'accent mis sur le rôle et l'ampleur de l'exercice de Bretton Woods qui est à mon avis, bien plus que l'exercice récent, le premier succès véritablement marqué de coopération internationale. D'autres exemples valident l'hypothèse de T. Walrafen sur la coopération en temps de crise, notamment dans les années 30. La création de la Banque des règlements internationaux (BRI) est l'un des premiers succès à cet égard, parce qu'à cette époque il s'agissait de coopérer pour gérer une crise monétaire mondiale.

---

2 - *Le dollar va baisser* (NDR).

A propos du pourquoi et de la nature de la coordination, je serai tenté de revenir aux enseignements de la micro-économie. La coordination est nécessaire dans deux cas majeurs. Premièrement, quand on a un bien public à produire, et on sait que l'action décentralisée ne le produira pas. La question est alors de savoir ce qu'est un bien public international. Est-ce que, comme je le pense, la stabilité des changes en est un ? C'est une question qui demande des analyses précises. Deuxièmement, quand le marché ne fonctionne pas, quand on est confronté aux échecs du marché, aux « market failures », qui peuvent être liées au petit nombre d'acteurs importants, aux effets externes, ou encore à des problèmes d'information. En matière financière internationale les surréactions sont bien connues : la crise mexicaine, la surréaction des taux de change, en sont des exemples parmi bien d'autres. Ces deux raisons doivent guider la réflexion sur ce que doit être la nécessité de la coopération.

Quant à la nature de la coopération, je serais tenté d'en dresser une typologie simplifiée : (i) la coopération systémique qui consiste à créer un système. Bretton Woods est un exemple de coopération systémique. La question est aujourd'hui de savoir quels changements apporter au système. (ii) La coopération discrétionnaire qui ressemble aux exercices de coordination des années 80.

166

Dans ce dernier cas, il faut distinguer à nouveau trois sortes de coopération discrétionnaire. La coopération « ex ante » qui consiste à prévenir les crises, mais il y a peu d'exemples montrant que ce soit possible, sauf peut-être après le krach d'octobre 1987. Rappelez-vous la déclaration de ces quatre-vingt dix-neuf économistes qui estimaient que cette crise pourrait s'aggraver et prendre une ampleur comparable à celle des années 30. On a dit qu'ils s'étaient trompés... Je ne sais pas s'ils s'étaient trompés, mais leur message a tellement porté qu'il y a eu une relance coordonnée de la politique monétaire. On peut interpréter cela comme un exemple de coordination ex ante, mais les exemples de coordination de prévention de crise sont rares. En revanche, on trouve pléthore d'exemples d'une coopération « ex post » de gestion de crise : la réaction à la crise mexicaine en fournit l'un des exemples les plus récents. Ce que l'on appelle « coordination des politiques économiques » relève d'un troisième type de coopération discrétionnaire visant à répartir les rôles, en matière de politiques économiques, en vue de la poursuite d'objectifs communs. Je crois qu'il est important de faire cette distinction de terminologie sur la nature de la coopération.

L'assainissement de la mobilité des capitaux a sans doute été l'une des évolutions majeures de l'économie internationale. Mais il ne faudrait pas réduire la coopération simplement à ses aspects macro-économiques et monétaires. Il ne faut pas oublier deux autres changements essentiels dans

l'économie mondiale, qui ont pris place sur la durée. (i) La montée des marchés dits émergents qui pose notamment un problème de coopération en matière de commerce international. La question est de savoir comment intégrer les pays émergents, préserver le système commercial libéral et accepter la concurrence que ces pays nous livrent ? (ii) La persistance, voire l'aggravation de la pauvreté ; parce qu'un des objectifs de la coopération peut être justement de réduire les écarts criants de revenus. La marginalisation de pays en développement qui ne parviennent pas à se développer et le succès de marchés émergents sont deux aspects importants qui font partie des changements de l'économie mondiale par rapport à l'idée que l'on s'en faisait dans les années 70 et 80.

Un autre facteur important à prendre en compte est la tendance, lorsqu'on parle de mobilité des capitaux, à ne voir que les aspects de capitaux à court terme parce que ce sont ceux qui nous préoccupent et qui créent l'instabilité monétaire et financière, mais il ne faut pas négliger l'accroissement de la mobilité des capitaux à long terme, notamment l'investissement direct. Il pose aussi un problème de coopération comme l'illustrent les débats autour des délocalisations ; des règles communes pour l'investissement direct mondial seraient un bien public international.

*E. le Boucher* : A. le Lorier, que pensez-vous du constat à propos de ce triangle d'incompatibilité et du jeu de la crise ?

167

*A. le Lorier* : Mes remarques seront complémentaires. Tout d'abord, je crois important de ne pas faire de confusion entre les instruments de coopération et le degré de coopération internationale. Bretton Woods est un exemple extraordinaire de coopération institutionnelle, alors pourquoi a-t-il échoué ? En grande partie en raison de l'asymétrie dans la volonté des Etats de se soumettre aux disciplines de Bretton Woods. Chacun a en tête les Etats-Unis. Cette remarque vaut également pour les autres formes de coordination internationale citées par P. Jacquet et T. Walrafen. Dans une coopération, qu'elle soit de prévention ou de gestion de crise, il faut qu'il y ait acceptation d'une certaine symétrie dans l'abandon des souverainetés nationales. Il faut distinguer le degré de volonté politique des Etats et la palette des instruments disponibles. Or l'expérience montre que chacun d'eux ne peut fonctionner durablement que s'il n'y a de la part de chacun des Etats participants de bonnes raisons de vouloir coopérer.

Deuxième remarque complémentaire de ce qui a été dit : T. Walrafen rappelait ce qu'était l'humeur américaine dans le début des années 80 ; il ne faut pas oublier qu'il y avait à cette époque plusieurs centaines de propositions de lois protectionnistes sur la table du Congrès américain. Une des explications, qui n'est pas du tout académique, de la coopération de Plaza, consiste à se placer d'un point de vue micro-économique. Parmi

les inconvénients de la surévaluation du dollar, on a l'habitude d'évoquer les déséquilibres insupportables de balance des paiements qui en résultaient. En réalité, dans la pratique des choses, c'est un courant protectionniste considérable qui a mis l'administration américaine au pied du mur : soit on gérait les problèmes de surévaluation du dollar, soit on était confronté à la menace protectionniste de la fermeture du marché.

On trouve dans ces deux remarques l'explication de ce qu'on observe depuis 1971. Pourquoi est-on contraint à une coopération pour faire face à des crises, parfois pour les prévenir, mais rarement ? Parce que c'est seulement dans de telles circonstances que les Etats sont prêts à abandonner une partie de leur souveraineté nationale et ce davantage pour des raisons internes que pour des considérations externes.

*E. le Boucher* : Depuis, dix ans, les Etats-Unis ont-ils acceptés de céder un peu de leur autonomie économique nationale ?

*A. le Lorier* : Pas véritablement. Le Congrès américain n'a jamais pris ses décisions budgétaires en fonction de la situation économique mondiale. En revanche, il est vrai que, par périodes, les Etats-Unis ont accepté de coordonner des actions instrumentales, qu'il s'agisse de l'action sur les taux d'intérêt ou sur les taux de change. A la suite du krach de 1987, il y a eu un véritable effort de coordination, mais là aussi il y a une explication liée aux intérêts nationaux. Je me souviens du 19 octobre 1987 : durant le mois de septembre, les autorités allemandes et américaines s'étaient adressées publiquement des insultes courtoises mais fermes sur le thème « l'autre mène une politique monétaire imbécile ». C'était dévastateur. On était dans une situation de non-coopération, voire de conflit ouvert qui a été sanctionnée par le krach (qui reposait par ailleurs sur d'autres facteurs). Il y a eu ce jour là une prise de conscience brutale que l'absence de coopération pouvait avoir pour chacun des pays concernés des conséquences internes dévastatrices.

*E. le Boucher* : Si on croit à la théorie de la coopération de crise, celle-ci risque de disparaître en cas de reprise économique. Au total, peut-on penser que les différents pays ont un intérêt commun à coopérer ou bien n'ont-ils que des intérêts foncièrement opposés ?

*A. le Lorier* : Je ne le pense pas. C'est pourquoi il ne s'agit pas essentiellement à mes yeux d'un problème théorique. Vous parliez de bien public ; je pense que chaque pays devrait pouvoir aujourd'hui prendre en compte le fait qu'il y a eu une coïncidence préoccupante entre l'instabilité financière ou monétaire et les crises économiques des dernières décennies.

*E. le Boucher* : Est-ce que ce n'est pas une vision trop hexagonale ? La

France a toujours été à la pointe du combat pour discipliner les relations monétaires internationales et pour transformer les marchés en jardin à la française.

*A. le Lorier* : C'est effectivement la vision de la France, mais elle est largement relayée aux Etats-Unis. On peut citer l'Institut de F. Bergsten qui a une audience importante, ou encore la Commission du cinquantième anniversaire de Bretton Woods qui a réuni des experts américains, japonais, allemands de haut niveau et qui ont développé un plaidoyer pour la stabilisation du système monétaire internationale. Mais le problème dépasse les changes, il concerne aussi la volatilité des marchés d'actions et la volatilité des marchés de taux, ce qui nous place au-delà de la stabilisation du taux de change stricto sensu. C. de Boissieu ou P. Jacquet sont plus qualifiés que moi pour dire si sur un plan théorique l'intérêt bien compris des Etats ou des blocs régionaux est d'avoir un minimum de stabilité.

Il est possible de raisonner de manière pragmatique et d'analyser les situations des gouvernements de chacun des pays concernés à un moment donné. Que ce soit lors de la crise pétrolière, de la crise de la dette, de la crise du dollar, du krach boursier de 1987, du krach obligataire de 1994 ou de la sous-évaluation du yen : à chaque fois, il y a eu d'une manière ou d'une autre, le sentiment de la part de tous les pays participants qu'il y avait quelque chose à faire qui serait bénéfique pour tous et pour chacun d'eux. Probablement dans des proportions variables, mais il me semble qu'a prévalu, dans tous les cas, le sentiment que l'intérêt national rejoignait un intérêt commun qui était d'essayer de gérer le mieux possible les conséquences d'une crise. Il reste à passer au stade de la prévention.

169

*P. Jacquet* : Les succès actuels de la coopération prouvent que les intérêts ne sont pas toujours opposés. Les conflits sont à la fois le signe de l'interdépendance et du besoin de coopérer, il ne faut donc pas opposer conflit et coopération qui vont souvent de pair. On observe par exemple en matière de commerce international une assez grande coopération, c'est là aussi une reconnaissance que les intérêts des différents pays ne sont pas opposés.

*E. le Boucher* : Vous faites allusion à la naissance de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC) ?

*P. Jacquet* : Oui et, sur une période plus longue, je pense au succès des négociations commerciales multilatérales depuis la fin de la seconde guerre mondiale qui sont des actions importantes à l'actif de la coopération.

Parmi les grands changements évoqués par C. de Boissieu, se trouve la difficulté croissante de préciser ce qu'est l'intérêt national. Cette difficulté

est en partie liée à la mobilité des capitaux et au rôle accru des secteurs privés dans l'économie. A partir du moment où cet intérêt national est difficilement définissable, il devient encore plus délicat de le distinguer de l'intérêt des producteurs nationaux et de comprendre que la compétition que peuvent se livrer des producteurs de différentes nationalités dans différents pays n'est pas une confrontation entre intérêts nationaux, mais qu'elle peut déboucher, au contraire, sur une situation qui aille dans l'intérêt des divers pays auxquels appartiennent ces producteurs.

*E. le Boucher* : Vous pouvez prendre un exemple.

*P. Jacquet* : Le secteur automobile européen a fait d'énormes progrès grâce à la concurrence et à l'ouverture, or lorsqu'il y a été confronté dans les années 80, il n'a pas dû penser y trouver son intérêt. En tant que simple citoyen observateur, j'estime que cela a amélioré le bien-être et l'intérêt national de notre pays : on a aujourd'hui des constructeurs automobiles plus compétitifs qu'ils ne l'étaient dans les années 80. La concurrence a joué là dans le sens de l'intérêt national alors que ce n'était pas évident à percevoir au début.

170

Je voudrais revenir un instant sur le dollar et l'attitude américaine, que vient d'évoquer A. le Lorier. Les Etats-Unis ne se préoccupent du dollar que dans les situations extrêmes : au début de l'année 1985, Reagan promet « plus jamais on ne laissera un dollar surévalué nuire à nos fermiers ou à nos exportateurs » ; ou bien, cas de figure inverse, lorsque le dollar est si faible qu'il devient un problème à la fois pour la position symbolique des Etats-Unis et pour le risque d'inflation, comme à la fin des années 70. La faiblesse actuelle du dollar va peut-être, petit à petit, amener un changement d'attitude, comme ce fut le cas en 1979, mais aujourd'hui en termes effectifs par rapport à un panier de monnaie, le dollar n'est pas aussi faible qu'on le pense vu d'Europe.

A propos de Bretton Woods, je ne parlerais pas non plus d'échec. La grande flexibilité qui a caractérisé l'évolution monétaire internationale est source de beaucoup de problèmes, mais elle a permis de gérer une quantité phénoménale de changements dans l'économie mondiale sans crise majeure, c'est-à-dire sans crise de l'ampleur des années 30.

*T. Walrafen* : Je pense aussi que les institutions qui ont été créées à Bretton Woods ont démontré une capacité exceptionnelle à faire face aux besoins changeants. La crise mexicaine a été résolue grâce au FMI, soit, stricto sensu, par Bretton Woods. La libération des mouvements de capitaux, objectif premier que l'on recherchait, a été atteint. C'était le bien collectif de Bretton Woods. Il est vrai qu'on n'a pas pu obtenir trois biens collectifs, en même temps quand ils sont incompatibles : la libération des échanges, la stabilité des changes et l'autonomie des politiques nationales

(qui est un bien collectif auquel tout le monde est attaché mais individualisé pour chaque pays).

Le problème est que tout effort de coopération suppose de la part de chacun des participants, de renoncer pour un certain temps à son autonomie. Ce renoncement est en soi un coût pour celui qui y consent. Ce coût est à comparer à d'autres ; d'où le rôle des crises : elles modifient les rapports de coût en faveur de la coopération. Les institutions internationales : elles sont permanentes, elles sont là quand la coopération redevient souhaitée, elles sont très importantes dans ce que j'appelle la réussite de Bretton Woods.

*A. le Lorier* : Il me faut corriger une erreur de langage. Je ne parlais pas d'échec de Bretton Woods au sens d'un échec de tous les objectifs et tous les résultats visés par ces accords. Je parle d'échec au sens où un système institutionnel en tant que tel n'est pas suffisant pour imposer une volonté de coopération. C'est pourquoi je trouve important de distinguer la volonté de coopération de son instrumentation. Il est vrai que l'instrumentation de Bretton Woods est remarquablement durable et efficace, il est également vrai qu'à elle seule, elle n'a pas suffi à entretenir un esprit de coopération qui avait été insufflé par la guerre.

Mais je voudrais revenir sur une distinction introduite par P. Jacquet entre les intérêts nationaux et les intérêts des producteurs. Je suis toujours frappée, dans les débats sur la coopération internationale, de la tendance à oublier les coûts économiques considérables de l'instabilité des changes. D'un point de vue micro-économique, tout se passe comme si on considérait que le fait qu'il existe des instruments de couverture permet aux entrepreneurs d'être indifférents aux variations de change. Je pense que c'est profondément faux et que les coûts micro-économiques de l'instabilité des changes sont colossaux.

J'en veux pour preuve un seul exemple : si vous regardez les proportions entre ce qu'est le marché des changes au comptant quotidiennement et ce qu'est la part de marché des instruments de couvertures classiques ou des produits dérivés, cette part se révèle très minoritaire. La période récente montre une jonction entre les intérêts des producteurs et les intérêts nationaux, particulièrement en Europe. La dévaluation de la lire, et à un moindre degré de la peseta et du sterling, provoque des débats sur le rétablissement des montants compensatoires et des frontières douanières à l'intérieur du marché unique.

Ce phénomène, à la fois préoccupant et intéressant, montre bien que l'opposition sectorielle qui peut être vraie à certains moments entre les intérêts divergents de certains producteurs et les intérêts des Etats, ne doit pas masquer des situations contraires où il y a unification des intérêts

micro-économiques et des intérêts nationaux quand les déviations sont excessives. Cela s'est déjà produit aux Etats-Unis et cela se produit aujourd'hui en Europe.

*C. de Boissieu* : J'aimerais revenir sur la mort de Bretton Woods comme fin d'un certain régime de change. S'il est vrai que Bretton Woods avait voulu la libéralisation financière et l'avait organisée par le retour à la convertibilité externe, il est également vrai qu'il n'a pas résisté à ce qu'il avait organisé. On ne s'est pas donné au niveau mondial les moyens ni les instruments politiques de coordination qui auraient permis à Bretton Woods de subsister malgré l'augmentation de la mobilité des capitaux. Dans ce sens, on peut parler d'une mort technique.

A propos de l'instabilité des changes et du commerce international, je suis persuadé qu'une partie importante de notre débat se situe à l'articulation du monétaire et du réel. On a vécu en 1944, 1945, 1947 une démarche inévitablement dichotomique, parce qu'on a créé d'un côté, des institutions multilatérales dans le domaine monétaire et financier (celles de Bretton Woods) et de l'autre crée le GATT. On avait voulu une organisation mondiale du commerce avec la Charte de la Havane en 1947, mais il a fallu attendre 1995 pour que l'OMC donne forme et réalité à ce projet. Cette démarche dichotomique a sans doute nuit à l'exercice de la coordination internationale parce que comme l'a dit A. le Lorier, ces éléments sont liés et parce que la protection par le change est parfois plus efficace que la protection par des instruments tarifaires ou non-tarifaires.

Pour l'avenir, les questions centrales qu'il semble important de poser concernent à la fois le point de vue institutionnel : problème des passerelles entre les institutions, et le point de vue fonctionnel : problème de la coordination entre les exercices de coordination, coordination entre le monétaire et le réel, c'est-à-dire coordination entre l'OMC, la Banque Mondiale, le FMI et le G7.

Pour revenir aux propos d'A. le Lorier sur le poids de l'instabilité des changes dans les crises, les taux de change jouent un rôle déterminant dans les politiques économiques et les anticipations privées, parce qu'a priori, toutes choses égales par ailleurs, la stabilité des changes est préférable à l'instabilité des changes. Encore faut-il distinguer taux de change nominaux et taux de change réels dans la mesure où les taux de change réels sont essentiels par rapport à des problèmes de compétitivité et où les taux de change nominaux peuvent être importants pour la stabilisation des anticipations.

Mais force est de constater que la croissance du commerce international ne s'est pas effondrée après 1973. L'élasticité du commerce mondial par rapport aux PIB nationaux qui était à peu près égale à deux (le commerce

mondial à long terme croissant deux fois plus vite que les PIB nationaux moyens) n'a pas été fondamentalement remise en cause après 1973.

Pour expliquer cela, il faut certainement aller du côté de la micro-économie comme l'indique A. le Lorier. Les couvertures transfèrent le risque mais ne le suppriment pas. Par conséquent, lorsqu'on parle des couvertures de change et de leurs conséquences sur le commerce international, il faut bien isoler la micro-couverture : une entreprise peut couvrir le risque de change mais elle le reporte vers d'autres acteurs, banques ou autres. Rien ne se crée, rien ne se perd, tout se transfère. A ce niveau l'innovation financière est un mécanisme à « se repasser le mistigri ».

Constatant que l'instabilité des changes n'a pas eu de conséquences négatives très fortes et sachant que lorsqu'un régime est confronté à des chocs, les variables doivent s'ajuster, la question qui me semble importante est de savoir quels sont les meilleurs régimes d'ajustement. Si, comme je le pense, le mieux est d'essayer de stabiliser le change, on se place dans la perspective des accords du Louvre de 1987, et de l'Europe. Mais à certains moments, dans certaines configurations de déséquilibres internationaux, on reporte la volatilité vers d'autres variables.

Or, dans cette perspective le krach d'octobre 1987 n'est pas complètement indépendant des accords du Louvre de février 1987. Je ne dis pas qu'il en est l'enfant naturel. Cependant, en essayant de gérer les zones cibles à des niveaux qui étaient incompatibles avec l'état des déséquilibres internationaux, en particulier américains, on a reporté la volatilité vers le marché des taux d'intérêt.

Si l'on suit cette analyse, la question que me semblent devoir se poser les économistes, les politiques, les praticiens et fonctionnaires est de savoir quel est le mode d'ajustement préférable. Vaut-il mieux avoir plus de volatilité des changes et moins de volatilité des taux d'intérêt ou l'inverse ? Il faut aussi raisonner avec d'autres variables, comme l'emploi et la croissance. Cette question est pour moi centrale pour aborder le problème de l'évaluation ex post de l'efficacité de la coordination.

Pour finir sur la question des intérêts opposés entre pays, je pense que dans la plupart des situations le jeu entre les Etats n'est pas un jeu à somme nulle. Il faut bien sûr distinguer les périodes. Au moment du krach boursier de 1987, il y a eu un conflit de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et l'Allemagne qui a pu donner le sentiment à l'époque que le jeu était à somme nulle. Dans le cas d'un jeu à somme nulle il n'y a pas d'espace possible pour la coopération. Il n'y a possibilité de coopération que si le jeu est à somme positive et que les agents le savent.

Dans les années 80, toute une littérature essayait de mesurer les gains de la coopération nationale. Il est frappant de voir que les études empiriques qui ont été faites à partir des modèles proposés pour pouvoir comparer

des situations avec coopération et sans coopération, sont assez décevantes. Les gains nés de la coopération, que ce soit dans les études anglo-saxonnes ou françaises, paraissent toujours plus faibles que ce que l'on pouvait escompter.

Plusieurs facteurs peuvent rendre compte de ce résultat, notamment la question de la redistribution des gains de la coopération qui rejoint le problème de symétrie abordé par A. le Lorier. De plus, la coopération apparaît comme un moyen pour les pays dominés d'internaliser des externalités. Pour les pays dominateurs ou à monnaie de réserve internationale, l'asymétrie entre le dollar et d'autres devises permet de comprendre la spécificité des Etats-Unis dans l'évaluation de l'intérêt ou non pour eux de la coopération internationale. Les différents pays ne recourent pas non plus aux mêmes modèles, un pays plus « monétariste » et un autre plutôt « keynésien » n'ont pas la même vision du monde, ni la même vision de l'interdépendance entre les variables, ils n'ont pas les mêmes fonctions de préférences, etc.

*E. le Boucher* : Quel est l'état des lieux aujourd'hui, comment se porte la coopération ?

174

P. Jacquet : Pour porter un diagnostic, je distinguerai les diverses dimensions de la coopération. Selon moi, la coopération macroéconomique dans laquelle j'inclus la stabilisation des taux de change, ne fonctionne pas bien. Aucun des grands pays n'est prêt, à un niveau national, à subordonner sa politique économique à l'objectif du maintien des taux de change. Ni l'Allemagne ni les Etats-Unis ne sont dans ce cas. Il n'y a guère qu'en Europe qu'un petit nombre de pays a franchi le pas au sein du SME, et cette coopération rencontre d'ailleurs un certain nombre de problèmes. Je serais par ailleurs tenté d'apporter un bémol sur ce qui a été dit à propos du Plaza et du Louvre. Les accords du Plaza accompagnaient un processus déjà engagé depuis février 1985 sur les marchés, l'accord du Louvre validait une situation de marché qui lui préexistait. Ce qui n'est d'ailleurs pas inutile parce que valider une situation par un accord politique peut donner un signal efficace et stabiliser les anticipations. Cependant je ne conclurais pas au seul vu de ces accords au succès de la coopération ; ils en étaient au plus un indice positif. La division du monde en Etats-nations indépendants avec leur Parlements nationaux n'est pas propice à la coordination des politiques macro-économique.

Au niveau commercial en revanche, je pense qu'il faut saluer les succès de la coopération en dépit des difficultés de distribution des revenus au sein de chaque pays causées par la concurrence internationale. Malgré cela, on est parvenu à maintenir un système commercial ouvert dans lequel le commerce international a pu progresser. Ce qui ne veut pas dire que cela va durer, il faut se préoccuper de consolider cet effort.

Dans le domaine de la réglementation, je crois que c'est aussi un grand succès. Il y a une course permanente entre ceux qui réglementent et ceux qui innove. Dans ce processus dialectique la coopération internationale reste discrète mais est relativement réussie. L'enjeu important aujourd'hui est d'accroître la compréhension et la transparence des nouveaux marchés de produits dérivés.

*C. de Boissieu* : Si on distingue les différents niveaux de coopération, alors sur l'articulation entre le niveau européen et le niveau mondial de coopération qui est un aspect très important de la question, j'attends de l'Europe qu'elle donne l'exemple. Il me semble difficile pour la France et l'Allemagne dans le cadre du G7 de donner des leçons si à l'intérieur de l'Europe elles ne peuvent pas s'entendre entre elles.

*E. le Boucher* : Pourquoi l'Europe doit-elle donner le ton ?

*C. de Boissieu* : Parce qu'à moins d'inconséquence, la France et l'Allemagne ne peuvent pas demander aux japonais ou aux américains de jouer le jeu de la coopération au niveau du G7 si elles n'arrivent pas elles-mêmes à donner un début d'exemple. Il s'agit d'un problème de cohérence entre deux espaces de coopération : l'europpéen et le mondial. C'est pourquoi, bien que l'Europe ne soit pas au centre de nos réflexions dans ce débat, je ne souligne pas la séparation des problèmes de coopération européenne de ceux de la coopération mondiale.

175

Dans la coopération monétaire européenne, on ne compte plus depuis dix ans le nombre de décisions unilatérales qui se sont imposées aux pays européens. Par exemple, après les crises du SME (même si ces crises sont en partie endogènes, donc en partie liées à l'évolution du dollar), l'Europe est mal placée pour faire la leçon monétaire aux autres pays dans le cadre du G7.

Par ailleurs, le bilan nécessairement rapide des exercices du G7 me déçoit grandement parce que, sans pouvoir déterminer l'essence de la causalité, je pense qu'il y a eu un arbitrage entre des problèmes d'intensité et de champ d'activité du G7. Au départ, le G 7 était orienté autour des problèmes économiques et monétaires, puis progressivement son champ d'analyse s'est étendu vers des questions sociales et politiques. Or j'ai eu le sentiment que plus il s'étendait, plus il perdait en intensité et en crédibilité sur les problèmes à propos desquels, au départ, il avait été constitué.

Je considère qu'aujourd'hui la crédibilité monétaire de l'exercice du G7 a été largement entamée : les problèmes de « coordination de la coordination », les problèmes de la coordination entre les organismes internationaux, entre ce que fait le G7 et le FMI, ne sont pas réglés. A mes yeux, le G7 doit se refaire une santé monétaire en liaison avec les organismes interna-

tionaux dans la voie de l'abandon de cette démarche dichotomique que j'ai mentionnée. Il faut clairement avoir une démarche et des recommandations qui soient à l'articulation du monétaire et du réel.

Le succès de la coordination dans le domaine prudentiel donne le sentiment de pallier les échecs dans le domaine monétaire. Ce qui a été fait à Bâle et à Bruxelles avec le ratio Cooke doit être salué. On a eu plus de difficulté à créer le nouveau ratio de fonds propre qui va remplacer le ratio Cooke l'an prochain au niveau européen et plus tard au plan mondial. Mais grosso modo du point de vue prudentiel des marchés et des établissements, il y a eu des avancées très fortes. C'est peut-être la bonne manière de faire de la coordination, partant de l'idée qu'en ce qui concerne le taux de change il n'y a pas grand chose à attendre ni des Etats ni des marchés des capitaux, compte tenu de leur taille.

Mes espoirs se portent vers la continuation des efforts entamés à Bâle et Bruxelles en sachant que la marque du succès de ces exercices prudentiels est que les recommandations prises à Bâle, qui vont de pair avec des directives européennes, soit antérieures soit postérieures, deviennent de fait la règle du jeu dans le domaine mondial.

On vit dans un monde de déréglementations et de détaxations compétitives qui n'est pas sans danger, comme on l'a vu à propos de la fiscalité de l'épargne qui est la conséquence de la mobilité des capitaux. La coordination est la manière d'éviter que la déréglementation et la détaxation compétitives aillent trop loin et qu'elles n'interviennent dans des domaines cruciaux qui concernent la santé des institutions financières, fragilisées d'une certaine manière par le phénomène de libéralisation financière et de renforcement de la concurrence. Les pays qui sont en dehors de la zone BRI actuellement vont de fait s'aligner sur les normes des pays appartenants à la zone BRI, ce qui prouve l'importance de ces règles du jeu international dans le domaine prudentiel.

*E. le Boucher* : Peut-on être aussi optimiste en ce qui concerne le fonctionnement de la sphère financière, quand on voit le cas du Mexique et les problèmes sur les marchés émergents ou la crise de l'immobilier mondial ?

*C. de Boissieu* : La crise de la dette des années 80 et celle de l'immobilier en 1990 ont incité à renforcer les exercices dans le domaine prudentiel, mais ils ne sont pas des conséquences de la mobilité des capitaux. C'est la fragilité ambiante qui renforce la nécessité du contrôle prudentiel.

Dans mes propos, il ne faut pas voir une quelconque fierté de la manière dont fonctionne la sphère financière. Les phénomènes de surréaction et de myopie des marchés sont très mal contrôlés et la question des marchés dérivés — qui rendent certes des services éminents — n'est pas résolue.

Le débat central sur ces produits dérivés me semble se jouer sur l'arbitrage entre l'efficacité et la stabilité. Les innovations financières ont rendu les systèmes bancaires et financiers bien plus efficaces. Il y a des gains dus à la libéralisation et à l'innovation financières, mais il y a aussi des pertes et des coûts potentiels tels que le renforcement de l'instabilité systémique. Pour améliorer les termes de l'arbitrage entre l'efficacité et l'instabilité systémique, il faut comprendre que le contrôle prudentiel n'est pas du tout incompatible avec la libéralisation financière mais en est au contraire le complément indispensable.

*E. le Boucher* : Vous partagez unanimement cet optimisme relatif sur la sphère financière ?

*A. le Lorier* : En ce qui concerne l'avenir de la stabilité des taux de change, je ne suis pas vraiment d'accord avec ce qui a été dit sur l'échec du G7, pour deux raisons. D'une part, si vous comparez la volatilité des taux de change avant 1985 et après 1987, l'amélioration est considérable même si, sans doute l'intégration des fluctuations du dollar au cours des derniers mois atténuerait un peu le contraste. La réduction assez forte de la volatilité avec une césure nette à partir de 1987 est un acquis tangible du G7 — et je ne crois pas qu'il faille faire une différence G7/FMI puisque le directeur général du FMI est étroitement associé aux travaux du G7.

177

D'autre part, comme vous l'avez dit, les pays ont beaucoup mieux intégré qu'ils ne le faisaient avant ces exercices de coopération, l'interdépendance taux de change, taux d'intérêt, déficits publics, taux d'épargne, et déséquilibres extérieurs. Je comprends les propos de C. de Boissieu pour qui, d'une certaine manière, les pays G7 n'ont fait qu'aller dans le sens du vent en donnant un peu d'accélération à une tendance déjà enclenchée. Mais cette analyse suggère que les Banques centrales et les Gouvernements ne sont pas des acteurs du marché. Or l'hypothèse d'une relative inutilité du G7 ne serait convaincante que si l'on pouvait admettre que les Banques centrales et les Gouvernements n'ont aucun rôle ou aucune influence sur les évolutions des marchés. Il y a une certaine difficulté à appréhender cela de l'extérieur, mais dès que l'on interroge des banquiers centraux ou les Trésors américain, japonais, ou britannique, tous vous diront qu'ils ne peuvent se considérer comme neutres. Que leurs décisions soient plus ou moins heureuses, ne permet pas, à mes yeux, de diagnostiquer un échec du G7 parce que personne n'est capable de dire ce qui serait advenu en l'absence de tout effort de coordination.

Toutefois, cette injustice à l'égard du G7 est compréhensible parce que les décisions du G7 peuvent être caractérisées comme étant imprévisibles, opaques et circonstancielles, ce qui est à la fois un atout et un handicap, et parce qu'on peut estimer que le G7 fait preuve par périodes d'une

indifférence relative au problème des changes. Quoiqu'il en soit, on ne peut nier que la coopération a permis de surmonter de nombreuses crises. Il ne tient qu'aux Etats que cette coopération soit plus avancée. Il me semble préférable de ne pas mélanger l'appréciation sur le G7 avec ce que l'on souhaiterait idéalement que soit le comportement des Etats.

Sur le commerce en revanche, je pense également que le développement des échanges internationaux a remarquablement bien résisté aux crises monétaires, mais précisément parce que je crois qu'il est lié à de tout autres facteurs que les phénomènes monétaires. Il serait intéressant d'approfondir le problème qui a été abordé de façon allusive, des distorsions de flux commerciaux induites par ce qu'on appelle les mésalignements de taux de change. S'agissant des pays en développement, pour expliquer l'écart entre les pays qui sont laissés pour compte et ceux qui font mieux que la croissance mondiale, le facteur taux de change n'est pas nul. Vu a posteriori, certains de ces pays ont eu une gestion de leur taux de change remarquablement protectrice de leur développement et efficace. Il est vrai que le développement des échanges commerciaux a résisté aux distorsions monétaires, mais en revanche il serait faux de penser que l'orientation et les équilibres des échanges n'ont pas été affectés par les phénomènes monétaires.

178

Je voudrais revenir sur juillet 1993 et rappeler ce qui s'est passé : le SME a été progressivement déshabillé en septembre 1992, puis en janvier 1993. Pourquoi une crise en juillet 1993 ? Son déclenchement a été très clairement lié au développement en France d'un débat sur la meilleure politique monétaire à suivre. Les articles et déclarations parus sur le sujet en France en mai, juin et en juillet sont éloquents. Je rappelle que l'attaque de juillet a été de caractère essentiellement systémique, une offensive anglo-saxonne sur le thème « il ne reste pas grand chose du SME, on va le mettre par terre et ce sera extrêmement profitable ». Vous pourriez m'objecter l'impact de la réunification allemande et de la politique monétaire allemande, de la distorsion depuis 1992 entre la situation économique de l'Europe d'une part et le niveau des taux allemands d'autre part. Cette explication peut être avancée à partir de 1991-1992, mais juillet 1993 s'explique, en terme de calendrier et de déroulement de crise, autrement que par l'absence de coopération monétaire en Europe. La Bundesbank a opéré une modification de ses taux directeurs précisément en juillet 93 et l'a poursuivi ensuite. Certes les marchés n'ont pas jugé que c'était suffisant. Mais il me paraît erroné d'expliquer la crise de l'été 1993 par l'absence de coopération en Europe.

*P. Jacquet* : Je ne partage pas cette analyse des crises qui ont secoué le SME, mais il s'agit là d'un bien plus vaste débat. Je pense qu'aussi bien en septembre 1992, qu'en juillet 1993, qu'à l'avenir, la crise du SME illustre et

illustrera le triangle d'incompatibilité auquel C. de Boissieu a fait référence, et qu'il ne s'agit pas d'une offensive ou d'un complot anglo-saxon. Je n'accepte pas non plus la thèse que c'est le débat en France qui est à l'origine des difficultés. Je serais davantage tenté de diagnostiquer une insuffisance de débats en France sur ces questions.

*T. Walrafen* : Pour en revenir au jugement d'ensemble sur la coopération c'est, il me semble, un jugement à courte vue que de se limiter à dire qu'un système de coopération ne fonctionne pas parce qu'il rebondit sur les crises. Pour moi, la crise de 1993 est un élément du fonctionnement de la coordination. A partir du moment où l'on accepte que, dans le triangle d'incompatibilité, l'autonomie est un bien en soi et qu'y renoncer est une perte, on se doit d'en tirer les conséquences.

A. le Lorier a raison de dire qu'en juillet 1993, on ne savait pas quel était le prix qu'il fallait concéder ; c'est tout le problème de l'ajustement du prix sur un marché. On a constaté que le prix payé, en terme de coordination de politique (de change, monétaire ou budgétaire), n'était pas suffisant pour garantir ce qu'on souhaitait, mais l'élargissement des marges n'a pas fait perdre l'objectif. Par conséquent cette crise est bien loin d'être un échec du SME, ou du projet d'union monétaire, encore moins de la coordination.

On entend des expressions de déception sur la coordination qui toutes me semblent se mesurer à une simple : c'est décevant parce que cela ne permet pas d'éviter les heurts. Au contraire je suis tenté de dire que ce n'est pas décevant parce que cela permet grâce aux heurts d'avancer. Si on regarde sur une période relativement longue, il y a, de crise en crise, progrès vers une meilleure coopération. Entre la fin des années 60 et Reagan, certains professeurs d'économie, notamment américains, pensaient qu'on ne pouvait plus se permettre ce qu'ils appelaient le « dirty floating ». Ils réclamaient un flottement totalement libre ; toute forme de contestation du flottement était inacceptable théoriquement. Aujourd'hui cette idée n'est plus défendue par personne. 1985 marque la fin de l'idée qu'un régime de change post Bretton Woods, pourrait être un système de flottement libre avec non-intervention. Sur l'ensemble de la période la coopération a fait des progrès considérables auxquels les crises, sans qu'il y ait là de profond paradoxe, ont contribué. On peut évidemment déplorer que cela ne dessine pas un beau jardin à la française.

179

*A. le Lorier* : Faut-il être optimiste quant aux succès en matière prudentielle ? C. de Boissieu a raison de dire que nous avons des acquis avec le ratio Cooke ou les directives européennes qui commencent à faire un peu de sens sur la position de change.

Mais je deviens bien plus pessimiste quand je constate avec stupéfac-

tion en lisant les journaux que des responsables bancaires déclarent qu'ils ne savent pas ce qui se passe dans leurs salles de marché. Sommes-nous dans une situation où les institutions et les dirigeants sont tentés d'abandonner leurs capacités décisionnelles pour cause de complexité technique ? Il serait urgent de renverser les choses. La complexité technique existe, elle peut être synonyme de progrès bien souvent, mais je ne sais pas qu'il soit légitime de se laisser dominer par la complexité technique. Il serait terrifiant en matière financière, de se trouver dans une situation où un grand nombre de responsables abandonneraient leurs prérogatives décisionnelles. Que se passerait-il avec de telles attitudes en matière d'énergie nucléaire ? Ce serait inacceptable. Au nom de quoi cela devrait-il être accepté pour le domaine financier ?

*E. le Boucher* : Effectivement, sur d'autres sujets, par exemple le sang contaminé, l'opinion réclame de désigner la responsabilité politique à tous les échelons.

*A. le Lorier* : L'idée que la monnaie est un mystère qui échappe aux règles démocratiques élémentaires me paraît extrêmement dangereuse et inacceptable. Je suis très préoccupée également par le fait que dans la vie réelle des institutions financières la maîtrise des décisions est extrêmement aléatoire.

180

Par ailleurs, j'observe qu'il n'est pas question dans les travaux actuels sur les produits dérivés de s'intéresser aux acteurs non bancaires. Or nous savons tous que c'est le maillon le plus fragile du système parce que c'est un maillon qui fonctionne avec pour seule contrainte les appels de marge laissés à l'initiative de leurs correspondants bancaires. Que se passera-t-il le jour où les appels de marge seront insuffisants, ou les hedge-funds seront en sens inverse des évolutions de marché ? On ne s'y intéresse pas pour le moment parce qu'ils sont localisés essentiellement aux Etats-Unis et que les autorités américaines pour l'instant n'ont pas l'intention de leur imposer des règles.

Quant aux réglementations prudentielles, les travaux de la BRI en sont au stade des consultations : les banques sont consultées pour savoir si elles préfèrent des réglementations prudentielles internes ou externes. La compétition étant ce qu'elle est, je n'ai pas beaucoup de doute sur leur réponse, ni sur la nationalité des réponses, mais j'ai des doutes, en revanche, sur le fait qu'on dispose de règles effectivement respectées qui mettent à l'abri d'un accident. On n'a jamais su prévoir aucune crise. Peut-on écarter le risque d'un accident sur les positions de change ou les produits dérivés. Je ne crois pas. Le seul espoir qu'on peut avoir c'est qu'on saura faire comme pour la première faillite bancaire sur les euromarchés. Cela étant, C. de Boissieu a raison de dire qu'en matière prudentielle les

évolutions en cours marquent un progrès considérable par rapport à ces dix dernières années où il n'aurait même pas été question que des pays non BRI prennent en compte les travaux de la BRI, mais je ne suis pas rassurée pour autant sur le sujet.

*C. de Boissieu* : En fait je rejoins l'avis d'A. le Lorier sur l'amélioration nécessaire du contrôle prudentiel dont je ne nie absolument pas la difficulté. Le débat qui est intervenu aux Etats-Unis comme en Europe depuis un an, sur le degré de décentralisation dans le choix des modèles internes de gestion des risques de marché par les établissements de crédit, révèle un problème extrêmement complexe. Comme A. le Lorier, je suis persuadé qu'il y a d'énormes lacunes dans les systèmes de contrôle interne de certains établissements et également dans les systèmes de réglementation externes. Mais ni A. le Lorier, ni moi n'en concluons qu'il faut remettre en cause le contrôle prudentiel. J'en tire la leçon qu'il faut l'améliorer, l'affiner tout en le rendant compatible avec des règles de concurrence loyale, comme on essaye de le faire par exemple avec la directive sur les services d'investissement.

Pour rejoindre l'argument de T. Walrafen sur le rôle des crises dans la coordination, je pense qu'il y aura d'autres affaires Barings, d'autres crises qu'il ne faut pas chercher à éliminer.

Mais il y a deux types de crises, celles qui sont acceptables parce qu'elles ont des effets systémiques qui ne sont pas trop élevés et donc ne mettent pas en danger la confiance des agents dans la monnaie et les institutions financières. Puis il y a des crises qui appellent l'intervention d'un ou de plusieurs prêteurs en dernier ressort parce qu'elles ont des effets systémiques. En dernière analyse l'existence des crises banca-financières me paraît, à certains égards, saine parce que cela remplit un rôle pédagogique et sert d'exemple pour réduire l'aléa de moralité ; l'affaire Barings, indépendamment de ce qui est fait à Bâle et Bruxelles, a eu des répercussions pédagogiques sur beaucoup d'acteurs.

181

*E. le Boucher* : Pour conclure, quels sont dans un avenir proche les sujets les plus urgents ?

*P. Jacquet* : En donnant une mauvaise « note » à la coopération monétaire internationale en matière de stabilité des taux de change, je ne voulais pas dire que le G7 était un échec. Je considère moi aussi que le G7 joue un rôle fondamental en terme de concertation, de compréhension de l'indépendance et de connaissance mutuelle entre Ministères des finances et banques centrales qui sont bien évidemment des acteurs importants du marché. Si je mets en question l'instrumentalité de l'accord du Louvre dans la production de stabilité monétaire, je n'oublie absolument pas que cet

accord a donné un signal aux anticipations.

Pour revenir à la corrélation statistique qu'A. Le Lorier mentionnait entre l'action du G7 et la réduction de la volatilité des taux de change après 1987, on peut rappeler que, la bulle dollar ayant explosée, il aurait été anormal qu'il en soit autrement. Il n'est donc pas sûr que la corrélation vaille causalité. Le problème de la coopération macro-économique et monétaire reste donc entier.

Quant à la crise mexicaine, elle ne signale pas un mauvais fonctionnement des marchés financiers, mais surtout une erreur de politique de change au Mexique. On ne peut reprocher au marché de sanctionner des erreurs de politique économique.

*E. Le Boucher* : Mais le marché le fait très souvent avec retard et donc en surréagissant.

*P. Jacquet* : Précisément, la question est de savoir comment prévenir de tels phénomènes. Est-ce par une meilleure information ? La réponse n'est pas si évidente, parce que l'information était disponible, mais n'a pas été regardée. Il faut accepter l'idée que nous nous trouvons encore dans une période d'apprentissage de la liberté des mouvements de capitaux. Le plus grand service que puisse rendre la coopération est d'accompagner et faciliter cet apprentissage.

182

*T. Walrafen* : Mais si on avait été dans un système de taux de change fixes où le jugement n'aurait été que celui des Gouvernements, on attendrait toujours le réajustement mexicain.

*P. Jacquet* : Tout à fait, et le problème du Mexique n'aurait d'ailleurs sans doute fait qu'empirer. J'ajouterai que dès le début 1994 un certain nombre d'économistes se heurtaient à la propagande officielle. Au marché d'apprendre qu'il y a de la propagande et de savoir s'en garder. La libéralisation des marchés financiers est encore un phénomène récent et, dans le processus d'apprentissage en cours, le rôle pédagogique des crises me semble très important.

Nous avons évoqué le « triangle impossible » à propos du système monétaire international. En réalité, le terme « impossible » est mal choisi. On sait vivre dans un tel triangle, mais au prix de crises spéculatives récurrentes. Si l'on pense que ces crises spéculatives récurrentes se révèlent plus coûteuses que bénéfiques, on choisira donc de sortir de ce triangle impossible. Logiquement, il y a trois manières de le faire. Premièrement, le contrôle ou la taxation des capitaux : mais il faut de la coopération parce qu'une stratégie unilatérale ne fonctionnera pas et cette solution me paraît peu probable. Deuxièmement, l'abandon de la fixité des taux de

change ou alors, troisièmement, perdre l'autonomie des politiques monétaires nationales. Comme C. de Boissieu l'a dit, le problème du système monétaire international se pose aussi en ces termes là : si on n'est pas capable de négocier un certain partage de souveraineté monétaire entre les grands pays, il serait illusoire de croire pouvoir maintenir une fixité satisfaisante des taux de change. Indépendamment de la désirabilité de stabiliser les taux de change, je rejoins ce qui a été dit sur ce point : tant qu'il n'y aura pas d'accord politique crédible, il y aura des fluctuations de taux de change. Peut-être, comme une tribune récente de la Revue d'économie financière le suggérait, l'alternative à ces deux solutions sera une monnaie unique entre les pays industrialisés dans quelques décennies.

*C. de Boissieu* : Nous sommes dans un monde d'instabilité financière forte et durable, ce qui tempère mon optimisme. Par rapport aux scénarios possibles, les mesures type Tobin tax ne sont pas très compatibles avec l'état de la coopération et des technologies bancaires et financières qui les rendraient encore plus inefficaces. Je ne pense pas que la sortie du triangle d'incompatibilité se fera par une retaxation ou le recontrôle des changes, mais par la coordination.

Dans les relations entre coopération et autonomie-souveraineté, je pense qu'il faut réintroduire la notion d'asymétrie entre les uns et les autres. Pour certains, la coopération peut être l'espoir de retrouver un peu de maîtrise à travers les mécanismes de prise de décision ou de consultation. Pour d'autres comme les Etats-Unis, ce peut être la nécessité de partager une souveraineté qui est aujourd'hui nationale et qui explique les conflits d'intérêts qui peuvent apparaître entre les uns et les autres. Mais je ne pars pas de l'idée que la coopération est nécessairement le contraire de la souveraineté, les relations sont plus complexes.

Enfin, je crois qu'il y a un problème de crédibilité des exercices de coordination au plan mondial. Un des défis d'aujourd'hui est de leur redonner de la crédibilité parce que tant que l'écart entre les intentions et les réalisations restera aussi béant, les exercices resteront peu convaincants.

*A. le Lorier* : Un dernier point qui doit retenir notre attention est l'écart croissant entre des phénomènes d'intégration économique et les dispositifs de coordination. Nous raisonnons sur une économie mondiale intégrée et un commerce qui continuera de se développer, alors que nous avons un dispositif qui a de plus en plus de difficulté pour répondre aux questions que pose la globalisation des économies, des mouvements de capitaux et des marchés financiers en général. Il me semble que sur cette question des dispositifs de coordination le débat se joue moins sur la crédibilité perdue ou reconquise, même si C. de Boissieu a raison de souligner l'écart entre les faits et les intentions qui nuit à une crédibilité qui

devra sans cesse être renforcée. Le débat se joue davantage à mes yeux sur la manière d'intégrer la macro-économie, la monnaie, le commerce, le prudentiel, etc.

Il y a un problème d'intégration et d'observateur central sur lequel des progrès doivent être faits, ne serait-ce que parce que lorsqu'il y a un incident à la périphérie, cf le Mexique, le système financier mondial est concerné dans son ensemble. Les phénomènes sont devenus globaux avant que les dispositifs de coordination ne le soient eux-mêmes. Ce qui rejoint la remarque de C. de Boissieu sur la nécessité des passerelles entre l'OMC et le FMI. Je ne pense pas qu'il faille créer une nouvelle institution, mais il s'agit plutôt de rechercher l'intégration des différents paramètres dans la manière d'appréhender les problèmes.

D'autre part, face à cette globalisation qui semble dépasser l'échelle humaine on a une tentative de contrôle par des blocs régionaux. Dans la période récente, l'évolution du dollar a largement été amortie aux Etats-Unis parce que l'essentiel du commerce américain se fait avec le Canada et l'Amérique latine. Il était inadmissible, il y a cinq ans, d'évoquer la possibilité que le yen devienne une monnaie de réserve. Aujourd'hui, le concept de zone yen commence à être évoqué par les interlocuteurs japonais et admis par le gouvernement japonais. Par ailleurs, il y a le bloc européen. La question se pose de savoir comment concilier le multilatéralisme, la coopération à l'échelle mondiale, et les préférences régionales. Le fait que ces préférences sont davantage à l'échelle humaine risque de l'emporter sur une préoccupation de multilatéralisme.

Enfin, l'évolution américaine me semble très préoccupante parce que tout ce qui concerne le financement d'opérations extérieures fait l'objet de réactions très négatives au Congrès. Je ne sais pas ce que sera le budget américain en matière de contribution à des actions extérieures, quelle que soit leur nature, mais il me semble qu'on a un risque de repli sur soi assez violent. De plus, à l'intérieur même des Etats-Unis le rejet du gouvernement fédéral est l'image symétrique de cet isolationnisme vis à vis du monde. Sans vouloir assombrir le débat d'une tonalité trop pessimiste, nous aurions tout aussi bien pu commencer par nous demander si la coopération elle-même n'est pas menacée et si nous pourrions encore dans un an parler de coopération multilatérale.

*T. Walrafen* : Quiconque survit est toujours menacé de ne pas survivre le lendemain. D'un naturel optimiste, j'ai tendance à penser qu'avoir survécu est déjà un bon signe. Regardons sur une période longue. Nous venons d'une situation extrêmement dangereuse, celle où l'on était après qu'eut éclaté la règle reconnue jusqu'alors, l'étalon-or. Il n'y a plus aujourd'hui de débat sur l'étalon-or ni même sur l'étalon, et au cours de la

préparation des « Mélanges sur Bretton Woods », je n'ai trouvé personne pour écrire sur l'étalon. Depuis 1914, nous vivons dans un monde où il n'y a plus de référence acceptée, où la règle n'est plus connue. La règle ancienne est rejetée et il n'y en a pas d'autre. Or, s'il n'y a pas de règle, il n'y a aucun moyen d'obtenir la symétrie des efforts.

Dans ce contexte difficile, de 1914 à 1945 on a plutôt reculé d'une situation relativement favorable vers une situation de plus en plus déplorable. Depuis 1944, au contraire, les choses vont en s'améliorant : on a su dépasser les crises et en profiter pour engager un processus de convergences.

Qu'est-ce qui va céder dans le triangle d'incompatibilité dans lequel nous survivons tout en étant menacés ?

Des essais maladroits de Tobin tax seraient catastrophiques. Il faut jouer sur le partage fixé des changes-indépendance des politiques monétaires. Il est vrai que l'équilibre actuel n'est pas satisfaisant, il n'y a pas assez de fixité des changes, parce qu'il n'y a pas assez de coordination. Pour qu'il y en ait davantage, il faut comme le faisait remarquer C. de Boissieu que soit stimulée la valeur exemplaire de l'Europe. De l'expérience allemande se dégage un message essentiel : quand on renonce à utiliser la politique monétaire comme instrument au service d'objectifs de politique économique autres que la stabilité des prix, on ne perd pas grand-chose. Avec la monnaie unique, l'Europe démontrera, par sa réussite, qu'il y a beaucoup de mérites à une politique monétaire qui considère comme une fin en soi la recherche de la moins mauvaise monnaie possible. Cette valeur exemplaire est importante ; elle convaincra les autres d'essayer. Mais il ne suffit pas de réussir chez soi pour convaincre les autres. La monnaie unique apportera un autre changement favorable à la coordination : elle modifiera considérablement le rapport des forces.

Ce sur quoi échoue la coordination au sein du G7 c'est sur la non convergence des intérêts à un moment donné entre les divers partenaires qui ont des poids très inégaux. Personne ne peut faire pression sur les Etats-Unis dans l'état actuel des choses. Dans un G3, et même dans un G2 Europe- Etats-Unis, on aura un facteur puissant d'équilibre qui manque aujourd'hui dans le système. Un tel changement de ce genre sera un facteur de coagulation très puissant. Et si je n'ai pas tort sur cette analyse des cinquante dernières années et que je la prolonge, à partir de l'unité monétaire de l'Europe en l'an 2000, on devrait avoir en 2050 un système monétaire international à peu près cohérent sur le modèle du SME. On avance.