

INTRODUCTION

Jean-Claude Trichet

Président du Conseil d'orientation
de la Revue d'économie financière

L'ÉCOLE PRAGMATIQUE ET L'ÉCOLE CONCEPTUELLE

Je suis très heureux que le Conseil d'orientation de la Revue d'économie financière ait décidé de consacrer un numéro spécial au cinquantième anniversaire des institutions de Bretton Woods. Les anniversaires ont une double vertu contradictoire. Ce sont des moments traditionnels de célébration. Ce sont aussi des moments où l'on prend la mesure du temps qui passe, du temps qui a passé. L'anniversaire des accords de Bretton Woods n'échappe pas à cette règle : célébrer les accomplissements et prendre la mesure des inévitables échecs.

Je limiterai mon propos à l'examen de trois points fondamentaux.

D'abord, l'instabilité des changes comporte des coûts qu'il ne faut pas sous-estimer. Les valeurs fondatrices du système de Bretton Woods ne doivent pas être perdues de vue.

Ensuite, le monde a changé depuis 1944. Les contraintes du temps présent, sont d'une autre nature que les contraintes de l'après-guerre. Il faut faire preuve d'humilité, en tenir compte et savoir en tirer les conséquences.

Enfin, il est nécessaire — de manière aussi pragmatique et réaliste que possible — de renforcer les éléments de discipline dont le système monétaire s'est doté *de facto*, tout particulièrement au cours des dix dernières années.

L'instabilité des changes comporte des coûts importants. Certains sont bien connus et je ne m'y arrêterai pas. D'autres sont parfois méconnus et, pourtant, ce sont souvent à mes yeux les plus graves.

En particulier, je n'insisterai pas sur les coûts micro-économiques. En réalité, l'impact d'une variation arbitraire de la valeur externe de la monnaie modifie la structure des prix relatifs et donc crée un élément de distorsion micro-économique qu'il serait dangereux de sous-estimer.

Il est manifeste que les agents économiques, en particulier les entreprises ont, du seul fait de l'instabilité des changes et des incertitudes quant à leur évolution, beaucoup plus de difficultés à faire des projets à long terme. Si les taux de change fluctuent très fortement, comme tel a été le cas dans les années quatre-vingt, les chefs d'entreprise ne peuvent plus les utiliser comme des indicateurs fiables. Dès lors, il devient impossible d'assurer une allocation internationale optimale des ressources.

On dit souvent que les techniques de couverture se sont considérablement améliorées et c'est vrai, bien entendu. Il n'en demeure pas moins que nombre de risques de change ne sont que médiocrement couverts en raison des incertitudes liées à la nature de l'activité des entreprises.

Sur le plan des politiques macro-économiques, l'instabilité des cours de change peut inciter à un certain laxisme et créer une illusion d'autonomie. L'idée selon laquelle un régime de changes flottants accroît l'autonomie de chaque pays, permettant à l'inflation de s'accélérer et à la politique budgétaire de demeurer laxiste pendant une longue période, sans qu'il soit nécessaire de corriger rapidement ces déséquilibres, a probablement été source de graves méprises. Il va sans dire que même dans un tel système de changes flottants pur, l'inflation et les déficits, budgétaires ou externes, sont insupportables à long terme, même s'ils peuvent durer plus longtemps que dans un cadre plus contraignant. Malheureusement, au cours des années soixante-dix et quatre-vingt, nombre de pays ont pris l'habitude de différer les ajustements réels inévitables et les actions visant à réduire les déséquilibres commerciaux, sous prétexte que des ajustements spontanés des taux de change redresseraient automatiquement les comptes extérieurs.

Ces inconvénients du système mondial de changes flottants sont bien connus. Mais j'aimerais souligner deux éléments, mentionnés dans le rapport de la Commission, et qui, à mon avis, sont d'une grande importance pour l'économie mondiale d'aujourd'hui.

— Le premier est relatif au niveau global de l'épargne dans le monde industrialisé. J'estime qu'il existe un lien entre la contraction de l'épargne totale en pourcentage du PIB, observée dans la zone OCDE pendant les vingt-cinq dernières années, et l'absence d'une discipline internationale appropriée en matière de change pendant cette même période.

En effet, la signification des événements du début des années soixante-dix, c'est qu'un choix avait été fait, au niveau mondial, en faveur de la satisfaction des besoins à court terme au détriment des intérêts à plus long terme ; autrement dit, on a donné la priorité à la consommation au détriment de l'investissement et au présent à l'encontre du futur.

Que les circonstances économiques, financières et politiques de l'époque aient ou non imposé ce choix est une autre histoire. Mais, les décisions du début des années soixante-dix peuvent être considérées aussi bien comme la

conséquence que comme la cause d'un nouvel arbitrage, à mon avis critiquable, entre les intérêts présents et futurs des démocraties occidentales.

En fin de compte, nous avons tous dû payer le prix de ce nouvel arbitrage mondial par un ralentissement de la croissance, de hauts taux d'intérêt de marché, un manque d'investissements dans de nombreux domaines, une préparation déficiente de l'avenir, des exportations de capitaux insuffisantes pour financer le développement du tiers monde et de l'Europe de l'Est, etc.

— Le second élément sur lequel j'aimerais insister est la complexité de la relation entre le manque de discipline en matière de change et le protectionnisme. D'une part, les groupes de pression protectionnistes peuvent tirer argument des éventuelles fluctuations erratiques des devises pour prétendre qu'il ne faut pas libéraliser davantage le commerce international tant que l'on pourra, dans une large mesure, relever ou abaisser des barrières invisibles aux échanges. Naturellement, ils ont tort, mais cette opinion est assez répandue. D'autre part, certains pourraient être tentés de proposer une utilisation délibérée du flottement pour obtenir directement des avantages commerciaux. Ce serait bien entendu une très grave erreur. Mais, la seule existence du pur système des changes flexibles crée de telles possibilités théoriques...

Le deuxième point fondamental de ma réflexion est que le monde a bien changé depuis cinquante ans. Si nous voulons être réalistes, nous devons prendre en considération cette mutation profonde, de caractère international, de l'économie, des marchés financiers et du système monétaire.

Tout ceci n'est pas nouveau et je me contenterai de souligner trois caractéristiques principales de la situation actuelle qui sont, à mes yeux, de la plus haute importance.

— D'abord, il y a cinquante ans, nous nous trouvions dans un système unipolaire, sous la domination du dollar et de l'économie des Etats-Unis. Or, la structure monétaire internationale est devenue multipolaire et tout nouveau système devrait en tenir compte.

Cette multipolarité provient de l'émergence, à l'échelle du monde ou de continents, de marchés puissants et ambitieux, communs ou uniques, entre économies sur la voie d'une totale intégration. Cette évolution requiert une organisation monétaire adaptée et, en fin de compte, des unions monétaires.

Et il faut dès maintenant imaginer ce que sera la structure du système monétaire international lorsque la monnaie unique européenne sera assise sur une économie de la même taille que celle de l'économie des Etats-Unis.

— En outre, nous devrions reconnaître qu'avec la très forte expansion des échanges, nous avons progressivement construit une économie mondiale ; même l'économie américaine est désormais interdépendante du reste du monde, ce qui n'était pas le cas il y a vingt ans.

L'accord du GATT est une illustration de cette mondialisation de l'ensemble des économies nationales.

— Enfin, nous avons mis en place un système financier international fondé sur de nouvelles technologies de communication et de traitement des données. Dans ce domaine, les quinze dernières années ont été une période de changements spectaculaires, avec la création *ex nihilo* d'un réseau mondial d'opérateurs de marché. A mes yeux, le puissant mouvement mondial qui a poussé récemment un certain nombre de banques centrales, Banque de France en tête, à devenir indépendantes, est largement lié à l'apparition de ce système financier mondial. En effet, un tel système a besoin des garanties de continuité monétaire à moyen et long terme, de stabilité et de crédibilité que procure une banque centrale indépendante.

Désormais, il est clair que la stabilité et la prospérité de tous nécessitent une gestion adéquate des nouvelles entités que constituent l'économie mondiale elle-même et le système financier et monétaire international intégré.

Face au nouvel environnement international, la coopération entre pays doit se faire plus étroite. Mais il ne peut s'agir simplement d'un retour au système élaboré par les pères fondateurs en 1944.

Le troisième point qui m'apparaît fondamental est la nécessité de renforcer — de manière aussi pragmatique et réaliste que possible — les éléments de discipline qui existent au sein du système monétaire international.

Il me semble visible que le système tend vers plus de discipline depuis le début des années quatre-vingt, même s'il s'agit d'un processus complexe comportant des avancées et des reculs. Je mentionnerai, à cet égard comme un fait essentiel des années quatre-vingt et quatre-vingt-dix, la création du système monétaire européen et les projets complémentaires de marché unique et d'union monétaire. Le système communautaire s'est avéré bien plus solide que beaucoup d'observateurs ne le prévoyaient et l'on peut tirer nombre d'enseignements de cette expérience réussie.

Au niveau mondial, je considère que ce serait une erreur de ne pas tenir compte des résultats obtenus de la coopération internationale, notamment au sein du G7, tout particulièrement au cours des dix dernières années. Après tout, nous avons dû faire face, pendant cette période, à une déstabilisation potentielle de l'économie mondiale dans cinq domaines :

- la crise de la dette souveraine qui a marqué les années quatre-vingt ;
- les déséquilibres de grande ampleur des balances de paiement au sein des pays industrialisés ;
- la grande instabilité des marchés de change, s'accompagnant de forts décalages des parités par rapport aux données fondamentales ;
- l'instabilité également excessive des marchés d'actions au niveau mondial ;

— le même remarque vaut pour les marchés obligataires mondiaux.

Aussi difficile que cela ait pu être, nous avons conçu des moyens efficaces pour faire face à tous ces problèmes ; la stabilité a été préservée et les menaces de crise systémique ont été écartées.

Ces résultats ont été obtenus grâce :

— au consensus qui régnait au sein du G7 pour prendre les mesures coordonnées de politique macro-économique nécessaires, trop longtemps différées, et pour montrer aux marchés mondiaux, par le biais de communiqués et/ou d'interventions quand le besoin s'en faisait sentir, que les sept principaux pays industrialisés restaient vigilants ;

— à une coordination satisfaisante assurée par le FMI, dont le rôle a été extrêmement important pendant cette même période pour parer aux risques systémiques de toutes sortes. Ce serait également une erreur de sous-estimer les résultats obtenus par le FMI.

Dans le domaine monétaire, je suis convaincu qu'actuellement le G7 et le FMI pourraient unir leurs efforts pour donner l'impulsion qui renforcera la discipline, améliorera la coopération et favorisera la stabilité.

La logique implicite du fonctionnement actuel de l'économie mondiale me semble être la suivante :

— il existe *de facto* une grande marge de flexibilité pour nombre de paramètres économiques : taux de change, taux d'intérêt et cours des titres, en particulier, pour ne pas parler des données fondamentales sous-jacentes des économies (taux d'inflation, taux de croissance, comptes externes, etc.) ;

— toutefois, les gouvernements et les banques centrales se mobilisent comme il convient quand il s'avère que les déséquilibres, les écarts, l'instabilité et les distorsions créent une menace systémique.

Il est de coutume, dans le discours économique, d'utiliser le langage mathématique en raison de sa concision et de sa rigueur. L'approche mathématique permet de beaucoup mieux comprendre le fonctionnement des économies.

Je suis tenté ici d'utiliser une métaphore tirée de la physique des particules. À certains égards, l'économie mondiale ressemble à une particule, disons au proton. Celui-ci est une entité bien définie, cependant composée de trois éléments, les quarks. Vous aurez reconnu le Nouveau monde, L'Europe et l'Asie. Tant qu'ils demeurent au sein de la sphère que constitue le proton, les quarks sont complètement libres et peuvent se mouvoir sans restriction : il s'agit de la marge de flexibilité mentionnée plus haut. En d'autres termes, ils "flottent". Mais, quand les quarks prennent des directions opposées et s'éloignent trop, des forces très puissantes entrent immédiatement en jeu pour les empêcher de se séparer, afin de préserver l'existence de l'entité qu'est la particule, le proton lui-même. Vous aurez reconnu les effets de la coopération

internationale, au sein en particulier du G7 et du FMI, pour préserver l'économie mondiale quand l'instabilité et les déséquilibres s'accroissent, créant une menace systémique.

Il nous faut donc aujourd'hui rationaliser et développer les forces nécessaires au maintien de la stabilité et donc de la prospérité de l'économie mondiale.

Dans le contexte actuel de mondialisation de l'économie, nous avons besoin d'une *marge de flexibilité* entre les principales zones régionales, mais aussi d'une *continuité* et d'une *discipline* suffisamment fortes quand la stabilité et la prospérité du système sont en jeu. Le principal défi auquel le monde doit faire face est de trouver le bon équilibre entre l'exigence de souplesse et les impératifs de stabilité et de discipline d'une politique coordonnée.

Un grand défi technique et intellectuel nous est lancé. C'est en combinant, de la meilleure manière possible, les deux grandes écoles de pensée qui se partagent la réflexion sur le système monétaire international que l'on a progressé et que l'on progressera : l'école "pragmatique" qui insiste sur la flexibilité et l'école "conceptuelle" qui insiste sur l'architecture et la discipline du système.

Il nous faut probablement, pour établir le système monétaire international sur les bases les plus sûres possibles, retenir les enseignements de chacune de ces deux écoles.