

Scott E. Pardee

50 ANS APRÈS BRETTON WOODS : QUEL EST L'AVENIR DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL ?

Comme pour la plupart des gens qui ont affaire avec le marché des changes ou autres instruments financiers, mon gagne-pain dépend du bon ou du mauvais fonctionnement du Système Monétaire International. Ces dernières années, les cambistes qui se sont le plus enrichis furent malheureusement ceux qui ont parié sur l'effondrement du Système Monétaire Européen en 1992-1993 et ceux qui ont cru qu'en 1993-1994 les Etats-Unis, exaspérés par l'excédent commercial japonais, choisiraient de manipuler le cours du yen pour le renchérir vis-à-vis du dollar. En outre, les pertes les plus importantes furent subies par des agents du marché qui avaient misé sur le fait que la politique des gouvernements prévaudrait en fin de compte — c'est-à-dire qu'en temps voulu, le Système Monétaire Européen conduirait à une meilleure stabilité des taux de change en Europe, et que les Etats-Unis ne joueraient la baisse du dollar. Si notre but est d'avoir un Système Monétaire International qui fonctionne, ce sont les acteurs du marché ayant parié sur les gouvernements qui devraient faire des profits, et non pas ceux qui ont joué contre.

Ces deux questions sont à la base des échecs du Système Monétaire International depuis la fin de l'étalon-or, dans les années 1930.

1. Parfois les gouvernements, en cherchant à stabiliser les taux de change, résistent trop longtemps aux forces du marché et entraînent par là des ruées sur leur monnaie qu'ils ne sont plus en mesure de contrôler.

2. Il arrive aussi, lorsque les gouvernements adoptent des taux de change flottants, qu'ils pratiquent parfois ce que j'appelle un flottement impur unilatéral qui déprécie leur monnaie en vue des objectifs de la politique économique intérieure.

Il convient de traiter individuellement chacun de ces problèmes

La volonté d'avoir des taux de changes stables existe aussi bien dans le monde des affaires qu'au sein des gouvernements. Le travail des exportateurs,

importateurs, investisseurs et emprunteurs est facilité s'ils n'ont pas à tenir compte du taux de change dans leurs décisions. La volatilité du change s'ajoute au coût du commerce international ; au fur et à mesure que la volatilité s'accroît, les coûts augmentent, jusqu'à ce qu'elle obstrue le flux international des biens et des capitaux. Un Système Monétaire International efficace nécessite en revanche de vastes marchés fiables et élastiques où les échanges internationaux commerciaux et financiers peuvent se dérouler à un bon prix et à moindre risque.

Les gouvernements aussi préfèrent la stabilité du taux de change, mais les objectifs de leur politique économique sont souvent contradictoires. Nombre de travaux théoriques et économétriques ont été réalisés sur le thème du compromis entre l'emploi, l'inflation et la stabilité du taux de change, ainsi que sur le processus d'ajustement de la balance des paiements en réponse aux fluctuations des taux de change. Il peut arriver que ce taux soit clairement en décalage avec les forces économiques sous-jacentes, selon l'idée du déséquilibre fondamental fixé par le système de Bretton-Woods. Il peut également arriver, lorsque le taux de change ne semble pas en décalage, que d'autres ajustements politiques soient nécessaires.

Les gouvernements qui décident de fixer leur taux de change, devront souvent se poser la question de savoir si ce dernier concorde ou pas avec les principes économiques de base. Lorsque le marché sent que les choix politiques risquent d'être modifiés, les cambistes sont les premiers à parier sur un changement de cap imminent. Vu que de nombreux cambistes sautent dans le même train en marche, la somme d'argent qu'ils peuvent miser sur une monnaie et donc retirer d'une autre — s'élevant aujourd'hui à des dizaines de milliards de dollars — fait de leur parti une prophétie qui s'accomplit d'elle-même.

De nombreux pays ont si bien géré leurs affaires que leurs taux de change sont restés pendant de longues périodes relativement stables face à d'autres monnaies. Dans tous les cas, les gouvernements ont abouti à une stabilité du change grâce à des ajustements fréquents et parfois profonds de leur politique intérieure, en admettant qu'il faut des années pour se construire une crédibilité sur le marché. Le gouvernement français, et surtout le peuple français, a consenti ces dernières années à d'importants sacrifices afin d'obtenir un faible taux d'inflation et une meilleure stabilité du taux de change pour le franc. Par conséquent, le franc français est en 1994 une monnaie plus forte qu'elle ne l'a jamais été depuis la guerre.

Les gouvernements démocratiques éprouvent par ailleurs des difficultés à paraître crédibles, étant donné que leurs décisions font constamment l'objet de débats politiques et médiatiques. Les acteurs du marché n'hésitent pas à s'emparer de ces arguments comme d'autant de prétextes pour investir dans une monnaie ou pour la désertir. C'est pourquoi les hauts responsables au

ministère des Finances et à la Banque Centrale sont obligés de veiller à ce que le débat du gouvernement ne déraile pas. Ils doivent constamment assurer les acteurs du marché que leur politique vise à stabiliser les taux de change.

Souvent, un gouvernement qui s'acharne à défendre un taux de change fixe pour sa monnaie, défend une monnaie surévaluée. A supposer que l'on persiste à maintenir un taux surévalué, cela nuit à l'exportation, génère un taux de chômage élevé, et au bout du compte, cela entraîne une baisse dans les sondages — car dans une démocratie, les emplois signifient des votes et les chômeurs ont tendance à voter pour l'opposition. Prendre une décision isolée d'ajuster juste le taux de change ne résout pas le problème. Une politique de stabilisation réussie exige à la fois des mesures fiscales, monétaires et d'ouverture de marché.

La stabilité des taux de change est évidemment très encouragée en Europe. Le Traité de Maastricht a été signé dans le but d'avoir une monnaie et une banque centrale uniques d'ici 1999. Si on regarde en arrière sur les derniers 50 ans : 1) le système de taux de change établi en 1944 à Bretton-Woods s'est effondré en 1971-1973, et 2) le Système Monétaire Européen datant de 1978 n'a pas fait mieux en 1992-1993. Ces expériences du passé devraient décourager ceux qui plaident en faveur des taux de change fixes dans les prochains 25 ans. A mon avis, l'application intégrale du Traité de Maastricht sera retardée et ne pourra se faire que par étapes. Pour que ce système puisse fonctionner, les Etats-membres devront adhérer à la totalité des engagements concernant la politique fiscale et monétaire figurant dans le Traité, dont l'objectif est une réelle convergence des performances économiques et non le simple établissement d'une unité monétaire unique, dans l'espoir que les marchés financiers s'y adapteront.

La seconde question est celle de la tendance qu'ont certains gouvernements à manipuler les taux de change flottants. En général, la pression est exercée à la baisse. Pour le secteur privé, le bénéfice d'une telle politique dépend de ce qu'on fait. Les exportateurs et les entreprises menacées par les importations sont ravies, car la dévaluation de la monnaie est considérée comme une forme non-explicite de protectionnisme. En effet, dans les années '30, la dévaluation compétitive était connue sous le nom de « politique de mise sur la paille du voisin », par laquelle un pays tente d'exporter son chômage. Bien évidemment, les consommateurs en sont les premières victimes, car ils doivent payer les biens importés et les substituts d'importation plus cher. Les investisseurs se débarrassent de la monnaie avant que le gouvernement ne puisse baisser sa valeur. Ainsi, le moindre signe avant-coureur d'une telle décision peut déclencher une énorme fuite de capitaux, causant ainsi la dévaluation dont il était précisément question. Les cambistes étrangers qui prospèrent sur la volatilité sont ravis de se joindre à la vente de la monnaie, manipulée à la baisse.

Le gouvernement américain s'est souvent rendu coupable de la manipulation monétaire sous toutes ses formes : flottement impur, négligence simple ou malveillante, dénigrement du dollar, etc. Les gouvernements de Nixon, de Carter, de Reagan et de Clinton ont tous accepté les arguments avancés par des industriels et par des économistes américains, selon lesquels les autres monnaies devraient prendre de la valeur vis-à-vis du dollar (ce qui n'est qu'euphémisme pour la dévaluation du dollar). Les industriels soutiennent que la concurrence étrangère est souvent déloyale et que la baisse du dollar contribuerait à établir les mêmes règles de jeu pour tous. De leur côté, les économistes affirment que l'important et persistant déficit commercial américain ne peut être comblé que par la hausse des autres monnaies par rapport au dollar. Toutefois, l'expérience montre que l'amélioration ne fait jamais long feu. Depuis 1970, le yen japonais est passé de 360 à 100 yens pour un dollar ; pourtant le déficit commercial américain face au Japon n'a jamais été aussi important.

Une politique de dépréciation de sa propre monnaie comporte plusieurs désavantages. Elle est inflationniste, affectant à la fois l'indice des prix courants et les anticipations inflationnistes. Autre conséquence, les investisseurs étrangers vendent leurs avoirs (titres, obligations) et cessent d'en acheter d'autres. Elle décourage aussi la demande étrangère de biens à travers l'effet revenu. De plus, elle suscite les représailles des gouvernements étrangers, élus eux-mêmes pour créer des emplois et qui détestent les voir s'exporter. Un système monétaire ne fonctionne efficacement qu'avec la confiance dans la stabilité de la monnaie en tant qu'unité de compte et en tant que critère de valeur. Lorsque les gouvernements l'ébranlent, ils portent atteinte au système tout entier. Là aussi, l'expérience des 50 dernières années est décourageante.

Que faut-il faire dans les 25 années à venir pour améliorer le Système Monétaire International ? Premièrement, nous devons le protéger contre d'éventuelles crises internes pour réduire les risques dans l'ensemble du système. L'autoroute de l'information qui passera à travers les réseaux d'ordinateurs privés pourra soulever elle aussi de nouveaux défis. La prolifération de produits dérivés a de fortes chances de se poursuivre. Le nombre d'acteurs du marché va s'accroître puisque beaucoup de pays en voie de développement s'en sortent de mieux en mieux économiquement, et leurs ressortissants auront des relations financières de plus en plus sophistiquées avec le reste du monde. Les changements seront profonds. Aujourd'hui, des gens avec beaucoup de sens pratique se posent la question de savoir si d'ici 25 ans, les banques commerciales ou mêmes les banques centrales auront encore un rôle à jouer dans le système monétaire. La tâche des gouvernements, des acteurs du marché et même des universitaires sera de se tenir au courant de ces problèmes, si l'on veut que la transition se fasse en douceur.

Deuxièmement, les gouvernements devront poursuivre la politique de

stabilisation : maintenir la croissance économique avec le minimum de pressions inflationnistes internes, ainsi qu'éviter que le solde extérieur ou le compte de capital ne soient déficitaires. La tâche sera difficile, mais néanmoins allégée par l'absence de chocs majeurs, tels que la guerre ou le désordre des principales bourses de marchandises, comme ce fut le cas lors de la crise pétrolière des années '70. Le progrès de la démocratie de ces dernières années est évidemment bénéfique pour l'humanité, mais pas nécessairement favorable à la politique de stabilisation. Les gouvernements démocratiques réagissent bien au moment des crises, mais prévoient rarement les problèmes à venir. Peut-être que désormais, grâce à de nombreuses rencontres régulières à la BRI de Bâle, à celles de l'OCDE, du G-7, des comités intérimaires du FMI et grâce à la réunion annuelle du FMI et d'autres organismes internationaux, les autorités financières étant ainsi constamment en contact, cela peut aider les gouvernements à éviter quelques problèmes sérieux et à résoudre plus facilement ceux qui apparaissent malgré tout.

Aujourd'hui on peut prendre comme exemple la crise de la dette latino-américaine. Elle a surgi soudainement à l'occasion de la rencontre du FMI et de la Banque Mondiale à Toronto, en 1982, et aurait pu provoquer la faillite de nombreuses banques commerciales des pays industrialisés, et peut-être même consommer les liquidités du système bancaire tout entier ; pour ne pas parler du bouleversement économique et social qui aurait pu être beaucoup plus grave que ce qui s'est passé réellement. Ce fut une expérience violente pour tous ceux qui y furent impliqués, mais le système financier international a survécu. A l'heure actuelle, la plupart des pays d'Amérique latine ont adopté une politique fiscale et monétaire solide et réalisent de nouveau une croissance économique et des rentrées de capitaux.

Troisièmement, nous aurons besoin de visionnaires. Quand on analyse les documents de la Conférence de Bretton-Woods, ou les rapports des rencontres qui ont abouti à l'Union des paiements européens, au Système Monétaire Européen et même au Traité de Maastricht, on est impressionné par les personnalités qui ont forgées ces accords. Toutes ces structures qui ont servi de base au Système Monétaire International ont été conçues par des visionnaires. L'attention qu'ils ont consacrée aux détails avantageant leurs intérêts nationaux est certainement teintée d'un certain parti pris. Pourtant, en travaillant ensemble ils ont développé une vue d'ensemble cohérente du Système Monétaire International tel qu'il devrait être. D'autres accords très importants, tel l'Accord Smithsonian de 1990 ou celui du Plaza de 1985, n'étaient que des bouche-trous, dépourvus d'une vision d'avenir collective et cohérente.

William McChesney Martin, l'un des plus grands présidents de l'histoire de la Federal Reserve, avait envisagé à la fin de sa carrière en 1970, la possibilité d'établir une banque centrale mondiale. A l'époque, personne ne fit attention à ses propos. De nos jours, une telle idée n'est avancée que par des

universitaires. Pourtant, en abordant le XXI^e siècle, surtout eu égard à l'interdépendance généralisée des économies et des systèmes financiers, ce n'est pas une mauvaise hypothèse de travail. Evoluer dans cette direction ne peut faire que du bien, dans le sens de meilleures politiques intérieures fiscales et monétaires, ainsi que d'une coordination plus étroite des mesures fiscales et monétaires entre les pays, des accords régionaux tel que celui envisagé par le Traité de Maastricht, et un effort pour renforcer le rôle du FMI pour la stabilité monétaire globale. Je doute qu'avec le système politique des Etats-Nations, une banque centrale unique puisse fonctionner. Mais elle peut représenter la lumière au bout du tunnel dans lequel nous nous trouvons actuellement, elle peut nous indiquer le chemin. Dans le cas contraire, nous continuerons à errer dans le noir et à être à la merci de chaque crise monétaire qui se présente.