

À la recherche d'un nouveau système monétaire international

Voici donc qu'au Sommet de Williamsburg le problème de l'amélioration du Système Monétaire International a été officiellement posé.

Le Système institué par la Conférence de Bretton-Woods en 1944, mis en place au cours des années suivantes, faisait de dollars convertibles en lingots d'or la monnaie internationale à laquelle les autres monnaies se trouvaient rattachées par des taux de change fixes. Ils ne devaient être modifiés qu'en cas de déséquilibre grave. De septembre 1949 jusqu'en août 1971 ils ne le furent qu'exceptionnellement. Pendant ces vingt-deux ans la croissance des économies occidentales fut presque continue et rapide.

Depuis 1972 aucune grande monnaie n'est plus convertible ni en or ni en dollar à un taux fixe. Les cours des changes des monnaies, tant vis-à-vis du dollar qu'entre elles, ont connu d'incessantes fluctuations courtes, ainsi que d'amples variations de longue durée. Ces changes flottants ont accru la liberté d'action des Banques Centrales et élargi dans une certaine mesure la marge de manœuvre des politiques économiques. Parfois les cours ont varié, plus ou moins spontanément, en fonction des différences d'inflation, contribuant ainsi à ajuster les pouvoirs d'achats respectifs des monnaies et à rééquilibrer par là les balances commerciales. Mais les inconvénients de ce flottement se sont révélés grands. Il incite à opérer des mouvements de capitaux à la recherche de profits spéculatifs, provoquant ainsi des variations aberrantes des cours¹ qui aggravent les déséquilibres commerciaux. La grande insécurité dans les relations commerciales et financières internationales qui en résulte décourage chefs d'entreprise soucieux d'une

1. Cf. J.-M. Jeanneney : « La danse maléfique des grandes monnaies », *Lettre de l'OFCE*, n° 2, 23 février 1983.

gestion prudemment rationnelle. C'est une cause parmi d'autres, du ralentissement puis de l'arrêt de la croissance de l'économie mondiale. Que peut-on faire ?

Encore qu'au États-Unis certains économistes et hommes d'affaires y songent parfois, il est impossible de revenir au système monétaire antérieur à la guerre de 1914. Malheureusement ! Car il a, pendant plus d'un siècle, assuré une parfaite fixité des cours du change de toutes les grandes monnaies entre elles et contenu les mouvements généraux des prix en d'étroites limites, tout en permettant une croissance des PNB de 2 à 4 % l'an, ce qui avec les techniques industrielles et agricoles alors disponibles, était assez satisfaisant. Mais son bon fonctionnement impliquait que les monnaies utilisées par les individus soient pour une bonne part faites de pièces d'or, circulant librement d'un pays à l'autre et en lesquelles les monnaies fiduciaires soient convertibles à un taux fixe.

Aujourd'hui les masses monétaires sont en quasi-totalité constituées par des dépôts à vue. Il n'y a plus aucune limite physique à la multiplication de ces monnaies scripturales, dont les quantités ne dépendent que des crédits consentis par les banques. L'évolution des mœurs et des techniques bancaires qui, en un demi-siècle, a conduit à cet état de chose est irréversible.

Cela étant, quels objectifs peut-on, sans verser dans l'utopie, fixer au système monétaire ?

Vouloir rétablir des parités durablement fixes serait supposer que tout déséquilibre entre les offres et les demandes privées d'une monnaie sur les marchés des changes pourrait être toujours compensé par des offres ou des demandes d'organismes publics. C'est techniquement possible. Il incomberait à la Banque Centrale dont la monnaie est trop demandée de l'offrir en aussi grandes quantités qu'il faudrait pour rétablir l'équilibre du marché à la parité fixe. Elle n'en serait pas incapable, car une Banque Centrale a une capacité illimitée de création de sa propre monnaie. Mais cette création monétaire, intervenant sans destruction symétrique ailleurs, serait inflationniste. Les flux compensatoires de capitaux ainsi garantis permettraient à un pays déficitaire d'accroître indéfiniment ses consommations et ses investissements aux dépens d'autres, qui à la longue ne sauraient l'admettre. Pour que le

système ne se grippe pas, il faudrait donc que, tôt ou tard, mais à coup sûr, des politiques budgétaires, monétaires et sociales accroissent la demande intérieure dans les pays excédentaires et la réduisent dans les autres.

L'incitation à de telles politiques équilibrantes pourrait résulter d'une convertibilité en lingots d'or des monnaies étrangères détenues par les Banques Centrales, les pertes d'or subies par les pays déficitaires jouant d'abord comme signal d'alarme, puis les obligés à contracter leurs masses monétaires. Il devrait être théoriquement ainsi selon le système instauré à Bretton-Woods ; mais en fait ce mécanisme n'a guère fonctionné. Si de 1949 à 1971 la stabilité des cours des changes n'a connu que quelques accroissements, on l'a dû certes pour une part à la volonté que les États européens ont alors généralement manifestée, avec plus ou moins de succès, d'équilibrer leurs comptes, et à la facilité qu'ils ont eu à le faire grâce à la croissance rapide de leur PNB. Cependant l'explication principale en est que les États-Unis n'ont cessé d'exporter des capitaux dont le montant a été le plus souvent supérieur à l'excédent de leur balance des paiements courants, ce qui a d'abord mis fin à la pénurie de dollars ressentie par les autres pays, puis utilement permis à ceux-ci de se constituer des réserves de change en dollars. Mais lorsque la masse de dollars ainsi détenu hors des États-Unis devint excessive, le système engendra une hausse mondiale des prix. Et il rompit le jour où les États-Unis reconnurent officiellement qu'ils ne pouvaient plus assurer la convertibilité du dollar en lingots d'or.

Il est peu vraisemblable que, dans un avenir proche, les États participant à l'économie occidentale se soumettent tous volontairement aux rudes disciplines qui seraient nécessaires pour qu'un système mondial de changes fixes puisse être durable. Et il n'est pas souhaitable qu'un État dominant soit en mesure et décide de le leur imposer.

Devons nous donc limiter notre ambition à un objectif très modeste, qui serait de supprimer seulement les variations courtes, en dents de scie, des cours des changes provoquées soit par irrégularité saisonnière de flux internationaux, soit par des événements passagers ou accidentels, soit par la cyclothymie de certains agents économiques ? Bien que ces variations n'aient guère le temps d'agir sur les courants commerciaux, elles sont nocives, parce qu'elles

engendrent des gains ou des pertes imprévisibles pour quiconque opère des achats ou des ventes à l'étranger. Les Banques Centrales seraient capables de réduire à presque rien ces variations épisodiques. Déjà cette pratique est fréquente dans le cadre du système monétaire européen ; elle pourrait être étendue aux relations entre les monnaies du S.M.E., le dollar, la livre et le yen. Mais la difficulté est de savoir si un excès observé d'achats ou de ventes de monnaies est provisoire ou s'il est la première manifestation d'un déséquilibre durable.

Au demeurant, vouloir supprimer seulement les variations en dents de scie des cours serait renoncer à remédier aux méfaits principaux du régime actuel. Il doit s'agir de bien davantage : s'opposer aussi à celles des variations longues qui aggravent les déséquilibres des balances des paiements ; ne laisser s'accomplir que celles qui, en modifiant les pouvoirs d'achat relatifs des monnaies échangées, ont pour effet, par une action sur les balances commerciales et les balances des services des pays en cause, d'équilibrer la somme algébrique des balances des paiements courants et des balances des mouvements de capitaux à long terme qui sont justifiés par les différences de développement des économies nationales.

En raison du gonflement des placements internationaux à court terme intervenu depuis une quinzaine d'années, la masse des capitaux susceptibles d'être transférés d'une monnaie de placement vers une autre au cours d'une année est énorme. Les Banques Centrales ne sauraient fournir trop longtemps la contrepartie de ces transferts privés sans provoquer de fâcheuses contractions ou expansions des masses monétaires internes même si elles prennent des mesures correctives.

Il est donc nécessaire de dissuader, autant que possible, les détenteurs de capitaux mobiles de les déplacer malencontreusement. À cet égard le maniement des taux d'intérêt est une arme efficace, mais qui, au delà de certains seuils, risque d'exercer sur les économies nationales des actions inflationnistes ou déflationnistes dangereuses. Aussi doit-on tenter d'éliminer la principale cause des mouvements intempestifs de capitaux, qui consiste en des anticipations concernant les cours des changes. Pour ce faire il faut que soit proclamée, et démontrée dès la première occasion par les faits, la volonté des Banques Centrales d'utiliser tous les moyens, même limités, dont elles disposent pour endiguer, dès leurs débuts, les

variations anormales des cours. À cet égard une responsabilité particulière repose sur les autorités monétaires des États-Unis, car le dollar est la principale monnaie de réserve et sert le plus souvent de moyen d'intervention sur les marchés des changes, tant aux spéculateurs qu'aux Banques Centrales des autres pays.

Quand les changements de parité apparaissent économiquement justifiés, il importe qu'ils se réalisent sous forme d'ajustements aussi lents que possible, graduels, n'excédant jamais 2 % en quelques jours et qui, si menus soient-ils, adviennent à des dates imprévisibles. Grâce à quoi d'éventuels spéculateurs n'auront guère l'espoir de gains attractifs. De surcroît, la politique économique d'aucun État ne doit paraître de nature à engendrer dans un avenir proche une trop forte contraction ou expansion de sa demande intérieure, politique qui serait annonciatrice d'excédents ou de déficits excessifs de sa balance des paiements et qui ne pourrait manquer de conduire tôt ou tard à une inflexion des parités, que des mouvements de capitaux devanceraient, perturbant ainsi les cours des changes.

On ne peut guère, dans le monde actuel, espérer inventer un système monétaire international nouveau qui ait, par ses automatismes, la vertu de mettre fin aux désordres monétaires dont nous souffrons. Mais si les États avaient la volonté d'agir de concert comme il est dit ci-dessus, ils pourraient faire que les cours des changes varient à peu près convenablement.

Certes, tant qu'existera une énorme masse de capitaux fébriles, placés à très court terme, les Banques Centrales ne pourront éviter que les événements politiques ou militaires graves suscitent des mouvements brutaux sur les marchés des changes. Mais aucun dispositif monétaire rigide, si ingénieux soit-il, n'y résisterait.

