

Le Système monétaire international et l'Union monétaire européenne *

Jean-Paul Fitoussi

Président de l'OFCE

Marc Flandreau

CNRS et OFCE

La célébration du cinquantième anniversaire de la création du système de Bretton Woods invite à replacer les évolutions récentes du Système Monétaire Européen dans une perspective historique.

Dans le passé, les arrangements monétaires internationaux ont été de trois types. A un pôle, on trouve les systèmes qu'on propose d'appeler « décentralisés sans contrainte », où la souveraineté des politiques monétaires est totale (systèmes de changes flottants). A l'autre pôle, on trouve les systèmes complètement centralisés, où chaque participant a transféré son pouvoir monétaire à une organisation centrale qui définit la politique de l'union (Federal Reserve System aux Etats-Unis). Entre les deux enfin, on trouve les systèmes « décentralisés avec contrainte » (comme par exemple le SME, ou Bretton Woods), où les politiques domestiques sont définies individuellement mais doivent prendre en compte les politiques des autres membres.

Cet article se propose de faire le point sur ces options en soulignant leurs avantages et leurs inconvénients respectifs. Deux conclusions principales se dégagent. D'abord, l'autonomie que confère un système de changes flottants est probablement illusoire, car le flottement neutralise une grande partie des avantages de la souveraineté monétaire. La deuxième conclusion est que les systèmes décentralisés avec contrainte, du type SME, contiennent un biais déflationniste qui les rend coûteux et difficilement soutenables. Au confluent de ces deux problèmes se trouve le dilemme fondamental des systèmes internationaux pour lesquels il n'est pas d'équilibre stable sans construction d'une certaine forme de supranationalité.

* Article préparé à l'occasion de la Conférence organisée pour le cinquantième anniversaire de la création du système de Bretton Woods. Ministère des Finances, 30 juin-1^{er} juillet 1994, Paris.

Ecrivant sur l'évolution des conceptions en matière d'organisation monétaire internationale, Fred Hirsch [1967] attirait l'attention des économistes sur ce qu'il appelait la « théorie du pendule ». Lorsque le monde est régi par un système de changes flexibles, les avantages d'un système de changes fixes sont mis en avant par les réformistes. A l'inverse, lorsqu'on se retrouve dans un système de changes fixes, le passage à un régime flottant gagne des voix. Ainsi Bretton Woods succéda à ce qui est habituellement décrit comme le chaos monétaire des années 1930. Puis le flottement des années 1970 succéda à Bretton Woods. Ainsi, encore, le SME domina les échanges européens dans le courant des années 1980.

Par bien des aspects le programme d'unification monétaire proposé par le Traité de Maastricht épousait à nouveau ce mouvement rythmique de la pensée et des politiques économiques : au terme des agitations des années 1970, la convergence graduelle des politiques monétaires allait finalement permettre la « fixation irrévocable des parités », prélude à la réalisation de l'unification monétaire complète : on espérait « coincer » le balancier dans un régime de changes fixes.

Mais cette chronique d'une union annoncée se heurtait à un subtil piège d'incohérence logique : son erreur principale était de légiférer sur le processus autant que sur la fin. Le problème, bien connu des logiciens, est classiquement illustré par l'exemple suivant : un professeur annonce à ses étudiants qu'il leur donnera avant la fin de la semaine un examen qui devra les prendre par surprise. Après un instant de réflexion, les étudiants se réjouissent. En effet, il est impossible que l'examen se produise le dernier jour car il ne s'agirait alors plus d'une surprise. Pour la même raison, l'examen ne pourra pas avoir lieu le jour précédent : et ainsi de suite, en itérant en arrière. Il en découle deux conclusions possibles : ou bien le professeur a menti (il n'y aura en fait pas d'examen), ou bien son annonce était incohérente (l'examen aura lieu mais ne prendra pas forcément les étudiants par surprise). Finalement, n'est-ce pas tant la crédibilité du professeur que celle de l'examen qui est mise en doute ?

Le Traité de Maastricht se heurte au même piège puisqu'il annonçait qu'afin de procéder à l'unification complète, les mouvements de capitaux seraient libérés puis avant la phase finale, les réajustements seraient bannis : à la pluralité des monnaies près, un tel régime serait identique à un système à monnaie unique. Il préparerait donc le stade ultime avant l'intégration totale et la création de la Banque Centrale Européenne. On oubliait seulement qu'on dotait par là même les marchés d'un moyen de spéculer sur les motivations des gouvernements. En cas de crise auto réalisatrice, le processus d'unification se trouvait mis en contradiction avec lui-même, puisque le principe de fixation irrévocable des parités était violé : comment interpréter un élargissement des marges de fluctuation ? Était-ce la « voie Maastrichtienne » vers l'union monétaire, ou l'union elle-même qui était mise en cause ? Les gouvernements avaient-ils menti, ou étaient-ils « seulement » incohérents ?

En conséquence, le « pendule » semble aujourd'hui hésiter à nouveau. On peut se demander s'il s'agit là du ralentissement naturel du mouve-

ment avant l'inversion de la tendance, ou bien si le retournement est déjà en cours. De toute part des voix s'élèvent — dans la politique, la presse, et les cercles académiques — pour souligner les charmes d'un assouplissement, voire d'une suppression, du SME, déjà pas mal chahuté. Aux mots d'ordre de discipline et de convergence ont succédé ceux de souveraineté et de flexibilité. A nouveau, les alternatives au régime actuel semblent gagner des voix.

L'objet de cet article est de faire le point sur ces alternatives en replaçant les oscillations du balancier dans leur mouvement long, pour éviter la myopie d'une approche à trop court terme, car il se peut après tout que ceux qui ignorent l'histoire sont condamnés à la revivre.

Trois options principales semblent possibles aujourd'hui : elles correspondent à trois mouvements distincts du pendule. La première est un retour en arrière, vers une situation de type « années 70 », c'est-à-dire un régime de décentralisation complète. La seconde correspondrait à une pause dans le processus d'unification monétaire, afin disent certains de consolider les acquis, sans préjuger de la suite : ce serait ce que nous proposons d'appeler la solution décentralisée avec contrainte. La troisième, enfin, consiste à aller de l'avant vers l'union, et à mettre en place un régime fortement structuré, où un mécanisme de coopération quasi-automatique se substituerait aux politiques nationales.

Quelles sont les forces, les faiblesses et les limites de ces diverses options ? Deux conclusions majeures se dégagent de notre analyse, qui se réfère à des exemples historiques puisés notamment dans l'expérience de Bretton Woods. La première est que pour évaluer l'impact des politiques monétaires et donc leur désirabilité, il faut prendre en compte le régime dans lequel elles sont formulées : comme nous allons le montrer, le flottement aboutit à neutraliser une grande partie des avantages de la souveraineté en matière monétaire, rendant cette dernière illusoire. La deuxième conclusion est que les systèmes décentralisés à changes fixes, du type SME, contiennent un biais déflationniste qui les rend coûteux ou difficilement soutenables. Au confluent de ces deux problèmes se trouve le dilemme fondamental des systèmes monétaires internationaux pour lesquels il ne semble pas exister d'équilibre stable : d'où, selon nous, la nécessité de construire une certaine forme de supranationalité.

L'illusion de la souveraineté

Les difficultés récentes du SME, ainsi que les pressions que ce système a fait subir à un certain nombre de nations européennes, ont remis au goût du jour des idées relativement anciennes sur les avantages de la manipulation des taux de change comme instrument de politique

monétaire. Quoique beaucoup d'économistes restent sceptiques quant aux gains — voire à la possibilité même — d'une politique discrétionnaire de changes, un certain nombre d'auteurs ont prétendu y voir la pierre angulaire de la politique macroéconomique, et ont donc encouragé la Grande Bretagne à reprendre, puis à conserver, son indépendance vis-à-vis du SME (Feldstein [1992]).

Ce type de plaidoyer prend bien évidemment diverses formes, et pour être totalement rigoureux, il faudrait distinguer, parmi les nombreuses formulations de cette thèse une version « douce » et une version « radicale ». La version douce assigne au maniement du taux de change un rôle passif : il s'agit essentiellement de contribuer au processus d'ajustement. La version radicale en revanche fixe à la politique monétaire un rôle actif de relance. La distinction, cependant, est plus analytique que véritablement opérationnelle, car il est difficile en pratique de fixer, de façon suffisamment claire, la limite entre les deux versions : le taux de change requis pour restaurer l'équilibre est bien sûr presque impossible à distinguer de celui qui serait supposé permettre une relance.

En fait, ces deux versions analogues ont une origine commune qui remonte aux travaux de Mundell ([1961] et [1963]) et Fleming [1962], qui analysent la politique économique comme le moyen de remédier aux perturbations économiques auxquelles sont soumises les différentes parties du monde. Parce que ces perturbations sont hétérogènes et asymétriques, il est nécessaire qu'une certaine asymétrie compensatrice caractérise les politiques d'ajustement à ces chocs. On recherche alors la géographie monétaire efficace en fonction des analogies entre différentes régions, regroupées en « zones monétaires optimales » : politique monétaire comme moyen d'ajustement interzone, politique budgétaire comme moyen d'ajustement intrazone. Suivant les tenants modernes de cette analyse, l'hétérogénéité économique de l'Europe n'en fait pas une zone monétaire optimale, ce qui implique qu'une pluralité de monnaie serait préférable à l'union (voir Eichengreen [1990]).

La réapparition de ce type d'arguments au début des années 1990 a de quoi surprendre, puisqu'au fond c'était précisément le scepticisme vis-à-vis de l'efficacité de politiques autonomes qui avait présidé à la création du SME. De plus, en marge de la stabilité intra-SME, on a pu mesurer les effets macroéconomiques du flottement des monnaies entre l'Europe et les Etats-Unis. Or l'évidence semble bien donner tort aux partisans de politiques des changes puisque leur prédictions s'y sont trouvées invalidées : l'appréciation massive du dollar après 1981, loin de relancer les économies européennes s'est accompagné d'un marasme persistant en Europe, au travers d'une désynchronisation des cycles entre les deux continents.

Pour comprendre cet apparent paradoxe, il faut souligner que les hypothèses centrales de la théorie des avantages de la souveraineté sont extrêmement fragiles. En particulier, les analyses de l'économie ouverte qui assignent un grand pouvoir aux politiques de change supposent que les entreprises n'ont aucune autonomie en matière de prix, et ne tirent

pas avantage des variations de change et de leur influence sur la position concurrentielle de leurs compétiteurs. Or une modification de cette hypothèse, peu conforme à l'observation (voir Fitoussi et Le Cacheux [1989]) a un impact considérable sur la conclusion atteinte. Ainsi que l'ont montré Fitoussi et Phelps [1988], le comportement de marges d'entreprises en situation de concurrence imparfaite est profondément influencé par le taux d'intérêt réel qui fixe les termes de l'arbitrage entre profit présent et profit futur. En conséquence, plus le taux d'intérêt réel est élevé, plus la préférence pour le présent est marquée, et donc plus les entreprises tenteront d'accroître leur marge. De même, une dépréciation des changes, en réduisant la pression de la concurrence étrangère, permet aux entreprises nationales d'augmenter leurs marges sans risquer de perdre par la suite des parts de marché, et donc des profits futurs. En retour, l'accroissement des marges neutralise les effets du taux de change sur l'emploi. Finalement, le comportement des entreprises aboutit à stériliser les effets de relance associés à la dépréciation des changes, surtout lorsque cette dépréciation est conséquence d'une forte élévation des taux d'intérêt à l'étranger.

Dans cette analyse, les conclusions traditionnelles « à la Mundell-Fleming » peuvent être inversées. De façon intuitive, la logique de ce résultat est simple : dans un modèle de type Mundell-Fleming l'effet compétitivité domine parce que les entreprises répercutent en terme de production la totalité de l'accroissement de la demande liée à la dépréciation des changes, ce qui favorise l'emploi. Au contraire, dans le modèle de Phelps et Fitoussi, l'effet de la dépréciation sur les marges réduit la compétitivité : dans un régime de changes flexibles, la politique de change peut ainsi avoir des effets pervers ⁽¹⁾.

L'importance du régime de change sur le comportement de l'offre agrégée — et donc sur l'emploi — est au cœur d'une seconde famille d'arguments tendant à suggérer que les avantages effectifs d'une politique des taux de change sont en fait assez limités, voire inexistantes : il s'agit des analyses relatives à la supériorité des normes sur les politiques discrétionnaires, dans la lignée des travaux de Barro et Gordon (1983). Intuitivement, cette thèse consiste à dire qu'il est impossible d'avoir recours de façon durable à une politique monétaire expansionniste car très vite, les agents intégreront la tendance discrétionnaire du gouvernement dans leur prévisions, aboutissant ainsi à neutraliser les avantages associés aux politiques de change ⁽²⁾.

(1) L'influence du régime de change sur l'arbitrage inflation-chômage a été souligné depuis longtemps : on peut, entre autres, citer la contribution de Dornbusch et Krugman [1976], qui ont montré que dans un régime de changes flottants, la pente de la courbe Phillips tendait à se dresser, rendant l'arbitrage difficile.

(2) Notons d'ailleurs que les versions stochastiques de cette théorie où les agents doivent deviner la ligne du gouvernement dans un contexte de volatilité des prix et des changes suggèrent que cet argument peut être renforcé. L'existence d'un « bruit » important entourant les décisions publiques aboutit à brouiller les perceptions, condamnant le gouvernement à exagérer les déflations quant il veut rendre crédible son attachement à une norme vertueuse : il est clair que cette nécessité de « crier plus haut que la foule » a un coût social important.

Cet argument théorique peut être illustré par l'observation empirique du fonctionnement du système de Bretton Woods : les variables économiques majeures (PNB, taux d'intérêt réels, etc.) furent sensiblement plus stables qu'en d'autres périodes (années 1970 par exemple), suggérant que la politique monétaire y fut peut être plus efficace, ce qui semble paradoxal dans le cadre d'un système de changes fixes.

Eichengreen [1993] a proposé une interprétation de ce paradoxe qui n'est pas sans évoquer la thèse de Fitoussi et Phelps, quant à la relation entre les effets de la politique monétaire et le régime dans lequel elle est formulée. Cette fois-ci cependant, c'est au travers de l'influence du régime sur les anticipations — et non sur le comportement des entreprises — que la démonstration est faite ⁽³⁾. Ainsi, une politique monétaire expansionniste adoptée en réponse à un déclin de l'activité économique aura un effet d'autant plus favorable sur l'emploi, que les agents n'anticipent pas que cette politique deviendra systématique. Si tel est le cas en effet, il n'y a pas lieu de s'inquiéter outre mesure de l'érosion du revenu réel dû à l'inflation. Ceci, en retour, limite le degré d'indexation effectif entre salaires et prix : dans ce cas la courbe d'offre agrégée représentée dans l'espace prix-production a une pente positive, de sorte qu'un peu d'inflation améliore la compétitivité.

L'expérience de Bretton Woods semble donc prendre à revers les partisans des politiques de taux change. Suivant cette analyse, le régime conçu en 1944 offrait à l'ensemble du monde une ancre nominale fortement stabilisatrice. Dans chaque pays européen, les agents percevaient que les poussées d'inflation ne pouvaient être durables, les diverses devises étant rattachées au dollar, lui-même lié à l'or. Ces anticipations stables permettaient aux politiques monétaires de ne pas être immédiatement neutralisées par des changements dans les salaires et les coûts ⁽⁴⁾.

Une telle interprétation est confortée par l'étude de la persistance de l'inflation dans différents régimes monétaires : (Alogoskoufis et Smith [1991]). La conclusion qui se dégage est que la persistance de l'inflation a en général été plus importante dans les régimes de changes flexibles que dans les régimes de changes fixes, confortant l'idée qu'en changes fixes, une plus grande part de l'inflation est perçue comme « transitoire », améliorant ainsi les conditions de l'arbitrage inflation-chômage.

L'ensemble de ces analyses converge donc vers une conclusion commune, à savoir que la forme exacte de la fonction d'offre agrégée dépend du régime monétaire dans lequel on se trouve. Tandis que l'analyse traditionnelle de Mundell-Fleming supposait une grande analogie

(3) Notons qu'Eichengreen s'inspire directement de l'article de Phelps [1967] sur l'interaction entre anticipations et arbitrage inflation chômage.

(4) Selon Eichengreen, cette analyse est confortée par les problèmes croissants de compte de capital, qui vers la fin des années 1960 furent accusés de neutraliser (au travers de déficits) les effets de la politique monétaire. En effet, la réduction de la crédibilité du Système de Bretton Woods, en rendant la stabilité de l'ancre nominale plus douteuse, aboutissait à stériliser les injections monétaires au travers de sorties de capital.

dans les mécanismes sous-jacents d'un système de changes fixes ou de changes flexibles, il nous est apparu que le régime de changes pouvait profondément influencer ces mêmes mécanismes, tendant à neutraliser les avantages parfois associés au flottement.

Force est donc de constater que la souveraineté monétaire, c'est-à-dire la décentralisation « sans contrainte » ne recèle pas d'immenses avantages intrinsèques : ce n'est peut-être pas en lui-même, mais bien plus en comparaison à son alternative (qu'on propose d'appeler « décentralisation avec contrainte ») que le système du flottement pourrait éventuellement conserver un certain charme. En effet, comme nous allons le montrer la décentralisation avec contrainte contient un biais déflationniste qui tend à propager les politiques des nations les plus restrictives à l'ensemble de la zone monétaire.

Le biais déflationniste des systèmes décentralisés avec contrainte

Parmi les principaux arguments invoqués pour justifier la création d'une banque centrale européenne, il en est un, très répandu chez les économistes, (voir Casella et Feinstein [1989] ou Emerson et al. [1992]) qui consiste à affirmer que la décentralisation serait inflationniste. Chaque pays, au moment de décider de la quantité de monnaie qu'il va émettre, prendrait, en effet, comme donnée la politique monétaire de ses concurrents. L'union monétaire devient alors l'instrument d'une création monétaire excessive, puisque chaque membre pense qu'il aurait la possibilité d'exploiter la passivité des autres participants. En effet, tandis que les profits associés à l'émission monétaire (le « seigneurage ») lui reviennent en propre, les coûts (en termes d'inflation) sont partagés par l'union. Il y aurait donc là un problème de coordination qui ne pourrait être résolu que par la création d'une banque centrale européenne ⁽⁵⁾.

Cet argument d'apparence intuitive nous semble cependant un peu artificiel, et surtout incorrect. En effet, il découle d'une analyse trop sommaire des notions de décentralisation et de souveraineté. En particulier, aucune nation n'accepterait d'entrer dans un arrangement multipolaire si elle perdait tout moyen de contrôle sur les décisions de ses partenaires ⁽⁶⁾. De façon plus conforme à la raison et à l'expérience, il faut

(5) Techniquement, il s'agit là bien sûr du classique problème du « free rider » qui découle de l'existence d'externalités et de la possibilité d'adopter une stratégie de Nash.

(6) En effet, une conclusion, un peu triviale hélas, de l'article de Casella et Feinstein était de dire qu'un tel arrangement serait instable, car les participants lui préféreraient un régime de changes flexibles.

donc supposer qu'une union monétaire décentralisée incorpore trois principes distincts ⁽⁷⁾ : (a) un principe de stabilité (par exemple des taux de changes fixes entre les différents membres) ; (b) un principe de souveraineté : chaque nation est libre de ses décisions en matière de politique monétaire ; et surtout (c) un principe de garantie : chaque nation est libre de déterminer la quantité de monnaie étrangère qu'elle est prête à absorber ⁽⁸⁾.

Or, comme Flandreau l'a montré [1993], la combinaison de ces trois éléments aboutit à l'émergence d'un biais qui loin d'être « inflationniste » semble plutôt « déflationniste », au sens où il impose une convergence fondée sur les préférences des membres les plus restrictifs en matière monétaire. La raison en est simple : au moment de décider de sa politique, chaque nation doit prendre en compte l'effet que ses actions auront sur les autres membres, et en retour, sur elle-même. Il devient dès lors impossible qu'un membre se livre à une création monétaire excessive, car il doit s'attendre à ce que les autres nations limitent leur absorption de sa monnaie et l'éliminent du système, en faisant usage du principe de garantie. Plus encore, chaque nation peut vouloir exploiter le désir qu'ont les autres pays de rester dans l'union monétaire pour les contraindre à adopter des politiques plus restrictives qu'elles ne l'auraient voulu, ou qu'il n'est souhaitable ⁽⁹⁾. Telle est l'économie de ce qu'on propose d'appeler le biais déflationniste des unions décentralisées.

L'histoire fournit de si nombreuses illustrations à cette thèse, que l'on peut dire que tout régime de changes fixes a été influencé à un moment ou à un autre par l'économie du biais déflationniste. Un exemple intéressant est celui de l'Union Monétaire Scandinave, formée en 1875 entre la Suède, le Danemark, et la Norvège. En 1885, cette union organisa la complète intercirculation des billets émis par les différents états membres, qui étaient acceptés par les banques centrales des autres états ⁽¹⁰⁾. Enfin, un système de tirages automatiques permettait à chaque pays de financer ses déficits par création monétaire : tout déficit des paiements — par exemple entre la Suède et la Norvège — donnait lieu à la création d'une créance d'une banque sur l'autre, sans obligation de règlement immédiat. A première vue, on avait grand ouvert la porte au « biais inflationniste », puisque rien ne semblait obliger les nations débitrices à ajuster leur politiques. Dans cet arrangement cependant, un principe de garantie avait été introduit. Il consistait en l'obligation, pour chacune des banques centrales de régler en or, et sur simple demande du créancier,

(7) On entend ici « union monétaire » dans son sens le plus général pour y comprendre tout accord de changes fixes.

(8) Quantité de monnaie étrangère que les autorités monétaires sont prêtes à recevoir dans leur caisses, montant maximum de devises étrangères achetées au travers d'interventions sur le marché des changes, etc.

(9) Le parallélisme de cette analyse avec l'argument traditionnel qui fait du SME un instrument de désinflation est frappant : la question que l'on soulève ici est celle de savoir si la « convergence » des années 1980 a été le but ou seulement le résultat des accords de 1979.

(10) Une proposition analogue à la nôtre a été développée dans l'article de P. Teles [1993] qui montre que le biais inflationniste est réduit par l'introduction d'une monnaie parallèle qui sert aux agents de repoussoir contre la monnaie commune.

ses dettes envers les autres banques de l'union. En pratique, donc, les différentes nations scandinaves devaient prendre en compte la menace potentielle d'avoir à liquider sous un bref délai un solde débiteur. Ainsi par exemple, au cours des années 1900, la Suède qui était débitrice du Danemark dut ajuster ses politiques comme si les facilités de règlement qu'avaient introduites l'Union Scandinave n'avaient jamais existé.

De façon analogue, le système de Bretton Woods illustre le même mécanisme, quoique sous une forme peut-être un peu plus déguisée. L'acceptabilité politique de l'étalon dollar fut assurée par l'introduction d'un principe de garantie consistant en la convertibilité or de la monnaie américaine. Techniquement, les nations européennes se protégeaient ainsi contre toute tentation des Etats-Unis d'exploiter le système monétaire international à leur seul profit. En un sens, il était légitime de dire (comme l'avait affirmé le Général de Gaulle) que l'or était la « suprême loi » du système de Bretton Woods, puisqu'il en était en effet la clé de voûte politique. C'était aussi au travers de la convertibilité or que le biais déflationniste allait se manifester. En effet, il était impossible que les Etats-Unis s'engagent durablement dans une politique sensiblement plus inflationniste que celles des nations européennes : la récurrence de déficits faisant s'écouler les dollars hors des Etats-Unis devait fatalement mettre les européens en situation d'exiger le paiement en or de leur créances. En retour, ceci devait contraindre les américains à mettre en œuvre des politiques plus restrictives (conformément à l'économie du « biais déflationniste ») ou à se retirer du système. Tant que l'illusion se maintint qu'on pouvait sans inconvénient cumuler tous les avantages, le biais déflationniste demeura caché. Et lorsqu'il apparut, impliquant soit un changement de politique aux Etats-Unis, soit une réévaluation des monnaies européennes, Bretton Woods se désintégra ⁽¹¹⁾.

Plus près de nous enfin, la dernière crise du système monétaire européen nous semble encore une fois participer de la même analyse. Dans le cadre du SME, le principe de garantie se trouve inscrit dans les règles d'interventions des banques centrales ; en effet, la banque de la monnaie « forte » n'est en aucun cas obligée de soutenir seule et sans limite, la monnaie « faible ». En pratique donc, la banque de la monnaie faible finira toujours par se retrouver à court de réserves de change et

(11) Voir par exemple le texte classique de Rueff, cité dans l'article de J. M. Jeanneney [1994], et dans lequel Rueff fait l'apologie du nécessaire remboursement des dollars en or pour sauver le monde de la déflation (!) : « Du 1^{er} janvier 1951 au 31 décembre 1960, le déficit de la balance des paiements des Etats-Unis a atteint, au total, 18,1 milliards de dollars. On aurait pu s'attendre que, pendant cette période, la réserve d'or diminuât du même montant. Or, s'élevant à 22,8 milliards de dollars le 31 décembre 1950, elle était encore, contre toute vraisemblance, de 17,5 milliards de dollars le 31 décembre 1960. S'il en était ainsi, c'est que, pendant toute la période considérée, les banques d'émission des pays créanciers, tout en créant, en contrepartie des dollars que leur valait le règlement des déficits américains, la monnaie nationale qu'elles remettaient aux titulaires des créances sur les Etats-Unis, avaient remplacé environ les deux tiers de ces mêmes créances sur le marché américain. Ce faisant, entre 1951 et 1961, elles avaient majoré d'environ 13 milliards le montant de leurs avoirs étrangers en dollars. [...] Pour la suppression des risques que le legs de quinze années d'étalon de change-or fait courir à l'Occident, il n'est, malheureusement, d'autre solution que le remboursement, en or, de la plus grande partie des avoirs en dollars accumulés dans l'actif des banques d'émission. Seul pareil remboursement supprimera les risques d'effondrement ou de brusque déflation qu'implique la duplication de l'édifice de crédit construit sur la réserve d'or des Etats-Unis »...

finira par dévaluer. Comme par ailleurs les politiques nationales sont décidées souverainement, rien n'empêche les nations les moins inflationnistes de définir leurs objectifs de façon indépendante, puis de les imposer au reste de l'union monétaire, en ne laissant comme alternative aux autres membres que de quitter le système.

Il semble ainsi que le biais introduit par la décentralisation, loin d'être « inflationniste », soit bien « déflationniste ». C'est que la décentralisation avec contrainte de taux de changes fixes ouvre un conflit entre intérêt national et intérêt de l'union, tout en donnant aux pays les plus restrictifs les moyens de résoudre ce conflit « en leur faveur ». Telle est sans doute d'ailleurs l'instinct plus ou moins implicite des partisans de la décentralisation sans contrainte, qui permettrait de supprimer l'impact du biais. C'est cependant se tromper d'adversaire. Le coupable, ce n'est ni le Danemark dans l'Union Scandinave, ni la France dans Bretton Woods, ni l'Allemagne dans le SME. Le coupable, on l'a vu, c'est la décentralisation.

Des auteurs se sont alors tournés vers l'étude de systèmes alternatifs permettant de concilier fixité des changes et allègement des pressions restrictives. Certains ont, en particulier, proposé de réintroduire les contrôles de capitaux afin d'améliorer la « soutenabilité » du SME. Les contrôles de capitaux seraient alors les véritables coussins amortisseurs de la décentralisation. En modulant leur épaisseur, on obtiendrait tout un éventail d'intensités possibles dans la transmission du biais déflationniste ⁽¹²⁾.

A un pôle on trouverait l'étalon or « classique », caractérisé par une absence presque complète de contrôles et résultant en une égalisation quasi-parfaite des taux d'intérêts pratiqués dans les différentes nations. Les décisions de politique monétaire sont alors très rapidement transmises d'un centre à l'autre par la médiation de la variation des taux d'escompte. Si une banque centrale mettait en œuvre une politique visant à attirer à elle l'or, les autres devaient suivre le mouvement ⁽¹³⁾. A l'autre pôle, le Système de Bretton Woods reposait sur l'usage des contrôles de capitaux qui permettaient de rendre compatibles — au moins à moyen terme — d'une part des options de politique monétaire ou budgétaire divergentes et d'autre part, la stabilité des changes (Giovannini [1989], Giavazzi et Giovannini [1989]) ⁽¹⁴⁾.

(12) On laisse de côté un autre facteur évident, qui influence l'importance des pressions, à savoir la distribution des préférences et des besoins des différentes nations en matière d'inflation. Plus les préférences seront hétérogènes et moins la décentralisation sera soutenable. Ce principe d'ailleurs est à rattacher à certaines des conceptions relatives aux zones monétaires optimales, qui veulent que les regroupements aient lieu au sein de nations « analogues ».

(13) Sauf à utiliser des techniques connues sous le nom de manipulation des points or, qui ne peuvent en aucun cas être assimilées à des contrôles de capitaux, mais plutôt à un agrandissement temporaire et limité (moins de 1 %) de l'étroit intervalle où fluctuaient les changes. L'intégration des marchés monétaires européens était connue sous le nom de « solidarité des marchés financiers ». Pour une analyse de la corrélation entre les différents taux d'intérêt européens voir Flandreau [1994].

(14) Les oscillations du pendule ont pour reflet la popularité des contrôles de mouvements de capitaux, qui fluctue avec celle des avantages de l'autonomie.

Ces différentes options ne sont cependant pas équivalentes quant à leurs conséquences en termes de bien-être, car certaines imposent d'importantes distorsions. L'étalon or classique, s'il a parfois suscité de violents ajustements, a aussi permis à des économies naissantes, comme le Japon, l'Autriche ou la Russie, pour ne citer que quelques exemples, de trouver les moyens de financement nécessaires à leur décollage économique, et ce au travers du libre accès à l'épargne Britannique, Française, Allemande. Le système de Bretton Woods en revanche, en dépit des premières vagues de transfert de capitaux, largement administrées, a conduit à une séparation des économies nationales contraignant l'épargne locale à financer les investissements locaux⁽¹⁵⁾. Les pouvoirs publics se retrouvent finalement confronté à un arbitrage difficile entre déflation et distorsion. Ainsi par exemple, deux des défenseurs les plus ardents des contrôles de capitaux comme moyen de sauvegarder le SME reconnaissent la difficulté pour un économiste de préconiser que l'on jette du sable dans les rouages du système monétaire international⁽¹⁶⁾ !

La nécessaire intégration

L'analyse précédente nous permet de mieux comprendre la nature des oscillations entre fixité et flottement des arrangements internationaux parce qu'elle montre qu'aucun de ces équilibres n'est, en fait, satisfaisant. Un régime décentralisé avec contrainte permet l'expression d'une politique, mais non d'une stratégie, car il n'existe pas de gouvernement par la médiation duquel des compromis pourraient être atteints. A l'autre pôle, un régime décentralisé sans contrainte offre l'illusion d'une souveraineté, mais sans les moyens d'une politique. Aussi, à l'instabilité des changes qui aboutit davantage à anéantir qu'à renforcer l'efficacité des politiques monétaires, fait peu à peu place la nécessité de coordonner ces dernières, afin d'en accroître l'efficacité. Mais au fur et à mesure que les règles de coordination se « cristallisent », les désaccords sur le taux d'inflation de long terme, souvent gérables dans le court terme, deviennent vite insoutenables, et le système s'effondre : il n'y a pas d'équilibre naturel stable dans le fonctionnement du système monétaire international, et tout « régime » y est plus ou moins transitoire.

Ce point de vue nous semble confirmé par l'observation de Paul De Grauwe [1994], selon laquelle la crédibilité du SME n'est pas une simple question de convergence des taux d'inflation, mais qu'elle est profondément affectée par les fluctuations du taux de chômage en Europe. La

(15) Cette affirmation a été vérifiée par la médiation d'un test à la Feldstein-Horioka destiné à mesurer le coefficient d'une régression du taux d'épargne sur le taux d'investissement dans divers pays. Tandis que le coefficient obtenu est de 1 pour la période de Bretton Woods, la période 1880-1914 indique une corrélation beaucoup plus faible (environ 0.6 : voir Bayoumi [1990]).

(16) Voir Eichengreen et Wyplosz, « The Unstable EMS », [1993].

convergence des taux d'inflation en effet, reflète le résultat « pur » de la décision, nation par nation, de rejoindre le SME. Une fois prise, cette décision impose à chaque membre une « discipline » ou un « biais déflationniste » (suivant le regard que l'on adopte) dans sa politique monétaire : il s'agit donc ici d'un arbitrage entre inflation et participation au SME. En revanche, les fluctuations de l'emploi sont une mesure de l'impact systémique du biais déflationniste à l'échelle européenne, et par conséquent de la soutenabilité du SME. Non que chaque gouvernement fasse individuellement le calcul qu'en quittant le SME il pourrait réduire le chômage de façon durable et suffisante. Mais seulement que l'affaiblissement de la crédibilité du SME en présence de problèmes d'emploi indique que l'ancre nominale qui émerge de la structure décentralisée de l'Europe se révèle inappropriée.

En vérité, cette inadéquation de la décentralisation avec contrainte est encore plus évidente lorsqu'on place le système monétaire européen dans une perspective plus large. En effet, la logique d'ajustement sur le pays le plus restrictif se généralise au contexte de la réponse aux chocs extérieurs au système. Ici encore, au lieu d'élaborer une réponse cohérente et collective, les nations européennes en sont réduites à s'ajuster sur les politiques des membres les moins inflationnistes : comment, en effet, baisser les taux d'intérêts en période de dépréciation du dollar, si l'Allemagne refuse une telle politique ? La contrainte de décentralisation réduit sérieusement les options disponibles à presque rien ⁽¹⁷⁾.

Progressivement, on perçoit une analogie entre les problèmes de l'unification européenne et les dilemmes classiques de l'économie publique. Au fond, la difficulté essentielle que l'on rencontre ici n'est autre que celle de la mise en œuvre d'une procédure de décision collective qui remplisse certains critères de cohérence et qui s'applique à tous. Or, comme l'a montré Arrow, une telle procédure n'existe pas, à moins d'investir un agent particulier du pouvoir de décider pour les autres ⁽¹⁸⁾ : telle nous apparaît être à l'évidence la nature des problèmes soulevés par le fonctionnement (ou le dysfonctionnement) actuel du SME : à défaut d'avoir une politique commune, les nations européennes sont contraintes d'aligner leurs décisions sur celles de l'une d'entre elles. Cette constatation, cependant, a un mérite, puisqu'elle indique la seule alternative sérieuse à la dissolution du système actuel : si tout régime coordonné exige une unité politique, il est nécessaire de construire une supranationalité européenne ⁽¹⁹⁾.

(17) Voir Fitoussi et Le Cacheux [1989], qui développent un modèle de l'économie mondiale comme somme d'un « grand pays » et d'un ensemble de « petits pays ».

(18) Nous nous référons ici au « théorème du dictateur » (Arrow, [1951]). De façon intéressante, alors que les économistes ont tendu à voir, durant les années 1980, les disparités de préférences au sein du SME comme son avantage principal, et ont chanté les louanges de l'avantage qu'il y a à se « lier les mains » (voir Giavazzi et Pagano [1989], par exemple), on « redécouvre » aujourd'hui le problème structurel (identifié depuis longtemps par Arrow), que constitue la tentative de construire une fonction de choix social à partir des préférences d'individus hétérogènes (pour une illustration de ce type de redécouverte, voir Alesina et Grilli [1993]).

(19) Il nous semble superflu de nous attarder ici sur les avantages de la construction d'une supranationalité européenne en matière de négociations monétaires, et en matière de stabilité du système monétaire international tant ils sont évidents.

A cet égard, encore, l'expérience de Bretton Woods est très éclairante. En effet, les débats qui entourèrent la définition des statuts du F.M.I. en 1944 illustrèrent l'opposition entre d'un côté le plan Keynes (que soutenait la délégation française : voir Jeanneney [1994]) et le plan White défendu par les Etats-Unis. Tandis que Keynes voulait doter le Fonds d'un véritable pouvoir supranational, en lui permettant d'accorder des crédits aux pays dont les balances des paiements seraient déficitaires, le plan White, beaucoup plus restrictif, n'admettait pas un tel pouvoir. A défaut de donner au Fonds un rôle clé dans la gestion de la liquidité internationale, on se dirigeait donc vers un système décentralisé dont la liquidité serait fondée sur le dollar.

Seulement, la tentative de construire la liquidité internationale sur une devise nationale devait fatalement se heurter au principe de garantie, car une devise nationale n'est acceptable, comme on l'a vu, que si elle reste convertible dans un tiers actif — faute de quoi celui qui l'émet peut abuser de ses partenaires. Telle est l'origine du faux « problème des liquidités », qui se développa dans les années 1960. Face à l'évidence de nécessaires ajustements, les Etats-Unis redécouvrirent alors les charmes du F.M.I., et tentèrent de l'utiliser comme l'instrument de création d'une monnaie internationale. Les Droits de Tirage Spéciaux (DTS) allaient servir de substitut au remboursement des dollars. Dans l'esprit du Bancor de Keynes, on tentait de bricoler une supranationalité dans un système fondamentalement décentralisé. On l'a compris, il ne s'agissait là que d'une supranationalité en trompe-l'œil, ou pour reprendre l'expression de Marcello de Cecco, d'une façon de « manger le gâteau en prétendant qu'il est toujours dans le frigidaire ».

Ce que nous voulons montrer ici, c'est qu'il existe en fait probablement moins d'options qu'on ne le croit, en matière d'intégration européenne. On est uni ou on ne l'est pas, et si on l'est, l'union doit se matérialiser par un ensemble de règles précises qui doivent s'imposer à tous : c'est cela la construction d'une supranationalité. Toute solution intermédiaire, même si elle a des chances de fonctionner à court ou peut-être moyen terme, est vouée tôt ou tard à l'instabilité.

Conclusion

La « crise » du SME a résulté de façon directe de ses structures, trop fragiles en cas de choc conjoncturel. Faut-il pour autant blâmer ces mêmes structures ? Pas forcément. Elles correspondaient en effet à la nécessité d'une approche graduelle, destinée à fournir aux politiques un temps nécessaire de convergence. D'un autre côté, nous avons montré que le temps de la convergence, en laissant aux nations la « bride sur le cou » pouvait aussi devenir un temps de la divergence : le gradualisme

est difficile à gérer en matière d'organisation monétaire, et il a du mal à durer. Mais il n'est, précisément, pas fait pour durer, puisqu'il n'est qu'un moyen, et non une fin. Aussi, les interprétations des récentes difficultés du SME qui ont voulu y voir le signe qu'il fallait ralentir le processus d'intégration se sont selon nous méprises. Le temps passant ne fera qu'exacerber les difficultés, puisque ces dernières sont la conséquence même du processus. Aussi, s'il est bien admis que le but ultime est l'unification, il nous semble nécessaire de hâter cette dernière, et non de la retarder :

« Ici est l'île de Rhodes, et il faut sauter ».

Références bibliographiques

- ALESINA A. et V. GRILLI, 1993 : « On the feasibility of a Multi-Speed European Monetary Union », NBER WP n° 4350.
- ALOGOSKOUFIS G. et R. SMITH, 1991 : « The Phillips Curve, the Persistence of Inflation, and the Lucas Critique : Evidence from Exchange Rate Regimes », *American Economic Review*, 81, 1254-1275.
- ARROW Kenneth J., 1951 : « *Social Choice and Individual Values* », Cowles Foundation.
- BARRO R. et D. GORDON, 1983 : « Rules, discretion, and Reputation, in a model of Monetary Policy », *Journal of Monetary Economics*.
- BAYOUMI T., 1990 : « Saving-Investment Correlations : Immobile Capital, Government Policy, or Endogenous Behavior ? », *IMF Staff Papers*, 37, 360-387.
- BAYOUMI T. and B. EICHENGREEN, 1994 : « Macroeconomic Adjustment Under Bretton Woods and the Post-Bretton-Woods Float : An Impulse-Response Analysis », *The Economic Journal*, vol. 104, 813-827.
- CASELLA A. et J. FEINSTEIN, 1989 : « Management of a Common Currency in De Cecco et Giovannini », *A European Central Bank ?*, 131-161.
- DE GRAUWE P., 1994 : « Towards European Monetary Union without the EMS », *Economic Policy*, n° 18, 150-174.
- DORNBUSCH Rudiger et Paul KRUGMAN, 1976 : « Flexible Exchange Rates in the Short Run », *Brooking Papers on Economic Activity*, n° 3, 537-575.
- EICHENGREEN B., 1990 : « Is Europe an Optimum Currency Area ? », *CEPR Discussion Paper* n° 817.
- EICHENGREEN B., 1993 : « Epilogue » in M. BORDO and B. EICHENGREEN eds., *A Retrospective on the Bretton Woods System*, Chicago, the University of Chicago Press.
- EICHENGREEN B. and Charles WYPLOSZ, 1993 : « The Unstable EMS », *Brooking Papers on Economic Activity*.
- EMERSON Michael et alii, 1992 : « *One Market, One Money, An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union* », Oxford University Press.

- FELDSTEIN Martin et Charles HORIOKA, 1980 : « Domestic Savings and International Capital Flows », *Economic Journal*, 90, 314-318.
- FELDSTEIN Martin, 1992 : « Europe's Monetary Union », *The Economist*, 13 juin 1992.
- FITOUSSI Jean-Paul et Jacques LE CACHEUX, 1989 : « Une Théorie des années 80 », *Observations et Diagnostics Economiques, Revue de l'OFCE*, n° 29, 117-160.
- FITOUSSI Jean-Paul et Edmund PHELPS, 1988 : « *The Slump in Europe* », Oxford, Basil Blackwell.
- FLEMING J.M., 1962 : « Domestic Financial Policies under Fixed and Flexible Exchange Rates », *IMF Staff Papers*, 9, 369-380.
- FLANDREAU Marc, 1993 : « On the Inflationary Bias of Common Currencies : the Latin Union Puzzle », *European Economic Review*, 37.
- FLANDREAU Marc, 1994 : « Was the Latin Union a Franc-Zone ? », in Jaime Reis, *Perspectives on the History of International Monetary Arrangements*, Londres, Macmillan.
- GIAVAZZI F. et A. GIOVANNINI, 1989 : « *Limiting Exchange Rate Flexibility : the European Monetary System* », Cambridge, Mass. MIT Press.
- GIOVANNINI A., 1989 : « How Fixed Exchange rate Systems Work », in *Blueprints for Exchange Rate Management*, Londres : Academic.
- HALLET H. et D. VINES, 1991 : « Adjustment difficulties within a European Monetary Union : can they be reduced ? », *CEPR discussion Paper*, n° 517.
- HENRIKSEN and KAERGARD, 1994 : « The Scandinavian Monetary Union », in Jaime Reis, *Perspectives on the History of International Monetary Arrangements*, Londres, Macmillan.
- HIRSCH F., 1967 : *Money International*, Londres, Penguin.
- JEANNENEY Jean-Marcel, 1994 : « De Bretton Woods à la Jamaïque : Contestations Françaises », mimeo.
- MUNDELL Robert A., 1961 : « A Theory of Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, juin-décembre, 657-665.
- MUNDELL Robert A., 1963 : « Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates », *Canadian Journal of Economics*, 29, 475-485.
- PHELPS Edmund, 1967 : « Phillips Curves, Expectations of Inflation, and Optimal Unemployment over Time », *Economica*, 34, 254-281.
- TELES Pedro, 1993 : « Currency Substituability as a Source of Inflationary Discipline », mimeo, Université Catholique, Lisbonne.