

Quelques réflexions sur le système monétaire international

Autor(en): **Béguelin, Jean-Pierre**

Objektyp: **Article**

Zeitschrift: **Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales**

Band (Jahr): **42 (1984)**

Heft 2: **Problèmes monétaires**

PDF erstellt am: **21.09.2024**

Persistenter Link: <https://doi.org/10.5169/seals-139156>

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Inhalten der Zeitschriften. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern.

Die auf der Plattform e-periodica veröffentlichten Dokumente stehen für nicht-kommerzielle Zwecke in Lehre und Forschung sowie für die private Nutzung frei zur Verfügung. Einzelne Dateien oder Ausdrucke aus diesem Angebot können zusammen mit diesen Nutzungsbedingungen und den korrekten Herkunftsbezeichnungen weitergegeben werden.

Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Die systematische Speicherung von Teilen des elektronischen Angebots auf anderen Servern bedarf ebenfalls des schriftlichen Einverständnisses der Rechteinhaber.

Haftungsausschluss

Alle Angaben erfolgen ohne Gewähr für Vollständigkeit oder Richtigkeit. Es wird keine Haftung übernommen für Schäden durch die Verwendung von Informationen aus diesem Online-Angebot oder durch das Fehlen von Informationen. Dies gilt auch für Inhalte Dritter, die über dieses Angebot zugänglich sind.

Quelques réflexions sur le système monétaire international

Jean-Pierre Béguelin,
sous-directeur,
Banque nationale suisse, Zurich

Mis à part quelques spéculateurs impénitents, personne n'est aujourd'hui parfaitement satisfait du fonctionnement du système monétaire international que d'aucuns d'ailleurs qualifient de quasi-, de pseudo-, ou même de crypto-système¹. Ces plaintes ne sont pas nouvelles, car jamais dans l'histoire il n'y eut de panacée aux problèmes posés par les relations monétaires et financières internationales. Même au XIX^e siècle, sous le règne des étalons métalliques tant regrettés par certains, beaucoup d'économistes, Walras en particulier, ont consacré de nombreuses pages aux difficultés créées par le bimétallisme. Outre quelques tentatives malheureuses de rétablir l'ordre ancien, l'entre-deux-guerres a été marqué par les déséquilibres imposés aux balances courantes — le problème des réparations — et par les manipulations de change pour doper la compétitivité des économies. Après la fin du second conflit mondial, si les années d'immédiat après-guerre ont été caractérisées tant par le bilatéralisme des paiements que par des restrictions quantitatives de toutes sortes, personne n'a oublié les interminables discussions sur les déficits externes aussi bien américains que britanniques, qui ont tant occupé les esprits durant les «roaring sixties».

Pour certains, les relations monétaires et financières internationales resteront perturbées aussi longtemps qu'une monnaie mondiale n'aura pas force de loi. L'utopiste peut vanter les avantages d'une telle solution, mais le réaliste doit admettre que la coexistence, plus ou moins pacifique, entre monnaies nationales se perpétuera, tant le droit de battre monnaie est inhérent à l'exercice de la souveraineté. Un monde de parités de change parfaitement fixes serait d'ailleurs en tout point semblable à celui doté d'une monnaie unique, les différents Etats ayant renoncé à leurs prérogatives sur le plan monétaire. Tout mouvement vers une plus grande flexibilité des changes serait alors assimilable à un retour au nationalisme sur le plan économique². D'ailleurs n'est-ce pas un plus grand désir d'indépendance des politiques économiques nationales qui a détruit le système de Bretton-Woods et conduit à la situation actuelle?

¹ de la Genière (1983).

² Pour une vision d'ensemble de cette approche, cf. Hieronimy (1980).

LES CHANGES FIXES ET LA FIN DE BRETTON-WOODS

En dernière analyse, le système de Bretton-Woods a été assassiné par la courbe de Phillips³. Celle-ci, en effet, avait fait naître dans l'esprit des gouvernements et des autorités monétaires l'«illusion», pour reprendre l'expression de Niehans (1983), de pouvoir choisir le taux d'inflation qui stabilise le chômage à un niveau socialement et politiquement acceptable. Comme le rythme de dépréciation monétaire «optimal» différait de pays à pays, cette approche faisait alors diverger les taux d'inflation nationaux, divergence qui tendait à se creuser en raison de l'accélération de la hausse des prix à laquelle cette illusion conduisait tout naturellement. Or, aucun système de changes fixes ne peut survivre longtemps si ses membres sont affligés d'inflations aux rythmes différents.

Ce dernier point mérite d'être développé, car il est souvent sous-estimé par les partisans des changes fixes. Sous un tel système, il est évident que le prix des biens et services échangés internationalement tend à s'égaliser dans le monde entier⁴. Ainsi, en l'absence de mouvements de capitaux, un pays dont la production est entièrement soumise à la concurrence internationale voit sa balance commerciale se détériorer très rapidement en cas de relance monétaire inflationniste puisque ses produits ne sont plus compétitifs. Ses réserves de liquidités internationales diminuent, ce qui, si la banque centrale suit les règles du jeu, contracte la quantité de monnaie intérieure et corrige plus ou moins rapidement l'excès de demande. Même si les autorités monétaires parviennent à neutraliser temporairement la contraction monétaire d'origine externe, elles devront tôt ou tard réagir face à l'épuisement de leurs réserves de change que la persistance du déficit commercial va finalement entraîner.

Cette évolution sera simplement ralentie si l'on prend en considération l'existence d'un secteur protégé contre la concurrence internationale⁵. L'impact initial sur la balance commerciale de la relance monétaire est plus faible que dans le cas d'une économie totalement ouverte puisque les activités abritées l'amortissent temporairement. Cependant, après un certain temps, le secteur protégé supporte l'essentiel du choc monétaire et ses prix s'élèvent par rapport à ceux du secteur concurrencé qui sont eux fixés au niveau mondial. Cette modification des prix relatifs déplace la demande intérieure en direction des biens et services importés, ce qui renforce le déficit externe. Même si les autorités prennent des mesures pour rétablir la structure originale des prix relatifs, soit en dévaluant, soit en intensifiant le degré de la protection artificielle, le déséquilibre commercial ne peut pas diminuer de façon durable tant que sa cause fondamentale, une expansion monétaire trop vive, subsiste⁶. On se retrouve alors dans la situation d'une économie totalement ouverte.

L'introduction des mouvements internationaux de capitaux complique le schéma théorique mais sans en altérer les conclusions. D'un côté, la mobilité des capitaux peut permettre

³ La courbe de Phillips résume la relation inverse qui existe, pour un niveau d'anticipations donné, entre les taux de chômage et d'inflation. Cette relation n'est valable que dans la courte période. En effet lorsque la hausse des prix dure, les anticipations inflationnistes s'accroissent et, à la longue, le taux de chômage ne peut être maintenu au niveau désiré qu'au prix d'une accélération de l'inflation.

⁴ En l'absence de coûts de transport, de droits de douane et de restrictions quantitatives.

⁵ Protégé soit naturellement par des coûts de transports prohibitifs, soit artificiellement au travers de mesures protectionnistes. Pour une analyse plus détaillée, cf. Genberg (1977).

⁶ C'est là l'enseignement essentiel apporté par l'approche monétaire de la balance des paiements, cf. Frenkel et Johnson (1976).

de financer pendant un certain temps les déséquilibres de balance courante et de soulager ainsi temporairement les pressions qui s'exercent sur les réserves de change des pays à forte inflation⁷. D'un autre côté, si les actifs financiers sont de proches substituts au niveau international, la réallocation rapide des portefeuilles rend les politiques économiques nationales moins efficaces. Une forte relance monétaire risque alors de déclencher des fuites de capitaux qui tendent à épuiser très rapidement les réserves de change. L'importance donnée dans un régime de changes fixes à la distinction relativement artificielle⁸ entre capitaux à long terme et à court terme n'est alors pas étonnante. Les premiers sont considérés comme bénéfiques puisqu'ils rallongent le processus d'ajustement, les seconds sont fréquemment qualifiés de spéculatifs, alors que leurs mouvements ne font souvent que sanctionner des politiques incompatibles avec l'équilibre du système. Quelle que soit la patience des prêteurs, cependant, le pays hautement inflationniste va tôt ou tard se trouver à court de réserves et devra envisager les mesures correctives nécessaires⁹.

Ainsi, sous un régime de changes fixes, une divergence durable des taux d'inflation nationaux amène soit des réalignements de parités qui brisent la logique du système¹⁰, soit des mesures protectionnistes qui en contredisent l'esprit. Comme souvent, la réalité est plus nuancée. Un certain nombre de petits pays peuvent survivre avec une inflation relativement élevée en s'endettant à des conditions relativement avantageuses sur le marché mondial, car leurs besoins de réserves ne représentent qu'une faible part de la liquidité internationale disponible. Le problème ne devient aigu que si les grandes et moyennes économies entendent suivre des politiques monétaires différentes. Cependant, vu la longueur des délais entre les chocs monétaires et les hausses de prix qu'ils engendrent, le débat international ne portera alors vraisemblablement pas sur la cause profonde du déséquilibre mais plutôt sur la taille et la répartition des liquidités internationales nécessaires, les pays déficitaires se plaignant d'un manque et les excédentaires d'un surplus de réserves disponibles.

Les oppositions seront encore exacerbées lorsqu'un des pays à monnaie de réserve est membre du club inflationniste. Son stock monétaire s'accroît alors plus vite que le reste des liquidités internationales, ce qui ne manquera pas de déclencher une crise de confiance pouvant précipiter la destruction du système¹¹.

⁷ Certains mouvements internationaux de capitaux peuvent être durables s'ils répondent à des différences fondamentales, comme celles des taux d'épargne ou des niveaux de développement. Ils ne seront toutefois efficaces dans la longue période que si les investissements qu'ils financent se révèlent productifs.

⁸ Artificielle, car la structure des échéances dépend de multiples facteurs, mais ne joue pas un rôle déterminant dans un marché financier organisé et efficace.

⁹ Le cas du pays qui préfère une inflation plus faible que celle du reste du monde est symétrique à celui décrit ici, bien qu'à première vue il ne coure pas le risque de voir ses réserves de change s'épuiser. Cependant, les autorités monétaires ne pourront continuer à trouver la quantité de titres nationaux nécessaire à la politique de stérilisation que si le taux d'épargne croît constamment ce qui, même dans un pays très calviniste, n'est pas soutenable à long terme.

¹⁰ Un système de parités fixes, mais fréquemment ajustables, ne semble pas à même de résoudre le problème car : 1) dans la logique de la courbe de Phillips, l'écart entre les taux d'inflation grandira avec le temps, et, en conséquence, la fréquence des réalignements croîtra parallèlement ; 2) la spéculation n'encourant alors qu'un risque minime tant le sens et le moment des réalignements sont prévisibles s'amplifie et devient déstabilisatrice.

¹¹ Sauf si les pays satellites acceptent d'aligner leurs taux d'inflation sur celui du pays centre ou sur la hausse moyenne des prix des pays membres lorsque la liquidité internationale est externe au système. Dans ce dernier cas, le scénario risque d'être légèrement différent puisque les problèmes liés à la répartition de la liquidité internationale seront moins aigus, les pays déficitaires pouvant emprunter des réserves que les excédentaires vont replacer à l'extérieur du système. Toutefois, le déséquilibre dans les niveaux d'endettement externe qu'un tel mouvement implique tendra lui aussi à détruire le système sauf s'il est compensé par un transfert étatique organisé entre les membres de ce dernier. D'un autre côté, si la monnaie internationale repose sur un bien réel, l'or par exemple, le système n'est stable que si le prix de ce bien peut être fixé sans problèmes.

Ce scénario résume assez bien la situation prévalant au tournant des années soixante-dix. Le Royaume-Uni puis les Etats-Unis menant des politiques de relance de plus en plus inflationnistes voyaient grandir leurs déficits externes. Ces déséquilibres provoquaient des réalignements de parités [Royaume-Uni (1967), Allemagne, Suisse (1971), Smithsonian Agreement (1971)] précédés eux-mêmes par des mouvements chaotiques de capitaux à court terme. De guerre lasse, les pays refusant l'inflation ont finalement décidé en 1973 de laisser flotter leurs monnaies, entraînant par là *de facto* la fin du système de Bretton-Woods.

LES CHANGES FLEXIBLES: ESPOIRS ET RÉALITÉS

Même s'il suscitait des craintes certaines, le système des changes flexibles fit naître beaucoup d'espoirs¹². Les principales réserves concernaient les risques accrus que le flottement des monnaies ferait courir aux entreprises engagées dans le commerce mondial. Quoique cette objection fût généralement acceptée, sa portée devait être réduite par les nouvelles possibilités de couverture à terme que les marchés financiers ne manqueraient pas de développer rapidement et efficacement. De plus, les partisans des changes flexibles soutenaient que la prime d'assurance contre les risques de change qui pèserait dorénavant sur les firmes internationales serait faible par rapport aux gains de bien-être qu'apporteraient à long terme des taux de change mieux adaptés à la structure réelle des économies.

Mais c'est l'indépendance des politiques économiques nationales regagnée, grâce à la flexibilité des changes, qui apparaissait alors comme le principal avantage du flottement des monnaies. En effet, ce système, en assurant l'équilibre automatique et permanent des balances de paiements¹³, lèverait en principe la contrainte externe qui pesait souvent sur les gouvernements et les autorités monétaires. Ceux-ci pourraient alors se borner à poursuivre des objectifs purement internes comme la stabilité des prix ou le plein-emploi¹⁴. Cet avantage apparent était salué à la fois par les responsables des petits pays ou des économies faiblement inflationnistes, et par ceux des Etats-Unis pour qui le déficit externe avait constitué un problème lancinant au début de la dernière décennie. On espérait ainsi non seulement permettre des taux d'inflation différents entre les économies, mais encore affaiblir la transmission internationale des cycles nationaux. En effet, sous un régime de changes fixes, un grand pays, les Etats-Unis en particulier, réduisait ses importations lorsqu'il était frappé par une récession. Cette dernière se propageait alors dans les autres économies par le truchement d'une diminution des échanges internationaux. En outre, l'efficacité des politiques anticycliques était alors limitée par les déficits externes que celles-ci entraînaient généralement. La flexibilité des changes devait à la fois supprimer cette contrainte et freiner la contraction du commerce mondial puisque la monnaie des économies relativement déprimées devait s'apprécier, ralentissant par là la chute de leurs importations. Ainsi, la transmission internationale des ralentissements conjoncturels devait être atténuée par le mécanisme des changes flexibles.

¹² Cf. Friedman (1966), L'Huilier (1971).

¹³ Ce n'est évidemment le cas que si la banque centrale n'intervient pas sur le marché des changes.

¹⁴ Certaines conditions restrictives étaient déjà apparentes à l'époque. On peut en effet montrer que la mobilité des capitaux peut restreindre fortement l'effet des politiques budgétaires pour un petit pays en changes flexibles [cf. Mundell (1968)].

Après dix ans d'une expérience mouvementée, si le flottement des monnaies n'a pas apporté tous les avantages espérés, il n'a pas non plus conduit à la paralysie des échanges internationaux que d'aucuns prophétisaient. D'une part, le système a indéniablement permis de déconnecter les taux d'inflation nationaux, au seul avantage d'ailleurs des économies faiblement inflationnistes puisqu'il s'est avéré impossible d'assurer le plein-emploi par une accélération de l'inflation. D'autre part, les marchés à terme des devises se sont développés, quoique plus lentement qu'on ne le pensait a priori. Ils offrent maintenant des possibilités de couverture qu'on n'imaginait pas il y a dix ans¹⁵.

Par contre, l'interdépendance des politiques économiques nationales n'a pas disparu, bien qu'elle ait notablement diminué, comme le montre la grande divergence des taux d'inflation durant la dernière décennie. De leur côté, l'intensité et la rapidité avec lesquelles les déséquilibres conjoncturels se sont propagés au niveau international n'ont pas été fondamentalement différentes par rapport à la période des changes fixes¹⁶. Cependant, ce sont les déviations prolongées¹⁷ des cours de change par rapport aux parités des pouvoirs d'achat qui constituent l'enseignement le plus inattendu et le plus troublant apporté par l'expérience des changes flottants. Il explique d'ailleurs les deux échecs relatifs mentionnés ci-dessus. En effet, si le change décroche durablement de sa valeur d'équilibre, les contraintes externes continuent de peser sur les politiques économiques nationales qui perdent ainsi leur indépendance au niveau mondial d'une part, et les déséquilibres des balances commerciales laissent la porte ouverte à la transmission internationale des chocs conjoncturels d'autre part.

C'est pourquoi un examen des conditions sous lesquelles la parité des pouvoirs d'achat serait toujours respectée constitue un préalable indispensable à toute tentative d'explication des déséquilibres réels du change.

LA PARITÉ DES POUVOIRS D'ACHAT

Le change se trouve à la parité des pouvoirs d'achat lorsqu'il est égal au rapport des prix entre deux productions nationales. Or, pour une économie en plein-emploi et à prix flexibles, le niveau général des prix dépend de la quantité de monnaie offerte, si bien que la parité des pouvoirs d'achat reflète également le rapport entre les deux masses monétaires nationales¹⁸.

¹⁵ Les « futures » à plusieurs années de terme, les options sur devises par exemple. Il va de soi que la couverture reste toujours imparfaite dans un monde incertain.

¹⁶ Sur ce point, cf. Béguelin (1980), Saïdi et Swoboda (1981), Huber et Saïdi (1982). Empiriquement, cette constatation reste difficile à prouver vu la rareté et la faible amplitude des récessions entre 1955 et 1970. Certains prétendent que cette quasi-absence de cycle est le résultat du système de Bretton-Woods, alors que d'autres y verront la conséquence des politiques systématiquement inflationnistes suivies *volens nolens* durant cette période.

¹⁷ La mesure de ces déviations est très difficile. En pratique, on utilise un indice pondéré par le commerce extérieur des cours de changes corrigés par des rapports d'indices de prix ou de coûts nationaux, cf. Maciejewski (1983). Même si cette mesure reste partielle et discutable, il n'en reste pas moins que les changes réels ont beaucoup varié durant la dernière décennie, cf. Frenkel (1981).

¹⁸ En tenant compte des différences qui peuvent exister entre les deux demandes de monnaies (vitesse de circulation, élasticités aux taux d'intérêt différentes par exemple).

De plus, en cas de mobilité internationale des capitaux, et en l'absence d'anticipations inflationnistes, le rendement des actifs financiers sera identique dans les deux économies¹⁹. Mais lorsque des hausses de prix sont anticipées dans un pays, son taux d'intérêt nominal s'élève dans une même proportion²⁰. Cet écart entre les rendements nationaux ne fera toutefois dévier le cours du change de la parité actuelle des pouvoirs d'achat que si les investisseurs espèrent un gain d'intérêt supérieur à la perte prévue sur le change, perte égale à la différence entre les cours au comptant et à terme. Si les anticipations inflationnistes sont exactes, le cours à terme est égal au niveau du change qui prévaudra lorsque la hausse des prix aura eu lieu. Dans ces conditions, même si les deux taux d'intérêt diffèrent, la précision des anticipations assure le respect actuel et futur de la parité des pouvoirs d'achat.

Ces conditions — plein-emploi, flexibilité des prix, justesse des anticipations — ne peuvent être approchées que dans la longue période. Mais même si elles étaient constamment respectées, un système de changes flexibles ne semble pas donner des résultats fondamentalement différents d'un régime de changes fixes à taux d'inflation unique et stable. Toutefois, ce jugement doit être nuancé si l'on prend en considération la nature des perturbations qui vont affecter l'économie²¹. Les chocs d'origine monétaire²² n'influencent pas le volume des dépenses domestiques en changes flexibles puisque l'instabilité des prix ainsi créée est alors effacée par des variations compensatrices du change. Avec des changes fixes au contraire, de telles perturbations déstabilisent l'absorption intérieure au travers des déséquilibres de balances courantes dus aux variations des prix domestiques. Lorsque les chocs sont d'origine réelle — une production intérieure instable par exemple — la fixité du change stabilise les dépenses intérieures grâce aux surplus d'importations ou d'exportations. Comme en changes flexibles ce mécanisme ne peut fonctionner, puisque la balance externe est toujours équilibrée, les perturbations réelles se transmettent alors à la consommation et à l'investissement intérieurs. Ainsi une économie doit préférer les changes flexibles si elle enregistre plutôt des perturbations d'origine monétaire, les changes fixes si les chocs qu'elle subit naissent surtout du côté réel. Toutefois, ce critère ne permet de choisir qu'entre des régimes de changes qui fonctionnent d'une façon parfaitement stable dans la longue durée²³.

LES DÉVIATIONS DE LA PARITÉ DU POUVOIR D'ACHAT

Les développements précédents montrent que la stabilité des taux de change réels autour de la parité des pouvoirs d'achat dépend essentiellement des anticipations inflationnistes. En effet, si celles-ci ne sont pas parfaites, elles entraînent d'importants mouvements de capitaux.

¹⁹ A une constante près qui ne dépend pas des cours de change. En effet, les investisseurs internationaux peuvent attacher une prime de risque à chaque pays. Par exemple, les taux réels suisses sont généralement inférieurs à ceux du reste du monde, le marché international considérant sans doute que ce pays lui assure une garantie supplémentaire (épargne intérieure et réserves internationales fortes).

²⁰ Le taux d'intérêt nominal englobe à la fois le rendement réel et le taux d'inflation futur anticipé aujourd'hui. En effet, un agent économique n'a aucun intérêt à placer si son rendement est inférieur à la hausse des prix. Il sera incité à acheter des biens réels.

²¹ Ces perturbations doivent être comprises comme une succession de chocs aléatoires qui font fluctuer les variables affectées autour de leur valeur d'équilibre. Les considérations suivantes ne s'appliquent qu'en l'absence de politique anticyclique, cf. Fisher (1977), Frenkel et Aizenman (1982).

²² Par exemple, des variations imprévisibles de la demande de monnaie.

²³ Le critère utilisé ici n'est pas totalement satisfaisant car l'effet de l'instabilité des dépenses intérieures sur le bien-être dépend de la fonction d'utilité sous-jacente. Le degré d'aversion face aux risques sera alors déterminant, cf. Enders et Laplan (1983).

Comme les réactions du secteur réel de l'économie sont forcément plus lentes que celles des marchés monétaires et financiers, les cours de changes s'écartent alors de la parité des pouvoirs d'achat. Ainsi les changes réels varient d'autant plus que les prévisions quant à l'évolution des prix sont erronées ou instables²⁴.

Parmi les multiples causes d'inconstance ou d'irrationalité des anticipations, l'instabilité et le manque de crédibilité des politiques monétaires jouent un rôle primordial, puisque celles-ci sont toujours difficiles à interpréter dans le court terme en raison des délais avec lesquels elles agissent sur la production et les prix. Si ces politiques changent trop souvent d'orientation comme dans le cas du «stop and go», elles brouillent les cartes et créent de larges mouvements du change réel qui seront d'autant plus amples que le marché doute du succès des mesures prises. D'un autre côté, si les autorités monétaires interviennent pour contrer la sur- ou la sous-évaluation de leur devise, elles risquent de déstabiliser encore plus les anticipations en envoyant aux opérateurs des signaux contradictoires²⁵. La stabilité à long terme des politiques monétaires est donc une condition sine qua non pour atténuer les variations des cours réels²⁶.

Quand les erreurs d'anticipations écartent les cours de change de la parité des pouvoirs d'achat, la durée et l'importance de la déviation dépendent des réactions du secteur réel de l'économie, en particulier de la compétitivité internationale et de la flexibilité de l'appareil de production. Lorsqu'un pays en sous-emploi relance son économie en abaissant temporairement le taux d'intérêt domestique²⁷ et, par conséquent, le cours réel de sa monnaie, sa balance courante réagit. Si le pays est relativement petit et très imbriqué dans l'économie mondiale — s'il est un parfait «price taker» — ses exportations s'accroissent et ses importations diminuent assez rapidement. L'excédent courant ainsi dégagé pousse le cours de change à la hausse, mouvement qui corrige les déviations par rapport à la parité des pouvoirs d'achat. Cette tendance au rééquilibrage peut être ralentie si les producteurs nationaux possèdent un certain pouvoir monopolistique sur le marché mondial. Alors que dans le cas précédent, les exportateurs pouvaient augmenter à volonté les quantités vendues à l'étranger à la suite de la baisse implicite des coûts dus à la chute du change, ils ne le peuvent plus maintenant puisqu'ils font face à une demande limitée. Cette contrainte restreint les recettes supplémentaires d'exportations et, par conséquent, le surplus de la balance courante²⁸, ce qui prolonge la période de sous-évaluation réelle du change. Un autre cas est celui d'une économie si rigide que les quantités exportées (produits agricoles) et importées (alimentation, pétrole) ne peu-

²⁴ D'autres phénomènes peuvent aussi jouer, en particulier l'élasticité de la demande de monnaie au taux d'intérêt. Plus cette dernière est forte, plus, avec des anticipations stables, les variations de changes seront prononcées. Cf. Dornbusch (1976).

²⁵ Des interventions stérilisées semblent moins néfastes. Cependant, sauf si les anticipations sont déstabilisantes, la neutralisation empêche par elle-même les anticipations de changer, ce qui est manifestement contre-productif.

²⁶ Certains iraient même plus loin en désirant soumettre les instituts d'émission au carcan d'une règle de croissance monétaire intangible. Cf. Genberg et Swoboda (1983).

²⁷ Dans la pratique, toutes les combinaisons de politiques monétaire et budgétaire sont possibles. On prendra également en considération l'impact relatif de la politique budgétaire sur le secteur protégé. Ainsi, une relance budgétaire portant essentiellement sur des biens domestiques accompagnée par une politique monétaire restrictive nécessitera sans doute une forte réévaluation réelle de la monnaie nationale pour déplacer suffisamment la demande privée en direction des biens importés.

²⁸ Un effet pervers peut même apparaître, la balance courante devenant déficitaire. Ce «J-curve effect» survient si les conditions de Marshall-Lerner ne sont pas remplies.

vent pas varier²⁹. Une dévaluation creusera alors le déficit commercial exprimé en monnaie nationale et, au travers du jeu des anticipations, elle pourra même pousser le change à se déprécier encore plus.

A côté de ces effets externes, la flexibilité interne des économies joue un rôle déterminant dans le processus d'ajustement. En situation de sous-emploi, dans le cas d'une relance monétaire accompagnée d'une baisse du change réel, si les salaires nominaux restent stables, en particulier ceux du secteur protégé, la hausse du coût des importations ne va pas se répercuter entièrement sur le niveau général des prix. Les encaisses réelles s'accroissent alors, entraînant une augmentation générale de la demande intérieure. Au fur et à mesure que le sous-emploi des facteurs de production se résorbe, les prix domestiques s'élèvent et, les opérateurs revisant alors à la hausse leurs anticipations inflationnistes, les taux d'intérêt remontent, ce qui corrige peu à peu la sous-évaluation réelle du change. Dans ces conditions, si le retour vers l'équilibre s'effectue progressivement, la déviation par rapport à la parité des pouvoirs d'achat persiste quelque temps, mais les politiques économiques gardent une certaine efficacité. Tout autre est l'évolution si, dès que les coûts des importations montent, l'ensemble des salaires s'élève dans l'économie. Par conséquent, l'effet d'encaisses réelles ne joue pas — il peut même être négatif en cas de forte dépréciation des changes — la demande et la production stagnent. Vu la réaction rapide des prix intérieurs, les anticipations inflationnistes et les taux d'intérêt s'accroissent relativement vite. La sous-évaluation réelle des changes est alors d'assez courte durée mais la politique macroéconomique perd beaucoup de son efficacité. C'est pourquoi les pays où les salaires réels sont rigides tendent à préférer un système de changes fixes dans lequel les autorités pourront agir à leur guise entre deux réalignements de parité.

Ces simples considérations permettent de comprendre relativement bien l'évolution du système monétaire international durant ces dernières années.

LA SITUATION ACTUELLE

A la lumière des développements précédents, les pays peuvent être rangés entre partisans et adversaires des changes flexibles selon trois critères différents : le taux d'inflation désiré, la flexibilité du marché du travail et l'adaptation au commerce mondial. Seront plutôt favorables au flottement des monnaies, les économies aux prix stables, aux salaires réels flexibles et aux exportations fortement soumises à la concurrence internationale. Parmi les tenants d'un système de changes fixes, ou du moins de parités fréquemment ajustables, on comptera en général les pays inflationnistes, aux salaires réels rigides et au commerce extérieur inadapté ou aux exportations jouissant d'un certain degré de monopole. Durant la dernière décennie, les économies du premier groupe, la Suisse et le Japon par exemple, ont marqué une nette préférence pour la flexibilité des changes. Les pays caractérisés par une forte inflation et des salaires réels rigides ont, au contraire, constamment tenté de se rattacher à un système de changes fixes même si celui-ci, à l'instar du «Serpent» ou du Système monétaire européen, était limité géographiquement. A ces pays, la France, l'Italie, et passagèrement la Grande-Bretagne, s'est jointe l'Allemagne que tout pourtant poussait à préférer les changes flottants, si

²⁹ Par exemple, un petit pays en voie de développement très pauvre. Cf. Branson (1983).

ce n'est la puissance monopolistique de ses industries d'exportation³⁰. De leur côté, et tout naturellement, les pays en développement ont choisi de stabiliser la valeur externe de leurs monnaies, vis-à-vis du dollar le plus souvent, même si cette attitude les forçait parfois à s'endetter massivement en devises³¹.

Cependant, malgré leurs préférences individuelles, toutes les économies développées ont plus ou moins laissé flotter leurs monnaies face au dollar, car les Etats-Unis se sont placés dans le camp des adversaires des changes fixes. A priori, leur cas est paradoxal puisque leur forte inflation aussi bien que leur poids économique auraient dû les amener à favoriser un régime de parités fixes. Leur rôle en tant que principal fournisseur de liquidités internationales explique cette attitude. Il avait été tellement mis en doute au tournant des années soixante-dix que la politique économique outre-Atlantique se heurtait aux contraintes externes. Pour regagner leur indépendance, les responsables américains se sont alors tournés implicitement vers les changes flottants³². Si leur adhésion à cette solution a quelque peu vacillé à la fin de la dernière décennie, elle a été réaffirmée avec force lorsqu'aux Etats-Unis les autorités monétaires se sont résolument engagées dans la lutte contre l'inflation.

Ce changement d'attitude face au mal inflationniste, qui se manifeste un peu partout dans le monde, permet aux optimistes d'envisager un meilleur fonctionnement des changes flexibles à l'avenir. En effet, si la majorité des pays développés adoptent des politiques monétaires stables et des politiques budgétaires raisonnables³³, les changes dévieront moins de la parité des pouvoirs d'achat puisque les anticipations inflationnistes seront stabilisées. On se rapprochera alors d'un système idéal et le problème du choix entre changes fixes et changes flexibles dépendra essentiellement de deux facteurs, l'origine des chocs d'une part, la nature de la liquidité internationale d'autre part.

Même si l'origine des chocs est toujours difficile à identifier, certaines conditions permettent toutefois de prévoir leur importance relative. La fréquence des perturbations monétaires dépendra sans doute du nombre et de la grandeur des pays à forte inflation subsistant dans le système. Plus ceux-ci seront nombreux, plus les changes flexibles seront préférables. Du côté réel, la vigueur des chocs sera, toutes choses égales d'ailleurs, fortement dépendante de la stabilité des politiques budgétaires nationales. Plus celles-ci seront instables, plus les balances courantes réagiront³⁴, mouvements qui seront plus facilement absorbés avec des parités fixes³⁵.

La définition de la liquidité internationale risque de soulever un problème important. Les étalons possibles sont connus: une monnaie nationale — le dollar — un panier de

³⁰ La même raison peut expliquer la volonté affichée par la Banque nationale suisse de ne pas laisser le mark allemand décrocher trop fortement par rapport au franc suisse.

³¹ Cette politique a en outre l'avantage temporaire de diminuer le coût des importations et de favoriser par là les couches pauvres et moyennes de la population fortement touchées par l'inflation intérieure.

³² La faible part du commerce mondial dans le PNB des Etats-Unis a sans doute aidé cette attitude de «benign neglect».

³³ La deuxième condition n'est pas nécessaire en théorie, mais elle reste indispensable en pratique puisque l'existence de forts déficits budgétaires laissera toujours planer la crainte d'une monétarisation future de la dette et, par conséquent, tend à augmenter les anticipations inflationnistes.

³⁴ A la fois en raison du déplacement de la demande vers les biens domestiques et des mouvements de capitaux que vont entraîner les variations du taux d'intérêt.

³⁵ Toutefois, l'avantage des changes fixes sera réduit si les chocs budgétaires nationaux vont dans le même sens, ce qui serait le cas si la transmission des cycles conjoncturels était rapide. On peut se demander si ce n'est pas pour répondre à ce genre de difficultés que tout l'appareil de crédits conditionnels du FMI a été construit à l'origine.

monnaies — solution genre DTS — enfin, un bien réel comme l'or. Si une monnaie nationale est choisie, les autres pays devront implicitement accepter le taux d'inflation dicté par la banque centrale émettrice. Si le choix porte sur un panier de monnaies ou sur un bien réel, des procédures devront être trouvées pour régler soit l'émission de monnaie internationale, soit la fixation et le maintien du prix du bien réel. Or jusqu'à présent, aucune solution raisonnable à ces problèmes n'a été esquissée³⁶. Face à ces difficultés, il est probable qu'aucun consensus international ne pourra apparaître, si bien qu'on se dirigera plutôt vers un système de changes flexibles stabilisés grâce à des politiques économiques nationales plus convergentes qu'elles ne le sont actuellement.

De leur côté, les pessimistes avanceront que la détermination de certains gouvernements à lutter contre l'inflation est plus faible qu'il ne paraît. Une situation semblable à celle qui prévaut actuellement serait alors de règle dans le futur, bien que la distribution des rôles entre nations puisse changer au cours du temps. Seul l'avenir prouvera qui aura eu raison.

Références

- Béguelin J.-P. (1980): *An International Comparison of Business Cycles: Some Empirical Findings 1948-80*, manuscript, New York.
- Branson, W. H. (1983): «Economic Structure and Policy for External Balances», *IMF Staff Papers*, vol. 30, No. 1.
- Dornbusch, R. (1976): «The Theory of Flexible Exchange Rate Regime and Macroeconomic Policy», *Scandinavian Journal of Economics*, vol. 78, No. 2.
- Enders W. and Laplan H. E. (1983): «On the Relationship between the Exchange Regime and the Portfolio Rules of Optimizing Agents», *Journal of International Economics*, vol. 15.
- Fisher, S. (1977): «Stability and Exchange Rate Systems in a Monetarist Model of the Balance of Payments», in R. Z. Aliber ed., *The Political Economy of Monetary Reform*, Macmillan, New York.
- Frenkel, J. A. (1981): «The Collapse of Purchasing Power Parities during the 1970's», *European Economic Review*, vol. 16.
- Frenkel, J. A. and Aizenman, J. (1982): «Aspects of Optimal Management of Exchange Rates», *Journal of International Economics*, vol. 13.
- Frenkel, J. A. and Johnson, H. G. (1976): *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, University of Toronto Press, Toronto.
- Friedman, M. (1966): «Free-market Determination of Exchange Rates» in L. H. Officer and T. D. Willet, éd.: *The International Monetary System, Problems and Proposals*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs.
- Gengberg H. (1977): «Policy Autonomy of Small Countries» in E. Lundberg, ed.: *Inflation Theory and Anti-inflation Policy*, Macmillan, New York.
- Gengberg H. and Swoboda A. K. (1983): «Fixed Exchange Rates, Flexible Exchange Rates, or the Middle of the Road: a Reexamination of the Arguments in View of Recent Experience», *Discussion Papers in International Economics*, No. 8303, Graduate Institute of International Studies, Genève.
- Hieronimy O. éd. (1980): *The New Economic Nationalism*, Battelle Geneva Research Center, Macmillan, Londres.
- Huber, G. and Saïdi, N. (1982): *Macroeconomic Fluctuations in Switzerland 1960-1981*, manuscript, Genève.
- de la Genière, R. (1983): «Vingt-cinq ans de coopération monétaire européenne», *Banque*, No. 434.
- L'Huillier, J. (1971): *Le Système Monétaire International, aspects économiques*, Armand Colin, Paris.
- Maciejewski, E. B. (1983): «Real Effective Exchange Rate Indices», *IMF Staff Papers*, vol. 30, No. 3.
- Mundell, R. A. (1968): *International Economics*, Macmillan, New York.
- Niehans, J. (1983): *Haben sich die flexiblen Wechselkurse bewährt?* Papier vorbereitet für das Seminar über Währungsstabilität und Wirtschaftswachstum, IWF und Österreichische Nationalbank, Baden bei Wien.
- Saïdi, N. and Swoboda, A. K. (1981): «Real and Nominal Exchange Rates: Issues and Evidence», manuscript, forthcoming in E. Claassen and P. Salin, éd., *Unemployment and Inflation under Flexible Rates*, North-Holland, Amsterdam.

³⁶ Même si une monnaie supranationale circulait entre les agents économiques privés, le problème de sa création initiale devrait être résolu.