

Architecture financière internationale

Rapports

*Fred Bergsten, Olivier Davanne et Pierre Jacquet
Patrick Artus et Michèle Debonneuil
Michel Aglietta et Christian de Boissieu*

Commentaires

*Olivier Blanchard
Gérard Maarek
Jean Pisani-Ferry*

Complément

Daniel Baudru et François Morin

Annexes préparées par

*La Direction du Trésor, la Direction de la Prévision
et Sylvie Hel-Thelier*

*Réalisé en PAO au Conseil d'Analyse Économique
par Christine Carl*

© La Documentation française. Paris, 1999 - ISBN : 2-11-004367-9

« En application de la loi du 11 mars 1957 (article 41) et du Code de la propriété intellectuelle du 1er juillet 1992, toute reproduction partielle ou totale à usage collectif de la présente publication est strictement interdite sans l'autorisation expresse de l'éditeur.

Il est rappelé à cet égard que l'usage abusif de la photocopie met en danger l'équilibre économique des circuits du livre. »

La création du Conseil d'Analyse Économique « répond à la nécessité pour un gouvernement trop souvent confronté à l'urgence, de pouvoir se référer à une structure de réflexion qui lui permette d'éclairer ses choix dans le domaine économique. J'ai souhaité aussi créer un lien entre deux mondes qui trop souvent s'ignorent, celui de la décision économique publique et celui de la réflexion économique, universitaire ou non.

J'ai pris soin de composer ce Conseil de façon à tenir compte de toutes les sensibilités. Le Conseil d'Analyse Économique est pluraliste. C'est là un de ses atouts principaux, auquel je suis très attaché. Il doit être un lieu de confrontations sans a priori et les personnes qui le composent doivent pouvoir s'exprimer en toute indépendance. Cette indépendance — je le sais — vous y tenez, mais surtout je la souhaite moi-même.

Ces délibérations n'aboutiront pas toujours à des conclusions partagées par tous les membres ; l'essentiel à mes yeux est que tous les avis puissent s'exprimer, sans qu'il y ait nécessairement consensus.

...

La mission de ce Conseil est essentielle : il s'agit, par vos débats, d'analyser les problèmes économiques du pays et d'exposer les différentes options envisageables. »

*Lionel Jospin, Premier Ministre
Discours d'ouverture de la séance d'installation du
Conseil d'Analyse Économique, le 24 juillet 1997.
Salle du Conseil, Hôtel de Matignon.*

Sommaire

Introduction	7
<i>Pierre-Alain Muet</i>	
Pour une gestion conjointe de la flexibilité des changes	9
<i>Fred Bergsten, Olivier Davanne et Pierre Jacquet</i>	
Crises, recherche de rendement et comportements financiers : l'interaction des mécanismes microéconomiques et macroéconomiques	55
<i>Patrick Artus et Michèle Debonneuil</i>	
Le prêteur international en dernier ressort	97
<i>Michel Aglietta et Christian de Boissieu</i>	
 <i>Commentaires</i>	
<i>Olivier Blanchard</i>	129
<i>Gérard Maarek</i>	133
<i>Jean Pisani-Ferry</i>	143
 <i>Complément</i>	
Gestion institutionnelle et crise financière Une gestion spéculative du risque	151
<i>Daniel Baudru et François Morin</i>	
 <i>Annexes</i>	
A. L'efficacité des interventions sur les marchés des changes	173
<i>Direction du Trésor</i>	
B. La compétitivité relative des États-Unis, du Japon et de la zone euro	183
<i>Didier Borowski et Cécile Couharde</i>	

C. Compétitivité et taux de change d'équilibre de long terme	197
<i>Didier Borowski et Cécile Couharde</i>	
D. Les enseignements des politiques de contrôle des capitaux pour les pays émergents	207
<i>Sylvie Hel-Thelier</i>	
Résumé	225
Summary	233

Introduction

Les effets récessifs de la crise financière internationale, qui a débuté en Asie il y a maintenant deux ans, s'estompent. La réforme de « *l'architecture du système financier international* » n'en a pas moins conservé son caractère d'urgence. Les coûts économiques et sociaux supportés par les pays en crise sont considérables, et il reste essentiel de mettre en place à l'échelle internationale des règles du jeu permettant de prévenir les crises, et, en cas d'échec, d'en contenir les effets. La réflexion au sein des organisations internationales et du G7 continue et plusieurs décisions importantes ont récemment été prises (création du Forum de Stabilité financière, qui a la charge de mener pendant l'été 1999 une réflexion approfondie sur les centres off-shore, les « hedge funds » et la volatilité des capitaux à court terme ; introduction d'une nouvelle « facilité » permettant au FMI de soutenir un pays menacé par un processus de contagion ; renforcement de la coopération internationale en matière de supervision bancaire ; améliorations en matière de transparence...).

Dans le prolongement du rapport publié l'an dernier sur l'instabilité du système financier international par Olivier Davanne, ce second rapport du CAE approfondit des questions qui font l'objet de nombreux débats et où aucun consensus international ne semble se dessiner : les régimes de change, le comportement des investisseurs internationaux et le rôle du prêteur en dernier ressort à l'échelle internationale.

Le rapport Davanne soulignait la responsabilité majeure des systèmes de change très rigides dans la genèse des crises récentes. Le rapport de Fred Bergsten, Olivier Davanne et Pierre Jacquet met en évidence les risques d'une trop grande rigidité, comme celui d'une totale flexibilité des changes, notamment pour les pays émergents. S'agissant des taux de change entre grandes monnaies, il recommande un approfondissement du processus de surveillance mené au sein du G7. En ce qui concerne les pays émergents, le choix du régime de change dépend beaucoup de la situation du pays concerné. Le rapport met cependant en avant les avantages d'un système de « parités de référence ajustables » qui semble de nature à assurer la stabilité des changes sans reproduire l'excessive rigidité responsable d'un grand nombre des crises récentes.

La vulnérabilité des marchés financiers internationaux aux crises pose la question du « prêteur en dernier ressort » (PDR) international, c'est-à-dire de l'institution ou du groupe d'institutions susceptibles de stabiliser les marchés quand il y a rupture de la chaîne du crédit et effondrement de la valeur des actifs. Sur qui doit reposer cette responsabilité ? Comment éviter l'encouragement à des prises de risque excessives de la part d'investisseurs qui comptent sur le soutien du PDR en cas de crise ? Ces questions sont analysées dans le rapport de Michel Aglietta et Christian de Boissieu. Ils défendent, non pas l'idée d'un PDR unique, mais celle « d'un réseau de coopération contingente » liant les Banques centrales, ainsi que le FMI et la Banque Mondiale. Cette coopération devrait permettre de traiter aussi bien les pures crises de liquidité que celles mettant en jeu les dettes souveraines où le FMI devrait conserver sa pleine compétence.

Les crises des dernières années ont poussé plusieurs observateurs à compléter les explications traditionnelles (régimes de change inadaptés, supervision bancaire défaillante, absence de PDR international...) par une remise en cause plus fondamentale du comportement des investisseurs internationaux. Patrick Artus et Michèle Debonneuil reviennent sur ces questions dans un rapport traitant notamment du rôle de plus en plus important joué par les gérants de portefeuille internationaux. Les exigences de rentabilité élevée qui en résultent peuvent, selon les auteurs, conduire les entreprises à prendre des risques excessifs. Dans un complément, Daniel Baudru et François Morin insistent sur les conséquences des nouvelles méthodes de sélection des investissements utilisées par les entreprises et les gestionnaires de fonds.

Dans leurs commentaires, Olivier Blanchard et Gérard Maarek se montrent sceptiques sur le rôle central qu'accordent Patrick Artus et Michèle Debonneuil aux gérants de portefeuille dans les dysfonctionnements du Système financier international. S'agissant du prêteur en dernier ressort, Jean Pisani-Ferry et Gérard Maarek partagent le constat de Michel Aglietta et Christian de Boissieu sur les défauts observés dans la gestion des crises récentes, mais ne sont pas convaincus par la solution proposée qui investit les Banques centrales d'une mission pour laquelle, selon eux, elles ne sont pas bien équipées.

Les rapports préliminaires ont été discutés à la séance d'avril 1999 du CAE, puis, en présence du ministre de l'Économie, des Finances et de l'Industrie, à la séance du 24 juin 1999.

Pierre-Alain Muet

*Conseiller auprès du Premier Ministre
Professeur à l'École Polytechnique*

Pour une gestion conjointe de la flexibilité des changes^(*)

Fred Bergsten

Directeur de l'Institute for International Economics

Olivier Davanne

Conseil d'Analyse Économique

Pierre Jacquet

Directeur adjoint de l'IFRI

La succession de graves crises financières et monétaires internationales a donné au débat sur l'« architecture financière internationale » un regain d'urgence. De fait, il est difficile d'adhérer à la thèse selon laquelle une telle série de catastrophes résulte de la simple coïncidence d'erreurs locales et indépendantes, sanctionnées rationnellement par les investisseurs⁽¹⁾. Il est bien sûr utile d'identifier les origines locales spécifiques de chacune de ces crises récentes afin d'en tirer des enseignements sur la façon de s'adapter à une interdépendance économique internationale croissante et à la mobilité des capitaux à court terme ; mais il n'en est pas moins nécessaire de se pencher sur les raisons systémiques qui font que de telles crises peuvent se produire et entraîner des implications aussi coûteuses.

(*) Les trois auteurs ont naturellement des sensibilités et des positions différentes quant à ce qui est souhaitable et réaliste en matière de réforme du Système monétaire international (voir par exemple Bergsten, 1996 et 1998, Davanne, 1998 et Jacquet, 1994). Ils partagent toutefois la forte présomption que les gouvernements peuvent et doivent développer une approche systématique de la gestion de la flexibilité du taux de change. Ils analysent dans cette étude, également publiée en anglais comme document de travail de l'Institute for International Economics, comment y parvenir.

(1) Schwartz (1998) réfute l'idée selon laquelle les récents bouleversements trouveraient leur origine dans une quelconque contagion.

Le débat sur l'architecture financière internationale recouvre plusieurs dimensions essentielles : réactions souhaitables à la mobilité internationale des capitaux, gestion de l'ouverture financière des marchés émergents, débats soulignant l'absence d'un véritable prêteur international en dernier ressort, progrès à faire en matière de réglementation et supervision bancaires et financières internationales. Nous nous attachons ici à montrer que les régimes et politiques de change ont aussi une part de responsabilité dans les difficultés et les vulnérabilités actuelles, et qu'il est possible d'améliorer le fonctionnement du Système monétaire international sans un « nouveau Bretton Woods ». Nous défendons l'idée que nombre de problèmes de l'économie mondiale sont dus au mauvais fonctionnement du marché des changes, que les difficultés proviennent en partie du manque de coordination des politiques économiques et qu'une gestion coordonnée de la flexibilité des taux de change, sans résoudre à elle seule le problème de la coordination des politiques économiques, contribuerait néanmoins à rendre l'absence de coordination plus acceptable et moins coûteuse et pourrait même, à l'occasion, faciliter la mise en place de cette coordination.

La gravité des crises récentes, la perspective d'ajustements de grande ampleur des balances des paiements courants, de l'Asie aux États-Unis, et l'émergence probable de l'euro comme monnaie internationale, susceptible d'entraîner d'importants mouvements de portefeuille portent à reconsidérer le fonctionnement du Système monétaire international. Nous montrons ici qu'il est possible de trouver une position intermédiaire et féconde entre l'inaction complaisante et l'activisme réformateur, et que des petits pas modestes mais décisifs peuvent contribuer à restaurer un certain contrôle sur des événements qui affectent gravement les économies des pays industrialisés comme celles des pays en développement.

Plus précisément, notre proposition met en jeu l'interaction entre les gouvernements et les marchés. Nous pensons que les gouvernements peuvent contribuer à une amélioration substantielle de l'efficacité des marchés des changes, limitant ainsi le risque de crises majeures et imprévues, par un suivi conjoint et vigilant des mouvements de change relativement à des estimations transparentes et cohérentes des taux de change d'équilibre de long terme. Cette démarche est en effet susceptible d'inciter les investisseurs privés à former leurs anticipations sur la base de méthodes plus satisfaisantes, fondées sur une prise en compte attentive des fondamentaux économiques pertinents. D'importants progrès pourraient ainsi être réalisés en matière de stabilité des taux de change, au prix d'un investissement relativement faible. Si les pouvoirs publics y mettent l'ambition nécessaire, nous croyons que ce premier pas peut dans un avenir raisonnable conduire à la mise en place de « zones cibles muettes », un concept que nous développons plus loin.

Ce texte s'articule de la façon suivante : dans une première partie, nous montrons que le fonctionnement actuel du Système monétaire international n'est pas satisfaisant et demande à être amélioré. Dans la deuxième partie,

nous discutons les obstacles à une réforme majeure et cohérente du Système monétaire international et établissons quelques principes qui conditionnent le réalisme et l'efficacité de toute entreprise de réforme. La troisième partie présente un éventail d'options concernant la gestion de la flexibilité des taux de change entre pays industrialisés et introduit notre proposition d'un « mécanisme de surveillance renforcé » et de zones cibles muettes. Dans la quatrième partie, nous discutons la politique de change dans les pays en développement. Nous résumons nos conclusions dans la dernière partie.

Le Système monétaire international actuel : un verre à moitié plein ou à moitié vide ?

En matière d'affaires monétaires internationales comme dans beaucoup d'autres domaines, on trouve toujours de bonnes raisons de ne pas agir. On dit souvent, en écho à la célèbre remarque de Churchill sur la démocratie, que le Système monétaire international actuel, sous sa forme hybride, est le pire des systèmes à l'exception de tous les autres. Ses partisans mettent en avant sa remarquable résistance depuis les années soixante-dix, d'abord aux importants chocs d'offre subis par l'économie mondiale, puis aux divergences marquées entre les politiques macroéconomiques et les stratégies de désinflation. La flexibilité des taux de change a permis de concilier d'énormes écarts entre les situations économiques et les politiques menées par les plus grands pays. Sans vraiment permettre l'indépendance des politiques espérée par quelques-uns de ses adeptes, elle a néanmoins fourni une réponse utile à l'absence de coordination internationale des politiques économiques, voire un dispositif occasionnel de coordination. Les agents économiques, confrontés au risque de chocs majeurs dus à l'instabilité des changes, ont appris à gérer les fluctuations des taux de change, à l'aide de multiples innovations financières. On entend donc souvent dire, sans surprise, que le Système monétaire international actuel réussit à concilier l'interdépendance économique et l'autonomie des politiques nationales ; le verre est à moitié plein et c'est peut être ce que nous pouvons espérer de mieux.

Pourtant, cette approche complaisante est doublement erronée. Elle méconnaît les difficultés considérables qu'ont les pays en développement à choisir un régime de taux de change approprié ; et elle donne une image tout à fait fautive du problème de la coordination entre les pays industrialisés, en accréditant l'idée que le flottement apporte une solution au problème alors qu'il en est à la fois un symptôme et un facteur aggravant. En outre, le Système monétaire international va devoir faire face au double choc de la naissance de l'euro et de la détérioration alarmante du déficit du compte courant des États-Unis, deux évolutions susceptibles de générer une instabilité des taux de change beaucoup plus importante et d'entraîner des coûts substantiels pour l'économie mondiale et les relations transatlantiques.

Les pays en développement en quête de stabilité des changes

La situation est encore plus claire dans les pays émergents où les fluctuations observées des taux de change n'offrent guère de motifs de satisfaction. Depuis une vingtaine d'années, les événements s'enchaînent souvent selon le même scénario. Pour éviter une trop grande instabilité des prix et pour attirer les capitaux étrangers, ces pays cherchent à ancrer leur monnaie, de façon formelle ou informelle, au dollar ou à un panier de devises étrangères⁽²⁾. Cette politique peut tout à fait contribuer à la croissance économique pendant un certain temps. Cependant, la fixité du change n'est soutenable que si l'inflation dans le pays qui pratique cet ancrage nominal (le *peg*) converge vers celle qui prévaut dans le pays auquel il ancre sa monnaie. Le plus souvent, cette condition n'est pas suffisamment remplie, et la conjonction d'une appréciation réelle excessive et de déficits extérieurs provoque une crise et un ajustement brutal du taux de change. Comme le souligne le FMI à l'occasion d'une étude approfondie des politiques de change dans les pays en développement, « le plus souvent, la fin du *peg* s'accompagne de graves perturbations dans le fonctionnement de l'économie »⁽³⁾.

Récemment, ce scénario heurté semble être devenu la règle, et la sortie en douceur d'une politique d'ancrage nominal du change paraît encore plus difficile que par le passé. Cela ne devrait guère surprendre, car l'accroissement considérable de la mobilité internationale des capitaux a profondément transformé l'économie mondiale au cours des décennies récentes. Tant que l'ancrage paraît crédible, les entrées de capitaux peuvent être considérables et conduire au surinvestissement ou à la surconsommation, en particulier lorsqu'un secteur bancaire local mal supervisé encourage un endettement excessif des agents privés aussi bien que publics. La surévaluation du taux de change, la faiblesse des bilans et un endettement lourd en devises étrangères rendent, toutefois, le pays très vulnérable à tout renversement des anticipations. Non seulement les capitaux qui sont entrés peuvent facilement sortir mais, dans ce tout nouvel univers de forte mobilité internationale des capitaux, les taux de change fixes deviennent très vulnérables aux sorties spéculatives de capitaux à court terme. Les crises asiatique, russe et brésilienne des années 1997-1999 et la crise du peso mexicain de 1994 en fournissent une illustration éloquentes⁽⁴⁾.

(2) Selon la classification officielle du FMI, sur 123 pays en développement, seuls 45 maintenaient un ancrage nominal pour leur monnaie à la fin de 1996. Cependant, ce chiffre est trompeur, car beaucoup de pays déclarent une politique de change flottant alors que leur taux de change est effectivement fixé par leurs autorités, FMI (1997).

(3) « Exchange Rates Arrangements and Economic Performance in Developing Countries », chapitre IV, *World Economic Outlook*, octobre 1997.

(4) La vulnérabilité des taux de change fixes ne se limite évidemment pas aux pays émergents, comme la crise du SME de 1992 en témoigne.

Dans ce contexte marqué par les coûts récurrents d'une mauvaise gestion du taux de change par les pays en développement, la tentation est grande de conclure que les taux de change ne devraient tout simplement pas être gérés. De fait, le nouveau consensus international tend à présenter le flottement des taux comme la seule option satisfaisante. Il insiste également sur l'idée selon laquelle ce qui compte en dernière analyse, c'est la qualité et la crédibilité des politiques économiques nationales. Bien qu'il soit difficile d'être en désaccord avec cette dernière recommandation, l'ensemble du raisonnement méconnaît fondamentalement les dilemmes, en matière de politique macroéconomique, qui se posent à la plupart des pays en développement. De fait, seul l'avenir nous dira comment s'en sortiront les pays émergents qui ont récemment dû laisser leur monnaie flotter plus ou moins librement.

Premier aspect du problème, le taux de change est un prix directeur essentiel pour des économies petites et ouvertes. Il est beaucoup plus important pour elles qu'il ne l'est pour les pays industrialisés plus grands, bien diversifiés. Ses fluctuations peuvent être catastrophiques pour la stabilité interne et on peut difficilement soutenir que les gouvernements devraient y être indifférents.

Deuxièmement, le choix d'un régime de change n'est en rien indépendant de la recherche de la qualité et de la crédibilité des politiques macroéconomiques nationales. On peut se demander comment, sans contrainte de change, la plupart des pays émergents parviendraient à mener des politiques monétaire et budgétaire visant à la stabilité. De fait, le cadre institutionnel nécessaire pour assurer la crédibilité des politiques budgétaire et monétaire leur fait souvent défaut. En outre, les incertitudes quant à leurs politiques futures peuvent conduire à des taux d'intérêt réels élevés et dissuader les investisseurs étrangers de contribuer au financement de leurs investissements internes.

L'instabilité du taux de change dans les pays émergents peut nuire durablement à la disponibilité des financements extérieurs pour deux raisons : d'abord, la perte possible de crédibilité des politiques économiques déjà évoquée ; ensuite, le besoin de servir aux investisseurs étrangers, ou aux investisseurs locaux qui se financent à l'extérieur, une prime de risque potentiellement élevée en compensation d'un risque de change accru. Au total, le coût du capital et le niveau de l'investissement pourraient être gravement affectés dans ceux des pays émergents qui n'essaient pas de limiter l'instabilité de leur taux de change.

Ces conséquences d'une instabilité excessive des taux de change sur les mouvements de capitaux internationaux devraient aussi être analysées dans une perspective plus globale. À cet égard, la stabilité des changes dans les pays émergents peut être considérée comme un bien public international puisque elle facilite le recyclage de l'épargne de la population riche et vieillissante des pays industrialisés vers les économies du Sud à la recher-

che de capitaux. De fait, si l'on se réfère à la situation actuelle, on peut dire que la croissance de l'économie mondiale serait beaucoup plus saine si elle était fondée sur un investissement dynamique dans les pays en développement plutôt que sur des taux d'intérêt nominaux extrêmement faibles dans la plupart des pays industrialisés et sur une bulle boursière aux États-Unis qui contribue de façon excessive à la vigueur de la consommation des ménages américains. On ne peut se satisfaire d'une situation dans laquelle l'épargne générée par les économies matures se trouve en quelque sorte « piégée » sur place, ce qui contribue à maintenir un coût du capital élevé dans la plupart des pays émergents⁽⁵⁾.

Plus généralement, les politiques de change des pays émergents devraient être au cœur des discussions portant sur la « Nouvelle Architecture Financière ». Le défi consiste à trouver le juste équilibre, pays par pays, entre flexibilité et stabilité. Nous examinerons les options possibles dans la quatrième partie.

Régimes de change et coordination

Pour ce qui est des pays industrialisés, l'idée selon laquelle la flexibilité des changes concilie l'interdépendance économique avec l'autonomie des politiques nationales repose sur un argument circulaire : le flottement du taux de change « isole » les politiques économiques, et autorise ainsi des divergences qui, à leur tour, exigent la flexibilité du change. La causalité implicite selon laquelle les divergences entre politiques économiques doivent être compensées par des taux de change flottants est à la fois trompeuse et simpliste. En fin de compte, le flottement n'offre aucune alternative à l'interdépendance. De fait, il n'abaisse pas les coûts de l'absence de coordination des politiques économiques. Il peut même, en permettant de s'y adapter, encourager implicitement la non-coordination, exposant ainsi les pays non seulement aux coûts d'une instabilité excessive du change mais également à ceux d'une insuffisance de coordination qui se perpétue.

Par ailleurs, le flottement des taux de change flottants autorise aussi les politiques à la « *beggar-thy-neighbour* » – c'est-à-dire des politiques visant à reporter ses propres difficultés sur le dos du voisin – que les architectes du système économique international d'après-guerre avaient essayé d'éviter.

Ils permettent, par exemple, à un pays de combattre son inflation en l'exportant vers d'autres pays par une appréciation de son taux de change, augmentant ainsi pour ces autres pays le coût de la stabilisation de leurs prix. Ce fut, en bref, l'un des effets de la *Reaganomie* au cours de la première moitié des années quatre-vingt. Le dollar est alors devenu manifes-

(5) Pendant le premier semestre de 1999, cependant, les taux d'intérêt et le coût du capital ont substantiellement baissé dans la plupart des pays d'Asie et d'Amérique latine, ces derniers ayant réussi à restaurer la stabilité des changes après une période de flottement libre.

tement surévalué, poussant l'Europe à resserrer sa politique monétaire en réponse au choc inflationniste. En fin de compte, les taux de change flottants entre les États-Unis et l'Europe ont donc eu le même impact déflationniste que les taux de change fixes à l'intérieur de l'Europe entre l'Allemagne et les autres États-membres. Dans chaque cas, les politiques unilatérales ont imposé la convergence sur le taux d'inflation le plus faible (par contraste avec la coordination qui aurait impliqué la détermination conjointe d'un objectif commun d'inflation).

Le taux de change est important, quel que soit le régime. Si les salaires et les prix étaient totalement flexibles, les taux de change n'auraient aucune pertinence car ils n'affecteraient en rien l'économie réelle. Mais la rigidité prévalente des salaires et des prix donne au taux de change un rôle déterminant dans l'ajustement économique et dans les mécanismes de l'interdépendance économique. Il en résulte également que des fluctuations injustifiées sont coûteuses. Enfin, il est probable que deux pays auront, à tout moment et de façon générale, des avis divergents sur le niveau d'équilibre de leur taux de change : il s'agit du problème dit « $(n - 1)$ » (à savoir l'idée qu'entre n pays, il n'y a que $(n - 1)$ taux de change indépendants). La stabilisation du taux de change, qui ne peut exister sans un certain degré de coordination des politiques économiques, signale au moins la volonté d'aborder ce problème. En revanche, le flottement des changes en fait un facteur permanent de conflit dans les relations économiques internationales.

Bien sûr, l'impact des fluctuations des changes diffère selon les pays. Les grands pays peuvent se permettre ce qu'on a appelé la « douce insouciance » (*benign neglect*), à savoir une indifférence calculée aux fluctuations du taux de change de leur monnaie. Comme ces dernières affectent les autres pays, cependant, elles ouvrent la voie à la possibilité préoccupante de voir cette « insouciance » devenir plutôt « rugueuse ». Dans certains cas, les États-Unis ont été tentés de pratiquer ce qu'on pourrait appeler la « diplomatie du change » pour promouvoir leurs intérêts économiques extérieurs. Par exemple, après les Accords du Louvre de 1987, les « Secrétares au Trésor américains ont continué à faire pression pour que leurs partenaires commerciaux relancent leurs économies et ont quelquefois menacé de laisser à nouveau le dollar se déprécier en guise d'alternative » (Frankel, 1992)⁽⁶⁾ ; et au début des années quatre-vingt-dix, l'évocation d'une baisse possible du dollar a pu occasionnellement servir de levier et de moyen de pression dans les relations bilatérales entre les États-Unis et le Japon pour que ce dernier mette en œuvre des réformes structurelles internes.

En tout état de cause, des désajustements prolongés des taux de change ont un coût substantiel pour les grands pays comme pour les plus petits. La surévaluation massive du dollar au milieu des années quatre-vingt, par

(6) Voir également Bismut et Jacquet (1999).

exemple – qui s’est produite dans un régime de flottement pratiquement libre – a entraîné trois conséquences majeures sur l’économie américaine (et sur le reste du monde). D’abord, le secteur des biens échangeables, et, avec lui, une grande partie de la production manufacturière et le gros de l’agriculture, n’est sorti de récession que plusieurs années après la reprise du reste de l’économie ; certains des coûts qui en ont résulté se sont avérés permanents, en particulier pour les travailleurs américains, car les entreprises américaines ont dû investir à l’étranger pour retrouver leur compétitivité. Deuxièmement, le contexte politique dans lequel s’élabore la politique commerciale américaine s’en est trouvé profondément modifié, et les États-Unis ont connu la plus forte vague de protectionnisme depuis les années trente ; l’Administration Reagan, soi-disant « libre échangiste », a mis en place des restrictions quantitatives à l’importation d’automobiles, de machines-outils et d’acier (principalement sous la forme d’ « accords volontaires de restrictions des exportations ») ; et des chefs de file du Congrès ont été jusqu’à dire que les « droits de douane Smoot-Hawley eux-mêmes seraient passés s’ils avaient été présentés à la Chambre en 1985 ». Troisièmement, malgré les efforts du G5 pour gérer le processus par les Accords du Plaza, le retournement inévitable du taux de change fut très près de provoquer « l’atterrissage brutal » de l’économie (*hard landing*) au début de 1987⁽⁷⁾ et a effectivement joué un rôle majeur dans le déclenchement du Lundi noir plus tard dans le courant de cette même année.

De même, la dépréciation trop importante du yen vers la fin des années quatre-vingt a directement contribué à la formation de la bulle spéculative puis à son explosion, portant ainsi une responsabilité dans la stagnation des années quatre-vingt-dix dont le Japon souffre encore, et le monde avec lui. Suite à la forte appréciation du yen en 1985-1987, le Japon a dû stimuler sa demande intérieure pour compenser la baisse brutale et souhaitée de ses excédents courants. Si le yen avait été soumis à une réelle contrainte de change, le Japon aurait dû utiliser sa politique budgétaire à cet effet. En l’absence de telles contraintes, le pays s’est totalement reposé sur l’expansion monétaire ; le résultat fut, d’une part, une nouvelle et forte dépréciation du yen, qui déclencha la formation de nouveaux excédents commerciaux substantiels et alimenta les tensions commerciales internationales au début des années quatre-vingt-dix, et, d’autre part, la naissance de « l’économie de bulle ». On voit à travers cet exemple comment l’incapacité à coordonner les politiques économiques pour éviter un déséquilibre majeur du change a joué un rôle important dans l’apparition de trois graves problèmes internationaux : en matière de croissance, l’impact global de la « décennie perdue » pour le Japon ; un nouveau conflit commercial avec les États-Unis et les autres partenaires commerciaux du Japon du fait de la résurgence de larges excédents ; et la crise financière asiatique, dans laquelle la chute brutale du yen (et la hausse du dollar) au cours des années 1995-1998 a certainement joué un rôle.

(7) Qu’avait prévu Stephen Marris (1985).

Agir sans attendre

La conjonction de la naissance de l'euro, nouvelle monnaie internationale susceptible d'entraîner d'importantes restructurations de portefeuille⁽⁸⁾, et de la nécessité de faire face à des ajustements considérables des paiements courants dans le monde entier (et aux échecs de politique économique au Japon) donne à penser que des fluctuations de taux de change de grande amplitude vont se produire à court ou moyen terme. Leur effet peut être dévastateur. Comme nous l'évoquons plus haut, le régime de changes flottants entre les États-Unis, l'Europe et le Japon est source presque constante de préoccupation, au moins à l'extérieur des États-Unis, parce que les taux de change en vigueur ne peuvent jamais satisfaire tout le monde : le problème « $n - 1$ » suggère que deux pays auront généralement des opinions divergentes sur le niveau souhaitable de leur taux de change. Le régime de flottement fait ressortir l'absence de coordination entre les politiques économiques, particulièrement marquée dans l'environnement actuel. De plus, l'émergence de la monnaie européenne amène à se demander si l'Europe ne va pas être tentée de s'inspirer de l'indifférence américaine vis-à-vis du dollar, et d'adopter sa propre politique de « douce insouciance » vis-à-vis de l'euro. Pour toutes ces raisons, l'évolution future des parités entre le yen, le dollar et l'euro nous promet des surprises et de grandes incertitudes. Dans le contexte actuel, ces incertitudes peuvent entraîner des coûts importants pour la croissance économique car elles incitent à l'attentisme et peuvent perturber les anticipations des entreprises.

De très grandes incertitudes pèsent par exemple sur l'évolution de la monnaie japonaise. Le yen doit-il, et va-t-il, monter ou baisser ? Son niveau actuel peut-il être tenu pour un « niveau d'équilibre » ? Il est fort probable que le comportement actuel de la monnaie japonaise ne fasse guère plus que refléter la confusion du débat et de l'action en matière de politique économique au Japon.

Il n'en demeure pas moins que l'évolution de la monnaie japonaise aura une influence marquée sur les perspectives de reprise dans le reste de l'Asie, tout affaiblissement du yen pouvant déclencher une nouvelle vague de dépréciations et déstabiliser la politique de non dévaluation menée aujourd'hui par la Chine. De plus, une baisse du yen aggraverait la tension politique entre les États-Unis et le Japon concernant l'augmentation des déficits commerciaux américains et des excédents japonais. À l'inverse, on ne voit pas très bien comment une hausse du yen pourrait bénéficier à l'économie japonaise à court terme ; et le reste de l'Asie souffrira d'autant plus longtemps que l'économie japonaise ne connaîtra pas de reprise économique.

(8) Pour une discussion de l'impact de l'euro sur les restructuration des portefeuilles des investisseurs, voir par exemple Bergsten (1997).

De toute évidence, la discussion internationale portant sur la parité de la monnaie japonaise ne comblera pas le désarroi de la politique macroéconomique du Japon. Il peut néanmoins fournir un mécanisme stabilisateur dans une région particulièrement vulnérable à toute résurgence de l'instabilité monétaire.

Quant au dollar, l'économie américaine va devoir gérer la nécessaire réduction d'un déficit courant qui continue de se creuser. Cela suggère que le dollar va connaître une dépréciation en termes effectifs réels. Ce mouvement peut se produire de façon graduelle et permettre ainsi un « atterrissage en douceur » ; mais le risque existe que la prise de conscience de la nécessité d'un tel ajustement, quand elle se cristallisera dans les anticipations, précipite le dollar dans un mouvement de chute libre et propulse l'euro vers le haut. Dans le contexte actuel d'une croissance mondiale encore hésitante et d'une économie mondiale qui ne reste à flot que par le dynamisme de l'économie américaine et de la demande intérieure européenne, les implications en seraient très préoccupantes. La réponse évidente et souhaitable serait une nouvelle baisse vigoureuse des taux d'intérêt en Europe, en dépit de leur niveau déjà faible. Malheureusement, cela irait à l'encontre, d'une part, de la quête, par la Banque centrale européenne nouvellement créée, d'une crédibilité à toute épreuve et, d'autre part, de la logique du double dilemme du prisonnier qui affecte la politique macroéconomique en Europe, où la réticence à relâcher davantage la politique monétaire est parfois interprétée comme traduisant la volonté de la part des autorités monétaires d'encourager la mise en œuvre de réformes structurelles et la poursuite de l'ajustement budgétaire⁽⁹⁾.

Le premier semestre de 1999 – les six premiers mois d'existence de la nouvelle monnaie européenne – semble, à première vue, avoir écarté ces craintes, l'euro s'étant de fait affaibli par rapport au dollar. Cette contradiction apparente peut se résoudre par les deux considérations suivantes : d'abord, les anticipations d'une appréciation de la devise européenne dès son introduction étaient très largement répandues en 1998 et ont donc déjà poussé le dollar à la baisse par rapport aux monnaies européennes, avant même la naissance de l'euro ; deuxièmement, la surprise est venue des États-Unis, où, jusqu'à présent, la croissance économique est restée étonnamment soutenue, malgré les anticipations d'un ralentissement inévitable. Cette surprise, jointe à la faiblesse de l'activité en Allemagne et en Italie, a conduit à une divergence entre les mouvements de taux d'intérêt aux États-Unis et en Europe. Pendant le premier semestre 1999, la Réserve fédérale a dû monter ses taux d'intérêt de 25 points de base, tandis que la BCE baissait les siens de 50 points. Cette situation, tant en ce qui concerne l'activité économique que la réaction des politiques monétaires, n'était pas prévue

(9) Sur ce double dilemme du prisonnier, voir par exemple Martin Wolf, « Worst of Both Worlds », *Financial Times*, 10 février 1999 et Dornbusch et Jacquet (1999).

au début de l'année, et a donc naturellement conduit à une hausse de la devise américaine. Cette conjonction d'événements n'est cependant, par nature, que temporaire et ne vient en rien contredire les forces à plus long terme que nous venons d'évoquer.

Au total, nous voulons insister ici sur le fait que la discussion internationale sur le niveau des taux de change actuels et futurs peut contribuer à ce que les décideurs accordent plus d'attention aux dangers de la situation présente et inciter ainsi à l'amélioration des politiques économiques. Nous considérons les fluctuations de taux de change observées et anticipées comme des indicateurs utiles de l'interaction des politiques économiques des différents pays et des problèmes de coordination qui peuvent se poser. Nous développons davantage ce thème dans notre discussion des différentes options opérationnelles dans la troisième partie.

Un petit guide de la réforme monétaire internationale

Les troisième et quatrième parties présenteront un certain nombre d'options susceptibles d'améliorer le fonctionnement du Système monétaire international, et montreront que les solutions réalistes et souhaitables peuvent varier selon les pays. Dans un premier temps, cette partie établit quelques principes de base qui sous-tendront notre analyse.

Le concept fondamental à tout raisonnement sur la réforme monétaire internationale est le « triangle d'incompatibilité » qui est maintenant bien connu⁽¹⁰⁾ : libre mobilité des capitaux, taux de change fixes (ou fixes mais ajustables) et autonomie de la politique monétaire nationale ne peuvent pas coexister. Supposons, par exemple, que la mobilité des capitaux soit parfaite ; dans ce cas, on ne peut pas longtemps conserver l'option d'utiliser la politique monétaire nationale à des fins de stabilisation tout en prétendant maintenir la stabilité du taux de change. En effet, les spéculateurs vendront la monnaie nationale s'ils craignent que l'engagement de défendre le taux de change soit en conflit avec les objectifs de stabilisation interne. L'expérience du de la livre Sterling en 1992 en est l'illustration. Ou encore, supposons que l'on tienne à maintenir les taux de change fixes. Dans un contexte de totale mobilité des capitaux, il faut subordonner de façon exclusive la politique monétaire nationale à la défense du taux de change et donc abandonner de façon crédible son utilisation à des fins de stabilisation. Enfin, supposons que l'on choisisse l'option de mener des politiques de stabilisation. Si l'on veut en même temps maintenir la stabilité des taux de change, il faut empêcher la spéculation, ce qui requiert certaines restrictions à la mobilité des capitaux.

(10) L'analyse initiale est due à Mundell (1968) qui fut le premier à l'évoquer. Pour un approfondissement, voir Aglietta (1997). Krugman (1998) présente une variante : le dilemme du « triangle éternel » entre ajustement, confiance et liquidité.

Cette incompatibilité est comprise depuis longtemps, au moins implicitement, puisque tous les systèmes monétaires que l'on a connus en ont tenu compte et la plupart se sont en fait effondrés – c'est-à-dire ont laissé la place à un degré substantiel de flottement – dès que l'incohérence a pu refaire surface. L'étalon or a bénéficié du fait que l'idée d'une politique monétaire active n'était pas encore apparue⁽¹¹⁾ et il s'est effondré en partie parce que cette idée s'est développée au cours des années vingt alors qu'il n'existait pas de coordination des politiques monétaires entre les grandes nations. Le système de Bretton Woods comportait des contrôles des capitaux. C'était aussi le cas du SME dans une première phase, avant qu'il devienne un système dans lequel, de fait, l'autonomie de la politique monétaire était abandonnée puisque les Banques centrales nationales alignaient leur politique monétaire sur celle de la Bundesbank. Cet abandon de fait de la souveraineté nationale était jugé crédible par les marchés, parce qu'il s'appuyait sur la perspective ultime de l'Union monétaire. Deux référendums – un « non » au Danemark et un « oui » bien tiède en France – ont détruit cette crédibilité, rétabli l'incompatibilité, et conduit à la crise du SME de septembre 1992.

Impasse cartésienne

Une approche vraiment « cartésienne » du triangle d'incompatibilité conduirait à la conclusion qu'au moins l'un des objectifs doit être abandonné, du moins en partie. Certains peuvent soutenir que le monde peut vivre avec le plus grand profit dans un contexte de flottement libre ; nous avons montré plus haut quels en sont les nombreux désavantages. Quant aux deux autres objectifs, l'abandon de la totale mobilité des mouvements de capitaux peut être jugée comme l'option la plus simple ; les bénéfices qu'elle apporte sont, à première vue, moins apparents que ceux tirés de la stabilité du taux de change ou de l'utilisation active de la politique monétaire à des fins de stabilisation de l'économie réelle. De plus, la négociation de limites à l'autonomie nationale de la politique monétaire serait une impasse politique dans les principaux pays (de ce point de vue, l'UEM apparaît comme un cas exceptionnel).

De fait, les crises du SME en 1992 et 1993 ont redonné vie à des propositions plus anciennes visant à « jeter du sable dans les rouages », parmi lesquelles la taxe Tobin⁽¹²⁾ ou la mise en place de dépôts non rémunérés pour les transactions sur devises étrangères⁽¹³⁾.

Les contrôles des capitaux constituaient l'un des piliers permettant aux accords de Bretton Woods de fonctionner et, plus tard, ils permirent aussi au SME, y compris à travers ses nombreux réalignements, de maintenir

(11) Voir la discussion dans Eichengreen (1996).

(12) Tobin (1978).

(13) Eichengreen, Tobin et Wyplosz (1995).

avec succès une certaine stabilité des taux de change. Dans les réflexions actuelles sur les contrôles des mouvements de capitaux, il convient cependant de faire la distinction entre les pays en développement, où les marchés financiers et le système financier sont peu développés, et les pays industrialisés où des marchés financiers modernes et des institutions financières dynamiques contribuent de façon essentielle au financement de l'économie.

Dans les pays industrialisés, contrôler les mouvements de capitaux soulève trois difficultés majeures. D'abord, l'évolution technologique rend ces mouvements extrêmement difficiles à contrôler véritablement, ce qui entraîne deux conséquences fondamentales : tout contrôle n'offrirait qu'une protection temporaire contre la spéculation ; et les coûts administratifs liés à la mise en œuvre de contrôles stricts pourraient être élevés. Deuxièmement, le développement des marchés des capitaux en Europe et aux États-Unis a été encouragé par la mobilité des capitaux et par une concurrence aiguë entre les producteurs de services financiers, conduisant à une plus grande efficacité de ces marchés et à une meilleure affectation des ressources. Restaurer des contrôles représenterait un recul important et serait source d'inefficacités et de comportements de « capture de rente ». Troisièmement, les contrôles produisent des distorsions de concurrence et pénalisent ceux qui doivent s'y plier. Dans les pays où les institutions financières sont devenues des acteurs clés, imposer des contrôles pourrait donc s'avérer très coûteux, à moins que cette imposition ne se produise à une échelle véritablement internationale. Il n'est donc pas envisageable qu'un pays, à lui seul, puisse choisir cette option.

Dans les pays émergents, cependant, la situation est différente. Le sous-développement des marchés financiers peut donner une certaine marge de manœuvre dans le traitement des flux de capitaux étrangers. Une nette distinction s'impose entre la convertibilité du compte de capital et l'ouverture à la concurrence des prestataires de services financiers étrangers. Cette dernière produit des bénéfices à ne pas sous-estimer : on peut en attendre une plus grande efficacité dans l'affectation des ressources, par le seul jeu de la concurrence qui pousse à l'innovation, et par le transfert de savoir-faire managérial, de technologies, de capacités de supervision et de réglementation⁽¹⁴⁾. Mais, l'ouverture à la concurrence étrangère, bien que liée à la libéralisation du compte de capital est, techniquement, une question bien distincte. Il est évident qu'une certaine liberté des mouvements de capitaux avec l'étranger – notamment les flux d'investissement direct, les flux de portefeuille à long terme et les revenus d'investissements –, est nécessaire pour permettre aux prestataires de service étrangers de pénétrer sur les marchés financiers nationaux. Il est toutefois possible de mener cette ouverture à bien tout en maintenant certaines restrictions sur les mouvements de capitaux, en particulier sur les capitaux à court terme.

(14) Dobson et Jacquet (1998) discutent les bénéfices de la libéralisation des services finan-

Une autre question qui se pose aux marchés émergents est de bien distinguer entre les contrôles sur les flux entrants d'une part et les flux sortants de l'autre. Le contrôle sur les flux sortants peut en fait diminuer la confiance et dissuader l'entrée ; c'est donc une mesure plus gênante. Le contrôle des sorties de capitaux comporte beaucoup d'inconvénients : d'une part, sur le moyen terme, il s'avère presque impossible d'éviter la fuite des capitaux en présence d'incitations fortes à la sortie de l'épargne intérieure. Ceci est particulièrement vrai dans les pays où l'administration est faible et parfois en partie corrompue ; d'autre part, « piéger » l'épargne intérieure supprime un élément de pression susceptible de pousser les autorités à mener des politiques économiques saines.

Bien que la libéralisation des contrôles sur les flux sortants paraisse un objectif à poursuivre, l'approche doit être très pragmatique et graduelle afin de limiter le risque de fuite des capitaux. C'est une politique qui requiert au moins crédibilité et stabilité macroéconomiques. Les entrées de capitaux posent des questions tout à fait différentes. Elles exposent le système financier national à un excès de liquidités en quête de débouchés et le système bancaire national au cumul de plusieurs types de risques : le risque de transformation traditionnel, à savoir la transformation des dépôts à court terme en actifs à long terme, non liquides ; le risque de change, car les banques reçoivent des dépôts en devises étrangères qu'elles transforment en prêts en monnaie nationale ; et le risque de crédit traditionnel qui dépend de la qualité du débiteur. Les entrées massives de capitaux augmentent considérablement le risque de change, qui rend le secteur bancaire extrêmement vulnérable à la dépréciation de la devise nationale, et le risque de crédit, car trop de capitaux se font concurrence pour trop peu d'investissements productifs.

La crise asiatique illustre très bien les risques précédents et les événements récents apportent une validation empirique à l'idée que le contrôle des entrées de capitaux peut être utile. L'*encaje* chilien, taxe implicite sur les entrées de capitaux⁽¹⁵⁾, semble avoir plutôt rendu service à ce pays en le rendant moins vulnérable aux retournements soudains qui ont tant pénalisé les pays asiatiques et d'autres pays d'Amérique latine. La libéralisation des entrées de capitaux requiert notamment un système financier national robuste, condition trop souvent ignorée par les marchés émergents qui se lancent dans cette libéralisation. Lorsque cette condition n'est pas remplie, les capitaux entrants non seulement rendent le pays extrêmement vulnérable au risque d'un retournement, mais aussi contribuent à une mauvaise affectation des ressources, car une intermédiation financière inefficace ne peut parvenir à les mobiliser de façon véritablement productive. Là encore, la débâcle asiatique illustre le danger qu'il y a à se lancer dans une libéralisation hâtive du compte de capital.

(15) La taxe à été *de facto* abolie en septembre 1998.

En conclusion, les contrôles sur les mouvements de capitaux n'apportent en rien une solution pratique pour les pays industrialisés. Toutefois, la mise en place de contrôles sur les entrées de capitaux peut permettre aux pays en développement de poursuivre un objectif de stabilité du taux de change tout en conservant une certaine autonomie de politique économique nationale. C'est une option utile, pourvu que le pays soit capable de mener une politique macroéconomique convenable. À cet égard, tous les pays ne ressemblent pas au Chili. Les contrôles, quelles que soient les modalités de leur mise en place, sont de peu d'utilité dans les pays où l'Administration est inefficace ou corrompue. Ils ne peuvent se substituer à une politique macroéconomique équilibrée⁽¹⁶⁾.

Nous pensons, de façon générale, que les contrôles sur les mouvements de capitaux ne peuvent jouer qu'un rôle limité au sein d'un Système monétaire international réformé. La tâche essentielle reste donc celle de trouver les meilleures méthodes de gestion de l'incompatibilité entre stabilité des taux de change et indépendance des politiques monétaires. On ne doit pas en conclure de façon hâtive qu'il n'existerait que deux systèmes de taux de change possibles : flottement total ou Union monétaire. Il existe des solutions « bancales », mais prometteuses, au problème du triangle d'incompatibilité. Bien que la voie à emprunter soit étroite, nous sommes convaincus que le monde, et plus particulièrement la triade, peut s'accommoder d'un système intermédiaire, où la gestion du flottement s'exerce avec l'intensité souhaitable. De plus, il est plus facile de coopérer à la mise en place d'un système hybride, de nature à cristalliser la coopération, que de négocier des choix institutionnels tranchés. Les « solutions bancales » n'ont pas l'élégance et la cohérence apparentes de ces derniers. Mais, dans un monde de compromis, elles offrent une voie qui mérite d'être explorée.

Vivent les solutions bancales !

Dans les deux parties qui suivent nous explorerons deux familles de « solutions bancales ». L'une se fonde sur la surveillance et l'envoi de signaux clairs aux intervenants sur les marchés (*signaling*), et nous soutenons que c'est là une option prometteuse pour les pays industrialisés. L'autre met le taux de change au cœur du dilemme de politique macroéconomique que rencontrent les pays émergents : l'indifférence à son égard est coûteuse, le fétichisme est irresponsable. Il y a place pour une politique monétaire visant à la stabilité des prix dans laquelle le taux de change joue le rôle d'un indicateur asymétrique : la politique monétaire ne devrait jamais choisir l'inflation de préférence à l'appréciation du taux de change, mais elle peut avoir à choisir le resserrement pour éviter une dépréciation qui apparaîtrait injustifiée. Bien évidemment, et dans tous les cas, les autorités peuvent

(16) Voir l'annexe de Sylvie Hel-Thelier dans ce volume pour une analyse générale de l'efficacité des politiques de contrôle des mouvements de capitaux dans les pays émergents.

aussi compter sur d'autres instruments pour atteindre leurs objectifs : les interventions stérilisées sur les marchés des changes ou la coordination des politiques budgétaires peuvent naturellement prétendre à ce rôle. Le potentiel des « solutions bancales » repose, cependant, sur le respect de deux principes essentiels :

Premièrement, quel que soit le régime de taux de change, tous les pays ont besoin d'une politique monétaire crédible, orientée vers le maintien d'un taux d'inflation faible et stable. Les Banques centrales ne devraient jamais compromettre la stabilité des prix au profit de celle des changes. Le prix d'une telle erreur est toujours élevé : une inflation excessive finit par provoquer l'abandon de l'objectif de change et cet abandon ne peut pas se faire en douceur dans un pays dont la crédibilité n'est bâtie que sur du sable, à savoir le seul ancrage nominal du taux de change. Le contexte institutionnel de la politique monétaire – indépendance de la Banque centrale, existence d'un objectif d'inflation – joue un rôle déterminant dans tout régime de taux de change. Nous reconnaissons cependant le besoin d'une transition appropriée pour les pays en développement qui connaissent une inflation relativement modérée à deux chiffres. Une désinflation graduelle est essentielle pour la crédibilité institutionnelle et peut être facilitée par un ancrage nominal prudent de la monnaie. C'est là une option qui présente des avantages et des risques comme nous le montrons dans la quatrième partie.

Deuxièmement, à moins qu'elles ne soient solidement verrouillées au sein d'une Union monétaire, les parités fixes présentent de nombreux dangers. D'une part, en temps normal, elles affaiblissent la surveillance exercée par les investisseurs sur les performances économiques des pays concernés, dans la mesure où les autorités essaient d'isoler le taux de change de l'évolution des « fondamentaux économiques ». D'autre part, s'il y a un taux de change, c'est probablement bien pour permettre un jour de le modifier : les taux de change fixes ouvrent la possibilité de paris à sens unique (*one-way bets*), dans lesquels les agents ont peu à perdre en engageant une attaque spéculative. Leur seul coût est lié au différentiel de taux d'intérêt entre la monnaie nationale et la devise à laquelle elle est arrimée, et par suite, les taux d'intérêt doivent souvent être relevés à des niveaux extrêmes pour que la spéculation devienne coûteuse. Des taux d'intérêt élevés peuvent avoir un impact négatif considérable sur l'économie et même une politique monétaire très stricte ne pourra juguler la spéculation si les acteurs du marché pensent que la situation est insoutenable. En cas d'attaque spéculative, il peut être très opportun d'accepter une dépréciation temporaire de la monnaie afin de restaurer un potentiel de hausse et réintroduire un élément de risque pour les spéculateurs. Nous reviendrons sur ce point important un peu plus tard. De façon générale, à l'exception de pays engagés de façon crédible dans un processus conduisant à une Union monétaire, ou à une « dollarisation » ou « euroisation » complète, une certaine flexibilité du taux de change semble nécessaire et souhaitable.

Dans notre discussion ci-dessous, une distinction très nette doit être faite entre les pays qui, grâce à la stabilité de leurs institutions, peuvent mener une politique monétaire fondamentalement indépendante et ceux qui ont besoin d'un ancrage nominal externe quel qu'il soit. Tous les grands pays industrialisés appartiennent à la première catégorie alors que la seconde comprend la grande majorité des pays en développement. Quelques grands pays émergents sont dans une zone grise qui appelle un traitement particulier.

Options pour les principaux pays industrialisés : surveillance, zones cibles flexibles ou zones cibles « dures » ?

Personne ne croit sérieusement que les Banques centrales des grands pays industrialisés, particulièrement au sein du G3 (États-Unis, zone euro et Japon), compromettraient ou devraient compromettre leur stabilité macro-économique de court terme en donnant la priorité à la stabilité de leur taux de change. Il faut cependant reconnaître qu'un désajustement très important du taux de change peut représenter une menace pour la stabilité de long terme de l'économie. Une question très importante pour ces pays est donc de savoir comment éviter des fluctuations de grande ampleur des taux de change tout en laissant la politique monétaire jouer son rôle de stabilisation de l'activité économique et de l'inflation.

Deux options, utilisées dans le passé, sont généralement envisagées. Des interventions stérilisées sur le marché des changes constituent la première. Elles se sont révélées très efficaces dans le passé quand elles furent correctement effectuées, notamment dans le cadre d'une action menée conjointement par plusieurs pays⁽¹⁷⁾. Dans un certain nombre de cas, des interventions stérilisées et coordonnées ont permis de stabiliser les taux de change⁽¹⁸⁾. Mais, en réaction à des marchés des changes instables, elles ne furent souvent réalisées que très tard, par manque d'une procédure systématique permettant d'en décider.

(17) Voir l'annexe A préparée par la Direction du Trésor. Voir aussi Dominguez (1990), Catta et al. (1994) et Dominguez et Frankel (1993). Le dernier article avance plusieurs preuves convaincantes de l'efficacité de la plupart des interventions coordonnées réalisées dans le passé. Il décrit aussi clairement plusieurs mécanismes par lesquels les interventions stérilisées peuvent jouer un rôle : effet de « *signaling* » sur des inflexions futures de politique monétaire, effet de portefeuille si les obligations nationales et étrangères constituent des substituts imparfaits du point de vue des investisseurs, dégonflement d'une bulle spéculative.

(18) Il faut cependant reconnaître que, depuis quinze ans, les interventions ne furent décidées que quand les gouvernements étaient arrivés à la conclusion que le marché ne prenait pas suffisamment en compte les « fondamentaux économiques » sous-jacents. Les interventions se seraient probablement révélées beaucoup moins efficaces si elles avaient été décidées de façon systématique sans une prise en compte suffisante des conditions prévalant sur le marché. De fait, le « rapport Jurgensen » (1993), préparé pour le sommet du G7 de Williamsburg en 1983, concluait que les effets d'interventions stérilisées étaient au mieux mineurs et transitoires. Mais les membres de ce groupe de travail étaient probablement à cette époque influencés par le résultat de certaines interventions mal conçues.

La seconde option, plus difficile à mettre en œuvre, consiste à coordonner sur un plan international les politiques budgétaires et monétaires, de sorte que l'articulation des politiques dans les différents pays soit compatible avec la stabilité des taux de change. Dans la réalité, les résultats concrets obtenus par la coordination des politiques économiques entre pays du G7 n'incitent guère à penser qu'il s'agisse là véritablement d'une approche permettant une réduction structurelle de la volatilité des taux de change. Bien qu'utile en théorie, la coordination des politiques économiques rencontre plusieurs obstacles pratiques : les contraintes politiques, liées à la difficulté de bien intégrer les conséquences internationales des politiques économiques menées, les désaccords sur les mécanismes de transmission des politiques économiques et leur impact final, les doutes quant aux respects des engagements pris (comment garantir que, de retour dans leur pays, les ministres des Finances vont pouvoir respecter les engagements pris en matière de politiques budgétaires, voire même essayer de les respecter, compte tenu du rôle joué par les parlements nationaux dans ce domaine ?)⁽¹⁹⁾.

De façon générale, l'approche actuelle souffre d'un défaut majeur du point de vue de la stabilité des parités. La coopération économique internationale réagit aux déséquilibres de grande ampleur sur le marché des changes plus qu'elle ne cherche à les anticiper. Dans ce rapport, nous défendons l'idée selon laquelle le G7 devrait se fixer comme priorité de mettre en place un mécanisme de « surveillance renforcée », fondé sur un processus beaucoup plus efficace de suivi des évolutions sur le marché des changes. Il ne peut pas y avoir de terrain d'entente pour des actions d'envergure si les pays appartenant au G7 sont incapables de partir d'une vue commune de ce qui se passe sur le marché des changes et de la façon dont celui-ci reflète les « fondamentaux économiques » sous-jacents.

Avant de présenter nos propositions pour un tel mécanisme de « surveillance renforcée », il est nécessaire de discuter quelques caractéristiques essentielles du mode de fonctionnement du marché des changes, et ceci pour deux raisons. D'une part, si le marché des changes était parfaitement efficient, un processus de suivi au sein du G7 perdrait l'essentiel de ses justifications. D'autre part, les ministres des finances et les gouverneurs des Banques centrales doivent pouvoir trouver un accord d'ensemble sur la nature des principaux « fondamentaux économiques » qu'il faut examiner pour juger du comportement des taux de change.

(19) Pour une revue de la littérature portant sur la coordination internationale des politiques économiques, voir parmi d'autres, Cooper (1985) et Horne et Masson (1988). Pour une histoire de la coordination dans les années quatre-vingt, voir Funabashi (1988) et Dobson (1991). Il y a cependant un débat sur l'importance des gains à attendre de la coordination, qui seraient plutôt limités d'après certaines études disponibles, voir Oudiz et Sachs (1984) et Bryant et *al.* (1988).

Taux de change d'équilibre et efficence du marché des changes

Au cours des vingt-cinq dernières années, le comportement des principales devises s'est révélé moins satisfaisant que ne l'espéraient les défenseurs des taux de change flottants. Il est tentant de voir dans la grande instabilité des taux de change laissés libres de flotter le signe indiscutable du dysfonctionnement du marché des changes, c'est-à-dire la preuve de son incapacité à refléter spontanément les « fondamentaux économiques ». La volatilité est cependant un phénomène normal sur les marchés financiers et ne constitue pas en soi un signe suffisant de dysfonctionnement. Une analyse plus approfondie du marché des changes est en fait nécessaire si l'on veut tirer des conclusions quant à son mode de fonctionnement.

Dans le moyen ou le long terme, l'économie réelle a le dernier mot : les taux de change ne peuvent diverger éternellement de ce que l'on appelle leur équilibre de long terme. De nombreux travaux existent sur ce sujet. L'approche dominante utilisée pour l'estimation des taux de change d'équilibre de long terme⁽²⁰⁾ consiste à d'abord définir le niveau soutenable de la balance commerciale, dans une perspective de moyen et long termes, puis ensuite de rechercher le niveau de compétitivité qui permet à la balance commerciale de se situer sur ce niveau d'équilibre.

La notion de balance commerciale soutenable dépend beaucoup de la nature de la contrainte de financement pesant sur l'économie. Pour un pays non contraint au niveau de son financement extérieur, le solde soutenable est déterminé par le niveau d'épargne nette (épargne domestique moins investissement domestique) que le pays génère quand il est sur un sentier de croissance équilibré (plein emploi et dette publique soutenable)⁽²¹⁾. En revanche, pour un pays contraint par les financements externes, le solde commercial ou courant d'équilibre devient déterminé par la disponibilité des fonds.

Une fois définie la cible soutenable de balance commerciale, le taux de change réel d'équilibre est estimé en s'appuyant sur les équations de commerce extérieur qui décrivent les relations unissant le commerce extérieur, la demande intérieure et la compétitivité externe. Il est intéressant de souligner que ce mode d'estimation peut conduire à des taux de change d'équilibre de long terme qui sont parfois sensiblement éloignés de ce qu'indiquent des indicateurs traditionnels de compétitivité comme les prix relatifs

(20) Voir FMI (1998), Williamson (1994) et Wren Lewis et Driver (1998).

(21) Il existe en comptabilité nationale une relation comptable centrale : l'épargne nette d'un pays est nécessairement égale au solde de ces transactions courantes. Cette relation résulte aussi de l'équilibre de la balance des paiements qui impose que le solde des transactions courantes soit égal aux sorties nettes de capitaux, c'est-à-dire les acquisitions nettes d'actifs étrangers ou encore l'épargne nationale nette.

(par exemple les parités de pouvoir d'achat – PPA – estimées par l'OCDE), les coûts salariaux relatifs ou la moyenne sur longue période des taux de change réels⁽²²⁾.

En ce qui concerne la parité euro-dollar, l'explication principale pour de telles différences réside dans la faiblesse des élasticités prix issues des travaux économétriques traditionnels portant sur le commerce extérieur. Une forte variation des prix relatifs est ainsi nécessaire pour obtenir une modification significative des volumes importés ou exportés. Cette faiblesse des élasticités prix est cependant un peu surprenante dans la mesure où la faiblesse des profits généralement réalisés à l'exportation suggère l'existence d'un haut niveau de compétition sur la plupart des marchés internationaux. Bien que la quantification des taux de change d'équilibre ait déjà fait des progrès importants et fourni de premiers éléments pour un suivi des évolutions sur le marché de changes, la brève discussion précédente suggère que la recherche économique appliquée sur les déterminants des échanges internationaux en volume doit être encore encouragée et développée.

Deux facteurs peuvent justifier des fluctuations « normales » des taux de change courants autour de leur niveau soutenable, c'est-à-dire de leur équilibre de long terme : les écarts de taux d'intérêt réels et de primes de risque.

Des taux d'intérêt réels plus élevés qu'à l'étranger, par exemple, doivent s'accompagner d'une appréciation du taux de change réel au-dessus de sa moyenne de long terme. En effet, une telle situation accroît le degré d'attraction des investissements réalisés dans les actifs financiers nationaux. Un tel écart peut conduire à une appréciation très significative, et tout à fait rationnelle, du taux de change réel⁽²³⁾. Par exemple, si les obligations nationales rapportent en termes réels 1 % de plus par an que celles des autres pays et ce pendant dix ans, le taux de change peut facilement être surévalué de 10 % (en termes réels) : sur la longue période, l'investisseur gagnera en intérêts ($10 \times 1 \%$) ce qu'il perdra vraisemblablement suite au retour de la devise sur son niveau d'équilibre (suppression progressive de la surévaluation de 10 %).

La relation naturelle entre taux de change et écarts de taux d'intérêt à long terme suppose la parfaite substituabilité des actifs de différents pays. Elle peut donc être affectée par l'existence de primes de risque. Celles-ci résultent soit de véritables barrières à la mobilité des capitaux, qui empêchent les actifs de différents pays d'être parfaitement substituables, soit de

(22) Voir les deux annexes (B et C) préparées par Didier Borowski et Cécile Couharde qui portent sur ces sujets. Par exemple, les estimations disponibles pour le taux de change d'équilibre de long terme de la parité euro-dollar se situent généralement entre 1,20 et 1,30 dollars par euro, alors que l'OCDE estime à 1,06 le taux de change qui égalise les niveaux de prix dans les deux régions (PPA pour 1998).

(23) Voir Dornbusch (1976) pour la première explication de ce phénomène rationnel de surajustement (« overshooting » dans la littérature théorique portant sur le marché des changes).

caractéristiques différentes en matière de risque. Par exemple, un pays souffrant d'une importante dette extérieure devra offrir à ses créanciers une rémunération plus élevée que celle dont ils disposent dans leurs propres pays. À taux d'intérêt donnés, les primes de risque doivent ainsi jouer un rôle central dans la détermination du niveau des taux de change. Quand la devise d'un pays souffre d'une prime de risque positive, les taux d'intérêt doivent progresser du montant de cette prime de risque ou le taux de change doit se déprécier de façon importante relativement à son niveau « normal » et atteindre un niveau suffisamment bas à partir duquel les investisseurs anticiperont une appréciation future qui les compensera pour le risque qu'ils prennent. Par exemple, s'ils ont besoin d'une rémunération annuelle supplémentaire de 1 % et que le taux de change retourne à son niveau d'équilibre de long terme en moyenne en dix ans, la devise devra être sous-évaluée d'environ 10 %. Le phénomène de surajustement rationnel des taux de change résulte ainsi des écarts entre taux d'intérêt corrigés par les primes de risque.

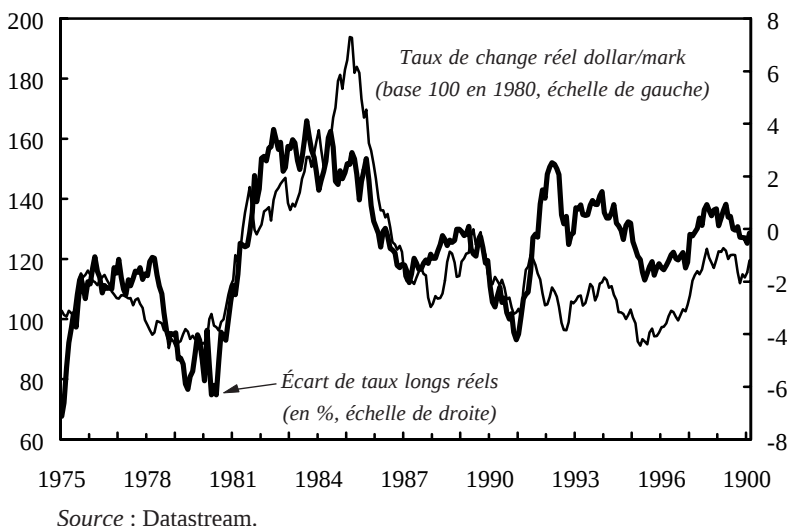
Ce cadre d'analyse assez simple explique assez bien l'évolution de nombreuses devises depuis vingt ans. Ceci peut apparaître comme une surprise, mais les plus grands mouvements des taux de change réels peuvent être expliqués par des écarts importants de taux d'intérêt réels. Par exemple, l'écart de taux d'intérêt réels entre les États-Unis et l'Allemagne est passé de - 6 à + 4 % entre le milieu de l'année 1979 et le début de 1982, ce qui, sur la base des analyses précédentes, justifie pleinement l'appréciation de 100 % du dollar sur cette période.

De fait, les mouvements les plus spectaculaires enregistrés par le dollar, au moins face au mark, renvoient très clairement aux différentes phases de la politique économique américaine : politique monétaire excessivement accommodante à la fin des années soixante-dix, suivie au début des années quatre-vingt du « policy mix » mis en place par le couple Volcker-Reagan, associant une politique monétaire extrêmement stricte et une exceptionnelle relance budgétaire à base de baisses d'impôts et d'augmentation des dépenses militaires. En conséquence, les taux d'intérêt réels progressèrent de façon spectaculaire et le dollar connut une brutale appréciation. La plupart des travaux empiriques révèlent ainsi une relation étroite entre les mouvements des taux de change réels et les écarts de taux d'intérêt réels pour certaines devises⁽²⁴⁾. Il est d'ailleurs très surprenant de constater que la plupart des professionnels sur le marché des changes ignorent cette relation quand ils établissent leurs prévisions économiques. Le graphique qui suit illustre cette étroite corrélation pour le taux de change réel dollar-mark⁽²⁵⁾.

(24) Voir en particulier Baxter (1994), Coe et Golub (1986), Davanne (1990) et Sachs (1985). Meese et Rogoff (1988) réfutent cette relation, mais leur papier utilise des taux d'intérêt réels fondés sur l'inflation des seuls trois derniers mois. Cela introduit une variabilité tout à fait excessive dans la série de taux d'intérêt réels.

(25) Des graphiques similaires ont été utilisés pour interpréter 25 ans de changes flottants par Blanchard (1997), Davanne (1990) et Dominguez et Frankel (1993).

Taux de change réel et écart de taux d'intérêt réels



Source : Datastream.

À partir de ce graphique, soulignons à nouveau que l'instabilité des taux de change trouve souvent son origine dans de claires erreurs de politique économique : augmentation de l'inflation et chute excessive des taux d'intérêt réels (les États-Unis à la fin des années soixante-dix ou la France au milieu de la même décennie), un « policy mix » déséquilibré et une forte progression des taux d'intérêt réels en réponse à une politique budgétaire beaucoup trop expansionniste (les États-Unis au début des années quatre-vingt ou l'Allemagne dans la phase initiale de sa réunification à la fin de la même décennie).

Il est cependant clair qu'une analyse économique rationnelle fondée sur les écarts de taux d'intérêt réels ne peut expliquer toutes les périodes d'instabilité. De fait, la hausse brutale du dollar face aux devises européennes à la fin de 1984 et au début de 1985 reste assez mystérieuse, comme d'ailleurs sa chute à la fin de 1987 ou sa faiblesse relative sur la période 1993-1996 (voir le graphique précédent)⁽²⁶⁾. La flambée du dollar de la fin de 1984 à février 1985 ressemble à une bulle spéculative⁽²⁷⁾.

En ce qui concerne les toutes dernières années, il semble difficile de bâtir une explication fondée uniquement sur l'évolution de la prime de risque sur les actifs américains : certes, la montée de l'endettement extérieur des États-Unis constitue un facteur d'affaiblissement tendanciel pour le dollar. Mais les accès de faiblesse des années 1993-1996 ont été suivis d'un rétablissement partiel depuis deux ans alors que la situation extérieure américaine continuait de se dégrader.

(26) Voir aussi la synthèse réalisée par le FMI (1998) sur les liens qui unissent le cycle économique, les taux d'intérêt et les taux de change. *World Economic Outlook*, mai, chapitre III : « The business Cycle, International Linkages and Exchange Rates ».

(27) Voir aussi les commentaires de Krugman (1989).

Ce graphique ne doit donc pas être interprété comme le signe que le marché des changes fonctionne, la plupart du temps, de façon rationnelle. Non seulement des excès à la hausse ou à la baisse ont parfois été observés, mais les Banques centrales ont eu très souvent à intervenir pour stopper certains mouvements de panique. La relative rationalité du marché illustrée ici n'est guère spontanée : elle doit beaucoup à la vigilance des grands pays industrialisés, 1985 : après l'accord du Plaza, la baisse du dollar est accélérée grâce aux interventions des Banques centrales, 1987 : il est stabilisé grâce aux interventions dans le cadre de l'accord du Louvre, 1994 : il est de nouveau stabilisé grâce aux interventions). Le rôle des Banques centrales a été encore plus important dans le cas de la parité dollar-yen, pour laquelle des désajustements majeurs n'ont pu être réduits qu'avec l'aide d'interventions massives sur le marché des changes (en particulier de 1995 à 1998). De fait, la plupart des observateurs attentifs du marché des changes constatent que celui-ci vit un peu sa propre vie, c'est-à-dire qu'il est capable d'enregistrer des mouvements violents sans véritable information économique. Sur les marchés, on parle alors de « correction technique », ce qui cache mal une certaine ignorance des facteurs à l'œuvre. C'est alors que les orientations données par les autorités peuvent se révéler particulièrement utiles pour éviter des fluctuations très larges et déconnectées de toute réalité économique. Les ministres des Finances et les gouverneurs des Banques centrales des pays du G7 ont potentiellement un rôle majeur à jouer.

Une proposition de « surveillance renforcée »

Le premier aspect d'une surveillance renforcée consiste pour les ministres des Finances et les gouverneurs des Banques centrales à analyser l'évolution des trois variables les plus fondamentales en matière de taux de change – l'équilibre de long terme des taux de change pour les principales devises, les écarts de taux d'intérêt réels à long terme et les primes de risque sur différentes devises – de façon à mieux interpréter les mouvements sur le marché des changes.

Plus précisément, par surveillance renforcée du marché des changes par le G7, nous défendons l'idée d'un processus en deux temps.

Évaluation, sur la base d'un rapport préparé par le FMI, des écarts séparant les principales devises d'estimations raisonnables portant sur leur équilibre de long terme

Le rapport du FMI présenterait non seulement les analyses du Fonds, mais discuterait également les autres estimations disponibles. De fait, il semblerait très utile que les services du Fonds maintiennent sur ce thème un dialogue régulier avec le monde universitaire comme avec les intervenants privés sur le marché des changes. Dans l'état actuel des connais-

sances, une estimation unique a peu de chances d'être jugée crédible et d'ancrer les anticipations. Nous suggérons au Fonds de maintenir à jour une base de données reprenant les taux de change d'équilibre de long terme tels qu'estimés par les principales institutions financières privées. Dans beaucoup de grandes banques internationales, les services d'études économiques et financières ne produisent pas de telles estimations et il est probable qu'un intérêt officiel pour de telles évaluations pourrait les inciter à faire un travail plus approfondi sur ce sujet décisif.

Discussion des positions dans le cycle économique et des écarts de taux d'intérêt pour évaluer si les éventuelles surévaluations ou sous évaluations de certaines devises peuvent être justifiées du point de vue des investisseurs

Dans ce domaine également, le FMI devrait fournir le support technique. Dans un marché des changes fonctionnant correctement, les pays dont l'activité économique est particulièrement faible devraient avoir des taux d'intérêt réels relativement bas et un taux de change plutôt faible. La cohérence entre taux d'intérêt réels à long terme et taux de change réels devrait être ainsi étroitement surveillée par le G7. Un tel exercice implique une prise en compte d'éventuelles primes de risque intégrées dans les écarts de taux d'intérêt : rappelons qu'un écart de taux d'intérêt réel à long terme de 1 % (sur des obligations ayant une maturité de dix ans) en faveur des pays étrangers et une prime de risque de 1 % pénalisant la devise du pays considéré justifient de façon tout à fait rationnelle une sous-évaluation potentielle allant jusqu'à 20 % de ce taux de change.

Une des difficultés d'un tel exercice réside dans l'estimation des primes de risque à prendre en compte. En ce qui concerne les pays du G7, et encore plus ceux du G3, les risques politiques et inflationnistes semblent très limités et les différences en matière de dette extérieure constituent probablement la principale source des primes de risque affectant différemment les grandes devises. Un pays avec une dette et des déficits extérieurs importants peut avoir à payer un supplément de rémunération pour, à taux de change donné, recevoir les capitaux étrangers dont il a besoin. Pour le moment, cependant, il est très difficile d'évaluer si un pays est déjà dans la situation où sa dette extérieure devient trop importante pour être facilement financée. Cette observation s'applique tout particulièrement aux États-Unis. Il y a très peu d'informations détaillées sur la facilité avec laquelle l'offre et la demande des différentes devises s'équilibre. En principe, il serait très utile d'avoir plus de renseignements sur les portefeuilles et les anticipations des investisseurs internationaux : dans le cas d'un pays endetté, le besoin d'une prime de risque ne fait aucun doute quand, sur la base d'anticipations de rendement élevées, les portefeuilles des investisseurs sont déjà très déformés en faveur de cette devise.

Malheureusement, pour la plupart des investisseurs, il paraît très difficile de rassembler plus d'informations sur la structure des portefeuilles⁽²⁸⁾. Il y a cependant une exception importante. Les grandes banques internationales ont toutes développé des systèmes internes de suivi des risques de marché. Elles sont donc capables de suivre leur exposition aux différents risques de change, notamment aux évolutions de la parité dollar-euro à partir du 1^{er} janvier 1999. L'information portant sur les principaux taux de change pourrait être collectée par les Banques centrales à un rythme mensuel ou trimestriel, agrégée par la Banque des règlements internationaux (BRI), puis diffusée. Un tel processus poserait de nombreuses questions, notamment celles de la confidentialité des données individuelles, mais il serait de nature à permettre un suivi beaucoup plus fin du marché des changes par les autorités monétaires et les investisseurs privés. Un processus équivalent existe déjà pour les crédits internationaux : la BRI et les superviseurs bancaires nationaux recueillent l'information portant sur les crédits accordés à des étrangers et publient les résultats agrégés sur une base trimestrielle. Une extension de ce processus à l'exposition des banques aux principaux taux de change semble envisageable.

Quelle que soit la méthodologie utilisée, les portefeuilles financiers devraient faire l'objet d'un meilleur suivi. La naissance de l'euro rend des progrès dans ce domaine encore plus indispensables, car il faudra surveiller le processus de diversification des portefeuilles et évaluer les risques d'un éventuel déséquilibre du marché des changes, c'est-à-dire la possibilité d'une offre excessive de dollars et d'un excès de demande pour l'euro (au niveau des taux de change considérés comme équilibrés dans une perspective de moyen et long terme). L'analyse des tendances de l'offre et de la demande sur le marché des changes devrait faire partie intégrale du processus de « surveillance renforcée » envisagé dans ce rapport.

Nous n'attendons pas d'un tel processus qu'il aboutisse à la publication de chiffres exacts. Mais il pourrait aider à forger un consensus entre les principaux responsables de la politique économique sur les évolutions en cours sur le marché des changes. En temps normal, l'attention se concentrerait sur les devises des pays du G7 (dollar, euro, yen, livre sterling, dollar canadien). Deux bénéfices très importants pourraient en résulter :

- Un tel processus pourrait avoir un impact très favorable sur les comportements des investisseurs privés. L'analyse économique fondamentale n'a pas la place qu'elle mérite sur le marché des changes. Les débats entre intervenants sur les marchés ne portent que rarement sur des notions fondamentales comme les équilibres de long terme, les primes de risque ou même

(28) Une façon indirecte consiste cependant à s'appuyer sur les enquêtes portant sur les anticipations des investisseurs pour évaluer la structure de leur portefeuille et les primes de risque, c'est-à-dire les rendements attendus relativement à la rémunération de placements monétaires sans risque. Davanne (1998) plaide ainsi pour le développement d'enquêtes plus régulières et plus fiables portant sur les anticipations des professionnels de marché.

les écarts de taux d'intérêt réels à long terme. En fait, il n'y a même pas de consensus portant sur la méthode de valorisation qu'il convient d'utiliser. Que ce soient pour les obligations ou les actions, les investisseurs sur les marchés et les économistes qui les conseillent ont une idée claire des modèles de valorisation à utiliser (basés sur les profits futurs, les mouvements de taux d'intérêt à court terme, les primes de risque...). Ce n'est pas le cas sur le marché des changes.

Cette situation très particulière est difficile à interpréter⁽²⁹⁾, mais une véritable « recherche de valeur » de la part des autorités publiques, fondée sur une méthodologie transparente, contribuerait à mieux focaliser l'attention du secteur privé sur les fondamentaux économiques jouant un rôle déterminant en matière de taux de change. D'un point de vue plus théorique, il y a, semble-t-il, un problème général de coordination sur les marchés financiers : il n'y a guère d'incitations à trouver le bon modèle et à étudier les véritables variables fondamentales si les autres intervenants ne s'en soucient guère. Pour agir avec succès, un investisseur à court terme doit anticiper les mouvements de ses collègues, plutôt que d'être le seul à se livrer à un travail de recherche approfondi⁽³⁰⁾. Une surveillance renforcée par le secteur public peut encourager un cercle vertueux dans lequel il devient intéressant de tenir compte des variables économiques fondamentales, et où les taux de change deviennent beaucoup mieux connectés aux évolutions économiques sous-jacentes. On peut ainsi espérer que se développe un dialogue plus approfondi au sein de la sphère privée et entre les secteurs publics et privés sur des sujets majeurs comme les taux de change d'équilibre de long terme, les perspectives d'inflation à long terme et leurs conséquences sur les taux d'intérêt réels à long terme ainsi que sur les primes de risque requises sur les différences devises. Cette dernière question n'est pas la moins importante.

- Le deuxième avantage d'un processus de « surveillance renforcée » serait de faciliter les interventions sur le marché des changes en cas de désajustement manifeste. Premièrement, il faciliterait l'apparition d'un consensus entre décideurs sur la nécessité même de telles interventions. Comme Dominguez et Frankel (1993) l'expliquent : « Si les responsables de la politique économique prennent l'habitude d'examiner de façon explicite comment les évolutions sur le marché des changes dépendent des fondamentaux macroéconomiques, ils seront en meilleure position, non seule-

(29) Il faut reconnaître que la littérature académique n'est pas très conclusive sur les modèles à utiliser. Meese et Rogoff (1983 et 1988) soutiennent que les taux de change n'obéissent pas à une logique économique stable et suivent ce que l'on appelle une marche aléatoire. Ces papiers ont encore une grande influence, bien qu'ils ne testaient pas correctement l'existence d'un lien étroit entre les taux d'intérêt réels à long terme et les taux de change (voir note 24).

(30) Cette observation était d'ailleurs à la base de la célèbre métaphore de Keynes (1936), qui comparait les marchés financiers à un concours de beauté conduit selon des règles très particulières.

ment pour interpréter l'information fournie par le marché des changes sur la perception qu'ont les investisseurs des orientations actuelles des politiques macroéconomiques, mais aussi pour reconnaître les situations où les taux de change s'éloignent des fondamentaux ». En d'autres termes, un processus de « surveillance renforcée » pourrait aider les gouvernements à identifier les situations où les interventions stérilisées offrent réellement un instrument supplémentaire de politique économique. Deuxièmement, les intervenants sur le marché des changes pourraient être plus facilement convaincus de jouer dans le sens des interventions si celles-ci s'appuient sur une analyse approfondie et convaincante des fondamentaux économiques. Comme il a déjà été suggéré, les interventions pourraient même devenir beaucoup moins nécessaires si le processus envisagé conduisait le secteur privé à adopter un comportement moins déstabilisant. De fait, avant même de véritables interventions, les communiqués officiels du G7 pourraient devenir de très puissants instruments de stabilisation si le marché sait qu'ils s'appuient sur une analyse économique et financière aussi approfondie.

Au-delà de la surveillance : les zones cibles « muettes » ou « flexibles »

Nous ne pensons pas que les propositions précédentes suffiront à faire progresser de façon miraculeuse la gestion des taux de change et la coordination internationale des politiques économiques. Elles peuvent influencer significativement le mode de formation des anticipations et le fonctionnement du marché des changes, mais leur contribution à une meilleure coordination des politiques économiques entre les grands pays du G7 pourrait rester assez limitée, au moins dans un premier temps. Il est cependant clair qu'un tel processus de « surveillance renforcée » constitue un préalable pour le nécessaire renforcement du processus de coordination internationale des politiques économiques. Après cette première étape, essentielle et réaliste de notre point de vue, il est possible d'envisager trois processus plus exigeants de gestion du change et de coordination des politiques économiques, classés selon leur faisabilité dans le contexte politique actuel.

Les trois systèmes envisagés ont deux points communs. D'une part, les gouvernements font plus que discuter le bon niveau des taux de change dans une perspective de long terme sur la base de l'expertise fournie par le FMI : partant de l'expérience acquise dans le processus de surveillance, ils se mettent d'accord sur une grille de « parités de référence ». D'autre part, ils définissent en commun les fluctuations autour de ces « parités de référence » qu'ils considèrent acceptables, c'est-à-dire qu'ils se mettent d'accord sur les niveaux de taux de change, 10 ou 15 % de part et d'autre des « parités de référence », où une réaction est jugée souhaitable pour éviter que la divergence ne s'accroisse. Les trois processus de coordination envisagés diffèrent cependant selon que l'accord est rendu public ou non et selon la force de l'engagement pris en matière de défense de la zone cible.

Partant du processus de « surveillance renforcée », la première possibilité réside dans la mise en place de « zones cibles muettes ». Dans un tel régime, les gouvernements ne rendent pas public leur accord portant sur les parités de référence et les bandes souhaitables de fluctuation. Relativement à une simple « surveillance renforcée », les gouvernements se mettent d'accord sur le principe d'une défense de la zone qu'ils ont définie, notamment à l'aide d'interventions, stérilisées ou non, alors qu'un tel accord de principe était absent des propositions précédentes. Cette option, assez proche de ce que semble avoir été l'accord du Louvre, combine bien la recherche de la stabilité des changes et le maintien d'une certaine flexibilité. Par son aspect « muet », l'accord de principe évite le « piège des taux de change fixe », c'est-à-dire une situation où un tel capital de crédibilité est investi qu'il devient très difficile d'adapter les cibles. Avec les « zones cibles muettes », les gouvernements définissent en commun leurs objectifs mais ne vont pas jusqu'à prendre des engagements publics, et beaucoup plus contraignants, en matière de coordination des politiques économiques et de défense de taux de change prédéfinis. Un tel système apparaît comme une suite naturelle d'un processus de « surveillance renforcée » dans la mesure où des discussions régulières et formalisées sur des taux de change d'équilibre accroîtraient sensiblement la possibilité, politique et technique, d'un accord sur des « parités de référence ». De même, l'expérience acquise dans la surveillance renforcée rendrait plus vraisemblable une réaction appropriée en cas d'écart jugé excessif aux parités jugées équilibrées. Soulignons à nouveau que la « surveillance renforcée » constitue une première étape incontournable, mais que si celle-ci est bien organisée, « les zones cibles muettes » peuvent venir s'imposer assez naturellement comme une amélioration du dispositif.

Les « zones cibles flexibles » peuvent constituer l'étape suivante dans le processus de coordination des politiques économiques. Dans un tel système, par souci de transparence et de façon à jouer sur la formation des anticipations, les gouvernements ne se limitent pas à un accord de principe sur les « parités de référence », mais rendent leurs choix publics. Ils indiquent aussi qu'ils entendent faire de leur mieux pour maintenir les taux de change entre devises du G7 dans une bande ayant une largeur raisonnable ($\pm 10\%$ ou $\pm 15\%$) autour de ces références. Mais il n'y a toujours pas d'engagements stricts : les taux de change peuvent quitter la zone cible ce qui contraindrait cependant les pays du G7 à expliquer pourquoi il en est ainsi de leur point de vue et ce qu'ils entendent faire pour ramener les devises sur des niveaux plus équilibrés dans un laps de temps raisonnable.

Un accord autour de « zones cible flexibles »⁽³¹⁾ signalerait de façon très visible que les pays du G7 croient dans les bénéfices de la coopération de façon à éviter des divergences excessives entre leurs économies et de très larges fluctuations des taux de change. De fait, un tel cadre doit être vu

(31) Williamson (1998) appelle « monitoring bands » un système dans lequel il n'y a pas d'obligation stricte à défendre les limites de la zone cible.

comme traduisant un engagement mutuel en faveur de la coordination des politiques économiques, assorti d'une option de sortie qui limite les conséquences en cas d'échec. Comme la proposition de « zones muettes », moins ambitieuse, un tel cadre laisse de la flexibilité en dépit de l'existence de cibles sur lesquels les gouvernements s'engagent. Mais un capital beaucoup plus important de crédibilité est maintenant mis en jeu et le régime est plus exigeant pour les gouvernements que le précédent. Rendre la cible publique nécessite également que le mécanisme permettant de l'adapter si nécessaire aux changements perçus dans les taux de change d'équilibre de long terme soit clairement spécifié de façon à éviter, d'un côté, le piège d'un excès de rigidité et, de l'autre, la perte de crédibilité liée à des ajustements trop fréquents et non justifiés de la cible.

Sous quelles conditions des « zones cibles flexibles » pourraient-elles se transformer en « bandes dures » ? Avec des bandes dures, les gouvernements s'engagent à conserver les taux de change strictement entre les marges qu'ils se sont fixés. La principale difficulté avec un tel mécanisme réside dans la nécessité de règles claires sur les moyens employés pour défendre la bande en cas de divergences des taux de change. Si celles-ci proviennent de différences bien réelles en matière de taux d'intérêt et de positions dans le cycle économique, les interventions sur le marché des changes échoueront probablement et des ajustements de politique économique seront probablement nécessaires. Comment le poids de cet ajustement, imposé par le système, doit-il être partagé ?

En général, dans de tels systèmes, la responsabilité de l'ajustement repose pour l'essentiel sur le pays à devise faible. C'était la règle non écrite (et peut-être même involontaire) qui s'était imposée au sein du SME. Celle-ci ne pose aucun problème quand la faiblesse de la devise trouve son origine dans une politique monétaire trop souple et reflète la crainte, exprimée par le marché, d'une accélération de l'inflation. Les expériences du passé montrent cependant combien il peut être difficile pour un pays de stabiliser sa devise en augmentant ses taux d'intérêt quand la faiblesse du taux de change ne trouve aucunement son origine dans les craintes inflationnistes mais résulte plutôt d'un ralentissement économique.

Des taux d'intérêt plus élevés peuvent facilement inquiéter un peu plus les investisseurs qui peuvent douter de la possibilité de continuer cette politique dans un contexte de faiblesse de l'activité économique. Dans de telles situations, la politique monétaire peut se révéler être un instrument très peu adapté : pas très efficace pour stabiliser la devise et en tout état de cause très pénalisant du point de vue de la croissance. De fait, dans de nombreux cas ce serait plutôt au pays à devise forte de s'adapter, et non pas à celui dont la devise est attaquée. C'est certainement le sentiment dominant en ce qui concerne l'appréciation du dollar au début des années quatre-vingt et du mark à la fin de la même décennie : à dix ans d'intervalle, les « policy mix » de ces deux pays, en associant politique budgétaire laxiste et taux d'intérêt élevés, déstabilisèrent le marché des changes.

Dans leurs « lignes directrices » pour la coordination internationale des politiques économiques publiées en 1987, Williamson et Miller soulignent ces difficultés et définissent des règles spécifiques pour partager le fardeau de l'ajustement en cas de désajustement des taux de change. Bien qu'ils aient mis en évidence certains principes clefs, appliquer de telles règles précises semble difficile à imaginer dans l'actuel contexte politique. Il n'y a pas aujourd'hui de soutien dans les grands pays industrialisés pour un système formel de coordination qui définirait des contraintes *ex ante* sur la conduite des politiques macroéconomiques en fonction des différents scénarios envisageables sur le marché des changes.

Tous les obstacles à la mise en place de « bandes dures » ne doivent pas empêcher d'envisager le processus de « surveillance renforcée » dans le cadre d'un mouvement souhaitable vers les « zones cibles muettes ». Le mode de gestion des taux de change flexibles constitue la question la plus urgente posée aujourd'hui par le fonctionnement du système monétaire international. Le dollar, l'euro et le yen vont continuer à flotter, mais les autorités continueront à intervenir de temps en temps. Nous pensons que les coûts et les échecs du processus actuel d'interventions épisodiques et *ad hoc* sont tout simplement trop élevés. L'association d'une « surveillance renforcée » et de « zones cibles muettes » pourrait conduire à améliorer de façon substantielle le fonctionnement du système, dans l'intérêt à la fois des pays du G7 et de l'économie mondiale dans son ensemble.

Options pour la politique de change des pays émergents

Dans les pays en développement, aucun régime de change ne l'emporte de façon indiscutable sur les autres du point de vue de la croissance et de la stabilité économique. Les expériences passées – avant la succession récente de crises – suggéraient cependant une relation forte entre les taux de change fixes et le contrôle de l'inflation sur un rythme modéré (FMI, 1997 et Ghosh et *al.*, 1995).

Accrocher sa monnaie à une devise étrangère impose certaines disciplines et améliore la confiance que lui portent les investisseurs. De nombreux pays en développement ont utilisé avec succès, au moins de façon transitoire, des taux de change fixes pour lutter contre l'inflation. Les crises récentes soulignent cependant les interrogations sur la viabilité des changes fixes et la nécessité d'améliorations significatives dans la conduite de telles politiques.

À des degrés divers, les pays émergents rencontrent des difficultés particulières pour choisir leur système de change et trouver le bon équilibre entre l'autonomie de leur politique monétaire et la stabilité des parités. Bien que les situations diffèrent beaucoup selon les pays, trois caractéristiques des pays émergents doivent être soulignées :

- La politique économique manque souvent de transparence et de crédibilité. Les incertitudes politiques jouent un rôle très négatif, notamment quand les institutions du pays, faibles et soumises aux pressions politiques, ne peuvent garantir le maintien dans la durée de politiques économiques cohérentes. En conséquence, les perspectives d'inflation sont entourées de beaucoup d'incertitudes. Dans un régime de pur flottement, le taux de change surréagira à ces incertitudes, alors que les autres régimes manqueront eux de crédibilité.

- Les taux de change d'équilibre de long terme peuvent être un peu plus difficiles à évaluer, du fait des incertitudes affectant plusieurs paramètres clefs comme la tendance des gains de productivité, très dépendants des politiques structurelles mises en place, et le niveau « soutenable » du déficit des transactions courantes, dont l'estimation nécessite de faire des hypothèses fragiles sur l'ampleur des financements extérieurs disponibles. Certes, des évaluations du taux de change d'équilibre existent⁽³²⁾, mais le marché des changes manque malgré tout d'une « ancre », c'est-à-dire d'un point de vue clair sur la position d'équilibre du change dans une perspective de moyen ou long terme.

- En supposant que le marché mondial des capitaux fonctionne correctement, les pays émergents devraient se situer en position de débiteurs : le manque de capital dans ces pays devrait se traduire par un rendement élevé des investissements de nature à attirer l'épargne en provenance des pays industrialisés. Dans la réalité, ce recyclage se fait difficilement et le coût du capital étranger dans les pays émergents apparaît très instable. Il dépend d'un ensemble complexe de facteurs, dont d'ailleurs la situation générale des pays émergents pris globalement, mais l'instabilité des changes en constitue l'un des principaux déterminants : l'investisseur qui « importe » de l'épargne étrangère prend un risque de change et la prime de risque qui en résulte dépend beaucoup de la volatilité des parités. Pour un pays endetté, un flottement incontrôlé ou un système de change fixe qui manque de crédibilité peut résulter en un coût du capital à la fois élevé et instable⁽³³⁾.

En conséquence, les pays émergents rencontrent encore plus de difficultés que les grands pays industrialisés pour définir leur régime de change. D'une part, il est tentant de défendre la nécessité d'une certaine flexibilité pour les pays décidant d'accrocher leur monnaie à une autre. D'autre part, on peut craindre une contradiction entre un accrochage flexible et un haut degré de mobilité des capitaux : l'accrochage de la monnaie semble constituer une invitation à la spéculation. Les spéculateurs savent que cet accrochage peut être remis en question. Beaucoup d'observateurs soutiennent

(32) Voir Williamson (1994).

(33) De façon générale, les modèles de valorisation supposent que les primes de risque dépendent du carré de la volatilité : un doublement de celle-ci peut provoquer un quadruplement de la prime de risque. Dans des situations de grande volatilité, cette dernière peut atteindre des niveaux extrêmes.

ainsi que les taux de change fixes présentent de grands risques à moins qu'ils ne soient tellement rigides et crédibles qu'ils dissuadent les spéculateurs de s'y attaquer. C'est pourquoi les débats entre économistes se concentrent trop souvent sur deux options, et deux options seulement : soit un flottement libre, éventuellement géré à la marge pour éviter une volatilité excessive, soit une « caisse d'émission », *currency board*, dont on attend qu'il renforce la crédibilité du change fixe. Ces deux options sont discutées rapidement dans ce qui suit. Nous pensons cependant qu'elles donnent une image beaucoup trop limitée des choix possibles. Comme nous l'avons déjà souligné, les solutions intermédiaires n'ont jamais la simplicité rassurante des régimes extrêmes. Mais elles peuvent être conçues de façon à fournir le niveau nécessaire de flexibilité, tout en limitant les coûts d'une flexibilité excessive. Nous expliquerons ainsi comment un système de « parités de référence ajustables » pourrait fonctionner.

Le flottement : un système difficile à gérer

De nombreux économistes ont défendu à la lumière des crises récentes que le flottement constituait la seule option raisonnable. Nous ne sommes pas convaincus. Le flottement procure de la flexibilité, mais peut se révéler très contraignant en ce qui concerne les politiques économiques suivies. Pour les petites économies ouvertes sur l'extérieur de nombreux pays émergents, le taux de change est un prix beaucoup trop important pour dépendre totalement de marchés financiers internationaux instables et des changements d'humeur des investisseurs internationaux. Les changes fixes ajustables tels que pratiqués dans le passé ne constituent peut-être pas une solution soutenable, mais, de façon symétrique, il ne faut pas sous-estimer la difficulté que rencontre la conduite de la politique économique dans une situation de changes flottants.

Deux questions méritent d'être soulignées. D'une part, le flottement du change laisse les pays en développement en face de signaux de prix très imprécis, ce qui a toutes les chances d'être défavorable à l'investissement et à leur développement. Pour des petites économies ouvertes qui dépendent beaucoup des échanges extérieurs et de l'épargne étrangère, des taux de change parfaitement flexibles ne semblent pas constituer une option très attractive. Des taux de change flexibles peuvent soumettre les pays émergents, même les plus grands d'entre eux, à des fluctuations très importantes de leur taux de change réel et peuvent présenter des coûts importants, même pour des économies bien gérées. D'autre part, le taux de change peut constituer un guide utile pour la conduite de la politique monétaire dans des pays où celle-ci est sous-développée et a été trop souvent dans le passé mobilisée pour financer les déficits publics et alimenter l'inflation, voire l'hyperinflation. Il apparaît ainsi difficile de recommander avec assurance le flottement du taux de change pour les pays en développement à la recherche de politiques économiques stables. Le flottement apparaît plus comme un luxe à la disposition des grands pays développés ayant atteint la maturité dans la conduite de leur politique économique.

Comment gérer un flottement pour éviter des fluctuations très importantes des taux de change ? Il s'agit d'une question centrale et un flottement réussi repose probablement sur deux conditions. D'une part, la politique monétaire doit être jugée crédible : l'absence d'ancre externe rend encore plus indispensable l'existence d'une ancre interne. Un banquier central indépendant constitue une première réponse. Un banquier central indépendant doté d'une cible d'inflation semble faire encore mieux l'affaire, dans la mesure où cette cible d'inflation permet de mieux juger de la politique suivie et accroît la possibilité d'un contrôle sur les performances de la Banque centrale. L'indépendance des Banques centrales et le recours aux cibles d'inflation constituent des tendances assez récentes dans les pays industrialisés et peuvent d'ailleurs être interprétés comme des réponses à l'accroissement de la mobilité internationale des capitaux. Cette option exige cependant des institutions efficaces et n'apparaît envisageable que pour les plus développés des pays émergents⁽³⁴⁾. D'autre part, il est important de surveiller le marché des changes, comme nous l'avons déjà souligné à propos des politiques suivies par le G7. Les autorités nationales – et les marchés – doivent s'interroger de façon sérieuse sur le bon niveau du taux de change dans une perspective de long terme et évaluer de façon permanente dans quelle mesure la situation sur le marché des changes peut s'expliquer par la prise en compte de positions différentes dans le cycle économique. Compte tenu de toutes les difficultés d'un tel exercice, il ne semble, là aussi, à la portée que des seuls pays émergents les plus avancés. Il est cependant possible d'espérer que la mise en place avec succès d'un processus de « surveillance renforcée » entre pays du G7 aiderait également les pays émergents, de façon directe en réduisant la volatilité entre les principales devises mondiales mais aussi de façon plus indirecte si elle conduit au développement chez les investisseurs privés de méthodes de valorisation plus soucieuses des fondamentaux économiques. De plus, les pays émergents bénéficieraient certainement de l'expérience acquise par les praticiens du G7 dans la conduite de ce processus de « surveillance renforcée ». Nous recommandons d'ailleurs fortement que les pays émergents les plus avancés qui décident d'adopter l'option exigeante d'un flottement géré de leur taux de change soient invités de façon périodique à rencontrer les représentants du G7 pour des consultations portant sur les modalités de la surveillance et de l'assistance mutuelle. Les marchés réagiraient sans doute de façon favorable à une telle collaboration qu'ils pourraient même interpréter comme un soutien stabilisateur, bien qu'implicite.

Notre conclusion est ainsi qu'un flottement géré des taux de change ne s'impose pas comme une solution ayant un caractère universel. Bien qu'un tel régime ne doive pas être exclu, il constitue un cadre exigeant et ne permet certainement pas un relâchement des contraintes portant sur la politique économique.

(34) Voir Masson et *al.* (1997).

« Caisses d'émission » : une solution transitoire ?

L'expérience de l'Argentine illustre le fait que des « caisses d'émission » (*currency board*) peuvent contribuer à rétablir la stabilité de pays dont la devise a perdu toute crédibilité. Ils peuvent constituer une réponse très efficace aux périodes d'hyperinflation. Pourtant, dans une perspective de moyen terme, une caisse d'émission a les mêmes inconvénients que les autres systèmes de change très rigides. Si les observateurs commencent à s'interroger sur la volonté des autorités de conserver ce système, les taux d'intérêt doivent monter et ceci peut de fait ébranler le soutien dont le système bénéficiait initialement. Le risque d'un cercle vicieux ne doit pas être sous-estimé. Il est difficile de croire que les pays ayant mis en place une caisse d'émission ne se retrouveront jamais dans une situation où il devient si coûteux de maintenir la parité inchangée que les investisseurs testent de façon agressive la force de cet engagement. Hong Kong, comme l'Argentine, ont déjà par le passé subi des coûts importants. De façon intéressante, la réponse des autorités argentines a consisté jusqu'à présent à assouplir quelque peu les règles de la caisse d'émission – ce qui peut pousser à s'interroger sur son avenir – tout en lançant l'idée d'une « dollarisation » totale, de façon à afficher leur détermination et à renforcer leur crédibilité. Il s'agit là pour les autorités d'un jeu bien subtil qui peut rencontrer de nombreux obstacles.

En conséquence, il est difficile de considérer que les caisses d'émission puissent constituer une solution universelle. Ce qui peut fonctionner en Argentine peut échouer ailleurs. De plus, l'idée de caisse d'émission n'est pas sans contradictions. Dès que la crédibilité des autorités monétaires a été rétablie, les entrées de capitaux tendent à pousser la devise à la hausse et il peut sembler opportun d'introduire plus de flexibilité. Le succès même d'une caisse d'émission peut menacer sa crédibilité. Par ailleurs, il ne peut y avoir de crédibilité durable d'une caisse d'émission si le pays qui l'adopte ne parvient pas à renforcer ses institutions, notamment en s'appuyant sur une Banque centrale indépendante et un secteur bancaire bien supervisé et fonctionnant de façon efficace. Mais le renforcement des institutions rend possible en retour un changement de système de change. Ainsi, une caisse d'émission peut apparaître comme un bon système transitoire permettant d'accroître les chances de succès du passage ultérieur à un flottement géré du taux de change.

De fait, les caisses d'émission trouvent plus de justifications comme régimes temporaires que comme systèmes permanents⁽³⁵⁾. Il y a notamment une région du monde très particulière où ils peuvent constituer de bons systèmes de ce point de vue : beaucoup de pays d'Europe centrale souhaitant rejoindre la zone euro peuvent envisager une caisse d'émission assise sur la devise européenne comme la clef permettant une adhésion *de facto* dans l'Union économique et monétaire.

(35) Williamson (1995) soutient cependant l'idée selon laquelle les caisses d'émission peuvent constituer de bons régimes permanents pour des petites économies très ouvertes comme Hong Kong.

Les mérites d'un système de « parités de référence ajustables »

De nombreuses Banques centrales sont à la recherche d'une façon souple de stabiliser les taux de change sur des niveaux prédéfinis compatibles avec un développement économique équilibré sur la moyenne et longue période. Le régime des « parités de référence ajustables » que nous allons maintenant décrire vise cet objectif tout en introduisant trois inflexions majeures aux politiques de changes fixes qui ont conduit aux crises récentes. La parité de référence doit être redéfinie de façon régulière, les pressions à la hausse dans les périodes de forte conjoncture doivent être mieux gérées, la réponse face aux pressions à la baisse doit être beaucoup plus progressive.

Maintien d'ajustements réguliers de la parité de référence

L'expérience acquise notamment avec le peso mexicain en 1994 et depuis deux ans avec la Thaïlande et le Brésil suggère que le refus d'ajuster une parité à temps peut se révéler très coûteux et affaiblir fortement la confiance des marchés. Comme il est souvent dit, « trop de rigidité tue la rigidité ». La crédibilité et la confiance sont condamnées à disparaître tôt ou tard quand les autorités laissent un taux de change réel s'apprécier progressivement au point de devenir surévalué ; les contraintes liées à la défense de la parité deviennent de plus en plus coûteuses et, à terme, l'ajustement se produit de façon particulièrement brutale. La crédibilité d'un taux de change fixe ne dépend pas uniquement des engagements pris par les autorités, mais elle repose également sur une progression suffisante des gains de productivité, de façon à éviter la surévaluation de la devise. Une seconde leçon porte sur la notion même de change fixe. « L'ancre » choisie doit être discutée avec soin. Plutôt que de fixer leur devise à une monnaie étrangère spécifique, les pays doivent plutôt prendre un panier approprié de monnaies comme ancre ; plus fondamentalement, plutôt que de fixer le taux de change lui-même, il s'agit en fait de « fixer une méthode » permettant d'ajuster de façon régulière le taux de change en ligne avec l'évolution des fondamentaux économiques.

Plus précisément, une parité de référence doit impérativement être définie par rapport à un panier de monnaies tenant compte de la structure des échanges extérieurs. Celui-ci doit au minimum être composé du dollar, de l'euro et du yen⁽³⁶⁾. Un des facteurs déclenchants de la crise asiatique fut la forte perte de compétitivité des pays ayant indexé leurs devises de façon excessive sur le dollar, quand celui-ci a fortement progressé face au yen en 1996 et 1997. Cette parité de référence doit aussi être ajustée de façon glissante (« crawling peg ») et le rythme de la dépréciation – ou de l'appré-

(36) On peut de plus imaginer que le FMI construise des indices représentatifs des devises des pays émergents qui pourraient être pris en compte dans les paniers de référence, au côté du dollar, de l'euro et du yen.

ciation – devrait être connu à l’avance. L’objectif de cet ajustement serait de garantir le maintien de la parité de référence sur des niveaux soutenables à moyen et long termes⁽³⁷⁾. Le rythme de l’ajustement devrait être une des questions centrales discutées avec le FMI à l’occasion de l’examen annuel du pays considéré au titre de l’article IV des statuts du Fonds. Nous reviendrons un peu plus tard sur la question générale du rôle du FMI en matière de politiques de change.

Vigilance face aux risques d’inflation en période de forte activité économique

La capacité à durcir les conditions monétaires dans une situation de surchauffe peut être sévèrement limitée si la priorité est donnée de façon trop rigide à la stabilisation des changes. Une tendance à l’augmentation des taux d’intérêt peut entraîner de fortes entrées de capitaux qui limiteront en fait fortement la possibilité de hausse des taux d’intérêt, sauf à entreprendre des interventions stérilisées massives sur le marché des changes. Dans un tel cas de figure, il peut apparaître souhaitable d’autoriser une appréciation de la devise au-dessus de sa parité de référence. En cas d’activité économique trop soutenue, la poursuite d’une politique de stabilité des changes ne doit pas limiter l’aptitude des autorités à fixer les taux d’intérêt de manière à contrôler l’inflation. Ceci dit, la réponse optimale face aux tendances à l’appréciation de la devise dépend de façon déterminante du contexte économique.

Par exemple, si la forte activité économique repose sur une consommation des ménages anormalement forte – situation mexicaine au début des années quatre-vingt-dix – la meilleure réponse est à l’évidence un durcissement de la politique budgétaire qui permet d’éviter une hausse des taux d’intérêt et une appréciation du change. Cette dernière pénaliserait le secteur exportateur qui n’est pas la source des difficultés et contribuerait à un élargissement du déficit extérieur.

Dans de nombreux cas, cependant, la politique budgétaire ne peut pas être utilisée pour s’attaquer à la source des déséquilibres, et une augmentation des taux d’intérêt associée à une appréciation du change apparaissent comme un moindre mal comparés à une accélération de l’inflation. Dans une telle situation, un freinage ciblé des entrées de capitaux, fondé sur des mécanismes comme la fameuse « taxe chilienne », peut cependant apporter une aide utile.

(37) Il faut souligner qu’une telle politique d’ajustement glissant ne permet pas d’élargir les marges de manœuvre de la politique monétaire. Planifier une dépréciation du change ne peut pas être une réponse efficace face à un ralentissement conjoncturel. L’effet favorable sur la compétitivité n’interviendra qu’avec retard alors que dans un premier temps les taux d’intérêt doivent progresser pour convaincre les investisseurs de conserver la devise concernée en dépit de sa tendance à se déprécier. Au total, dans un premier temps, les conditions monétaires sont plutôt durcies. Le secteur exportateur peut cependant réagir favorablement en anticipant l’impact favorable de la dépréciation à venir.

Mécanisme crédible, transparent et progressif de réponse face aux pressions à la baisse de la devise

Les crises de change des années quatre-vingt-dix, au sein du SME comme celles ayant touché les pays émergents, ont clairement illustré l'échec des politiques rigides et automatiques de lutte contre la spéculation caractérisées par l'engagement total des réserves de change et le relèvement massif des taux d'intérêt au risque de créer une récession. À l'évidence, ces politiques ne sont pas efficaces pour rétablir la confiance en la monnaie, car les spéculateurs doutent qu'elles réussissent.

Elles font même peser le risque d'un véritable désastre en cas d'échec (plus de réserves de change, perte de toute crédibilité monétaire, voire politique). Il est très difficile d'éviter ainsi un ajustement du taux de change en réponse à une attaque spéculative.

Ce mode inadéquat de défense des parités fixes n'est cependant pas la seule option envisageable pour préserver la stabilité des taux de change. La politique de change française sur la période allant de l'été 1993 au printemps 1995 constitue un intéressant exemple de « politique de l'élastique ». Après l'élargissement, le 2 août 1993, des marges de fluctuation des devises appartenant au mécanisme de change du SME, le Gouvernement français a décidé, contrairement aux attentes du marché, de ne pas utiliser la possibilité retrouvée de mener une politique monétaire indépendante orientée de façon prioritaire en faveur de la croissance. De façon indirecte, par une succession de messages codés, les autorités monétaires ont fait savoir aux marchés que les taux d'intérêt français seraient maintenus significativement au-dessus des taux d'intérêt allemands tant que la parité franc-mark ne serait pas revenue au voisinage du taux pivot au sein du SME. La politique de taux d'intérêt est ainsi restée alignée sur celle de l'Allemagne, avec le maintien d'une prime de risque stable et raisonnable destinée à encourager les achats de francs. Cette « politique de l'élastique », interrompue à partir du printemps 1995, fut un remarquable succès du point de vue du change puisqu'elle a permis de ramener le franc au voisinage de son cours pivot au sein du SME dès la fin de 1993⁽³⁸⁾. Cette politique a atteint ses objectifs parce qu'il s'agissait d'une crise dite de « deuxième génération » : le marché ne mettait pas en cause la soutenabilité de moyen et long termes de la parité entre le franc et le mark, mais il s'interrogeait sur la volonté des autorités françaises de continuer à en supporter les coûts à court terme. L'orientation de la politique monétaire après l'ouverture des marges de fluctuation a permis de répondre aux interrogations du marché qui en a en quelque sorte pris acte en ramenant le franc à proximité de son cours pivot. Les remarquables succès enregistrés par les Banques centrales européennes en matière de

(38) Ce qui n'a pas fait disparaître toutes les interrogations sur la priorité accordée au change dans un contexte initial – celui de l'été 1993 – marqué par une croissance hésitante et un chômage en hausse.

gestion des taux de change à partir de 1993 ont été soulignés par Bartolini et Prati (1998). Leur analyse « met en évidence l'utilité de cette approche pour d'autres pays qui contrôlent leur taux de change ».

Dans le cas français, il y avait à l'évidence de nombreuses raisons spécifiques ayant contribué au succès de la « politique de l'élastique ». Les fondamentaux économiques étaient beaucoup plus solides que dans les pays émergents et la perspective de l'Union économique et monétaire renforçait de façon substantielle la crédibilité de l'engagement français en faveur de changes stables. En dépit de ces différences, il est cependant possible de tirer de cette expérience plusieurs leçons très générales sur la façon de préserver la stabilité des taux de change quand celle-ci se trouve sous le feu des marchés.

Pour commencer, face à des tensions à la baisse sur le change, la première question que les autorités doivent se poser est celle de la soutenabilité de la parité ainsi attaquée. Si celle-ci a été correctement gérée dans le passé, c'est-à-dire basée sur un panier de devises assez large et ajusté de façon régulière, elle n'a en principe pas de raison d'être remise en cause. S'il apparaît cependant un problème réel de soutenabilité, la réaction logique consiste à effectuer un réajustement⁽³⁹⁾. Il est important de souligner que les réajustements ne doivent pas être exclus par principe, car c'est la possibilité même de réajustements qui incite les marchés à ausculter la position économique fondamentale du pays concerné et la compatibilité du taux de change courant avec le maintien d'une croissance économique équilibrée dans le moyen et le long termes.

Ensuite, en réaction à d'éventuelles attaques, la défense du taux de change jugé soutenable doit reposer sur un mécanisme progressif. La « politique de l'élastique » consiste à faire preuve de flexibilité dans la défense de la parité de référence elle-même (pas de hausse des taux d'intérêt à des niveaux insoutenables, protection des réserves de change), en s'inspirant du mécanisme « à la française » dès que le change de référence est nettement enfoncé⁽⁴⁰⁾ : les taux d'intérêt sont alors indexés de façon transparente sur les taux étrangers, après prise en compte d'une prime de risque significative définie en tenant compte des caractéristiques du pays concerné. Cette prime de risque est maintenue ou augmentée tant que la devise n'a pas rejoint sa parité de référence. Si nécessaire, cette défense est soutenue par des interventions sur le marché des changes.

À certains égards, l'approche qui vient juste d'être décrite apparaît comme un approfondissement du système des zones cibles pour pays émergents tel que discuté par Williamson (1998). La principale insuffisance des

(39) Certains chocs structurels peuvent être de nature à justifier un tel réajustement, c'est par exemple le cas d'une baisse jugée durable du prix des matières premières dans un pays producteur.

(40) Par exemple, si la devise s'écarte de plus de 2 % de sa parité de référence.

traditionnelles « bandes glissantes » ou « *crawling bands* » provient cependant de l'absence de règles claires pour la conduite de la politique monétaire quand le taux de change se situe dans sa bande de fluctuation. Pour certains, la politique monétaire peut se concentrer sur la stabilisation interne de l'économie tant que la devise n'a pas atteint ses cours limites. Cette approche pose de nombreux problèmes. Les marges de manœuvre dont bénéficie la politique monétaire ne doivent pas être surestimées, sauf si la marge de fluctuation est très large, ce qui conduit presque à parler d'un régime de change flottant. Si les autorités monétaires de pays émergents souhaitent utiliser la totalité des marges de fluctuation, sans défendre la parité centrale, les intervenants sur le marché des changes réagiront probablement en avance et les taux de change pourraient manifester une grande instabilité, rejoignant en fonction de la conjoncture le plafond ou le plancher de la zone cible avant même que les autorités aient pu bouger les taux d'intérêt. De fait, la plupart des pays émergents utilisant un système de bandes glissantes essaient de stabiliser leur devise au voisinage du taux central, et les réflexions précédentes visent à préciser la meilleure façon de le faire de façon à la fois crédible et flexible.

Le FMI et la politique de change des pays émergents

Contribuer au bon fonctionnement du Système monétaire international constitue une des principales responsabilités du FMI depuis sa création. Avant toute chose, le Fonds devrait être un pôle central d'expertise en ce qui concerne la soutenabilité des taux de change. Comme il a déjà été souligné, cela exige un dialogue beaucoup plus systématique avec les milieux académiques et le secteur privé. Cette expertise du FMI a vocation à être mobilisée dans le contexte du processus de « surveillance renforcée » envisagé pour les pays du G7. Elle doit aussi servir de base aux examens annuels des différents pays au titre de l'article IV des statuts du Fonds.

Il faut souligner avec force à ce stade qu'il ne peut y avoir de dialogue ouvert et honnête sur ces sujets, que ce soit entre les gouvernements et le FMI ou entre la sphère publique prise au sens large et la sphère privée, sans l'introduction de plus de flexibilité dans les systèmes de change. Flexibilité et dialogue sont indissociables. Avec des taux de change rigides, les gouvernements ne peuvent s'offrir le luxe de doutes concernant leur engagement à défendre les taux de change courants et il n'est pas aisé pour le FMI de discuter la soutenabilité de ceux-ci. Les crises récentes ont illustré combien ce piège pouvait se révéler coûteux.

La gestion des crises pose des questions de nature totalement différente (dans quelle mesure un prêteur en dernier ressort international est-il nécessaire ? comment réduire les risques « d'aléas de moralité » ? etc.). Bien que ces questions ne constituent pas le sujet de ce rapport, trois observations majeures, très liées aux discussions précédentes, peuvent être faites.

Premièrement, en temps de crise, le FMI devrait se fixer comme principe d'action de ne pas aider un pays à défendre un taux de change fixe et rigide. En règle générale, les pays devraient remplir un certain nombre de conditions pour être éligibles à cette aide :

- se mettre d'accord avec le FMI sur ce qui constitue un taux de change approprié dans une perspective de moyen terme ;
- accepter d'utiliser une réponse flexible pour défendre le niveau de référence ainsi défini en commun.

Comme toute règle, le second principe peut faire l'objet de quelques exceptions, par exemple quand un pays est confronté à l'hyperinflation, qu'il a perdu toute crédibilité monétaire et a ainsi besoin, au moins temporairement, d'une ancre externe très rigide. De plus, les pays en développement les plus pauvres, qui ont généralement gardé un dispositif complet de contrôle des changes et sont moins exposés à des pressions spéculatives, sont en meilleure position pour défendre de façon stricte la parité définie en commun. En tout état de cause, le programme brésilien de novembre 1998 devrait être le dernier permettant à un pays d'utiliser les financements internationaux sans aucun contrôle sur sa politique de change.

Deuxièmement, en contrepartie de taux de change plus flexibles, la communauté internationale devrait agir de façon beaucoup plus résolue pour éviter des mouvements de surajustement du change. La chute libre d'une devise s'accompagne de sérieux risques de contagion internationale et crée généralement un cercle vicieux (faillite des agents endettés, et perte de confiance encore plus marquée envers le pays en crise). Sur ce point, il peut être opportun de discuter la notion de prêteur en dernier ressort : la communauté internationale, au travers du FMI ou du G7, devrait être prête à mobiliser de très larges financements pour éviter les paniques et les chutes libres de certaines devises sur le marché des changes. Ramener le calme sur des marchés ayant perdu toute stabilité peut être une nécessité, alors que prêter de façon massive pour défendre un taux de change rigide, comme au Brésil, conduit, la plupart du temps, à une perte de temps et d'argent.

Troisièmement, de façon à éviter un phénomène excessif « d'aléa de moralité », le soutien du FMI doit s'accompagner de contraintes fortes. La conditionnalité a deux dimensions. La dimension traditionnelle porte sur la politique économique future du pays en crise. Le FMI a une expertise considérable sur ces questions : les politiques budgétaires doivent viser au maintien de la solvabilité du secteur public, l'inflation doit être contrôlée et les taux d'intérêt maintenus à un niveau compatible avec des taux de change raisonnablement stables. Mais le défi actuel consiste à définir de nouvelles conditionnalités « *ex ante* » : l'importance du soutien devrait dépendre du respect des différents « codes de bonne conduite » dans la période précédant la crise. Dans ce domaine, les questions de politique de change et de supervision bancaire occupent une position tout à fait centrale. Les sujets précédents sont au cœur de toute discussion de l'architecture financière internationale.

Conclusion

Cette étude part d'un diagnostic peu favorable sur le Système monétaire international actuel, dont le fonctionnement laisse trop à désirer. Il entretient une instabilité excessive des taux de change entre les grandes monnaies, comme la trajectoire récente de la parité dollar-yen l'a amplement illustré. Il y a également de bonnes raisons de penser que la parité euro-dollar pourrait à l'avenir connaître une forte instabilité. Mais ce sont surtout les pays en développement qui ont le plus souffert des conséquences négatives de ce système défectueux : des politiques inadéquates se sont conjuguées à des marchés inefficaces pour conduire à la débâcle financière la plus grave de la période de l'après guerre.

Trois messages importants ressortent de cette réflexion. Premièrement, aucun système ne peut offrir d'alternative à la recherche de la crédibilité des politiques économiques, dans les pays industrialisés comme dans les pays en développement. Pour les premiers, cette crédibilité apparaît comme une des conditions permettant d'espérer un degré raisonnable de stabilité du taux de change. Dans les seconds, cependant, il existe une possibilité d'interaction dynamique entre le régime de taux de change et le processus d'édification graduelle de la crédibilité et nous pensons qu'un certain ancrage nominal du taux de change, convenablement géré, peut être tout à fait bénéfique.

Deuxièmement, l'efficacité des marchés des changes peut certainement être améliorée. Comme le dit Krugman (1989), « les marchés des changes se comportent beaucoup plus comme les marchés financiers instables et irrationnels décrits par Keynes que comme les marchés efficaces décrits par la théorie financière moderne ». Sur ces marchés, les principes de base de la valorisation financière sont souvent ignorés et aucun effort cohérent de mesure du niveau adéquat du taux de change n'est véritablement entrepris, même quand les politiques économiques sont stables et crédibles. C'est pourquoi les autorités monétaires ont un rôle important à jouer en incitant plus fortement les marchés, d'une part, à mener des recherches sur le niveau d'équilibre à long terme du taux de change et, d'autre part, à analyser correctement les conditions cycliques qui peuvent justifier une divergence temporaire entre les taux actuels et ces niveaux.

Troisièmement, quels que soient les efforts déployés pour renforcer la crédibilité et l'efficacité des marchés, les divergences entre les politiques économiques ne peuvent que mettre à mal la stabilité du taux de change. Toute réforme ambitieuse du Système monétaire international doit nécessairement traiter, tôt ou tard, des problèmes de la coordination. Mais ce rapport ne discute pas des règles spécifiques de cette coordination pour deux raisons. D'une part, nous pensons que des améliorations majeures peuvent encore être apportées au système sans de telles règles et, d'autre part, le temps ne semble pas encore venu pour envisager, avec réalisme sur le plan politique, de mettre en œuvre une coordination systématique des

politiques monétaires et budgétaires des pays du G3. On ne peut cependant exclure des avancées au cas par cas, et cette question mérite de plus amples analyses.

Dans ce rapport, nous avançons deux recommandations. Nous proposons que les pays du G3 mettent en place un mécanisme de « surveillance renforcée » par lequel ils assureraient un suivi approfondi de l'évolution des taux de change. Ce suivi serait fondé sur deux éléments principaux :

- des estimations des taux de change d'équilibre réels à long terme, élaborées par le FMI et ajustées dans le cadre d'une interaction régulière avec les marchés ;
- une réflexion sur les raisons des divergences potentielles entre les taux observés et les taux d'équilibre ainsi définis, en tenant compte des différentiels de taux d'intérêt réels, de toute mesure raisonnable d'éventuelles primes de risque et des conditions cycliques.

Nous pensons que cela aiderait grandement à guider les anticipations des marchés et inciterait les investisseurs privés à discuter la valorisation des différentes devises sur des bases plus saines. Nous recommandons également que cette première avancée, tout à fait déterminante, de la coopération monétaire internationale soit accompagnée d'une évolution vers la mise en place de « zones cible muettes », que nous considérons comme un mécanisme réaliste de flexibilité contrôlée des taux de change. Comme nous l'avons dit, nous écartons fermement toute tentative de limitation artificielle de la flexibilité normale des changes.

Pour les marchés émergents, nous avons analysé les mérites d'un système de « parités de référence ajustables ». Il ne s'agit pas, pour nous, d'une solution universelle ; mais pour certains pays, comme le Brésil à la date où ce rapport est rédigé, un tel système peut apparaître comme un compromis attractif entre une « caisse d'émission » (*Currency Board*) et le flottement totalement libre. Il requiert :

- la définition d'une parité de référence par rapport à un panier de monnaies qui soit le reflet de la structure du commerce extérieur, à un niveau considéré comme durable sur un horizon de moyen à long terme, et qui évoluerait régulièrement pour maintenir cette cohérence de long terme ;
- un processus asymétrique d'ajustement, par lequel la politique monétaire préfère l'appréciation de la monnaie (par rapport à la parité de référence) à l'inflation et le resserrement monétaire à la dépréciation ;
- une surveillance exercée par le FMI et la communauté internationale, marquée par la volonté de réagir fermement face à tout désajustement du taux de change qui se produirait malgré le « bon » comportement du pays au vu des deux premières règles.

Ceci conduirait à une sorte de conditionnalité « *ex ante* » qui, en échange du respect de « codes de bonne conduite », permettrait au pays de pouvoir compter sur l'aide internationale si besoin était.

Nous pensons qu'il s'agit là de propositions concrètes, raisonnables et applicables. Elles ne constituent pas une réforme radicale du système monétaire international, mais elles offrent la perspective d'une économie mondiale beaucoup plus stable, et donc plus prospère. Elles tirent les leçons des crises monétaires récurrentes observées dans les années quatre-vingt-dix, qui ont débuté en Europe et ont atteint le Mexique, puis la parité dollar-yen avant de s'abattre sur l'Asie et le monde entier. Ces propositions représentent les avancées initiales minimales si l'on veut réduire le risque de perturbations semblables – et peut-être même plus graves – dans l'avenir. Nous recommandons vivement leur adoption le plus tôt possible.

Références bibliographiques

- Aglietta M. (1997) : *Macroéconomie internationale*, Paris, Montchrestien.
- Bartolini L. et A. Prati (1998) : « Soft Exchange Rates Bands and Speculative Attacks: Theory and Evidence from the ERM since August 1993 », *IMF Working Paper*, 98/156.
- Baxter M. (1994) : « Real Exchange Rates and Real Interest Differentials: Have We Missed the Business-Cycle Relationship? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 33.
- Bergsten F. et R. Henning (1996) : « Global Economic Leadership and the Group of Seven », *Institute for International Economics*.
- Bergsten F. (1997) : « The Impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation » in *EMU and the International Monetary System*, Masson, Krueger et Turtelboom (eds.), Washington DC, Fonds Monétaire International.
- Bergsten F. (1998) : « How to Target Exchange Rates », *The Financial Times*, 20 novembre.
- Bismut C. et P. Jacquet (1999) : « The Euro and the Dollar. An Agnostic View », *Note de l'IFRI*, n° 17.
- Blanchard O. (1997) : *Macroeconomics*, Prentice Hall.
- Bryant R. et al. (eds.) (1988): *Empirical Macroeconomics for Interdependent Economies*, Washington DC, Brookings Institution.
- Catte P., G. Galli et S. Rebecchini (1994) : « Concerted Interventions and the Dollar: An Analysis of Daily Data » in *The International Monetary System*, Kenen, Papadia et Saccomani (eds.), Cambridge University Press.
- Coe D. et S. Golub (1986) : « Exchange Rates and Real Long-Term Differentials: Evidence for Eighteen OECD Countries », *Document de travail de l'OCDE*.

- Cooper R.N. (1985) : « Economic Interdependence and Coordination of Economic Policies » in *Handbook for International Economics*, Jones et Kenen (eds.), Amsterdam, North-Holland.
- Davanne O. (1990) : « La dynamique des taux de change », *Économie et Statistique*, n° 236.
- Davanne O. (1998) : *L'instabilité du Système financier international*, Rapport au Premier ministre, Rapport du Conseil d'Analyse Économique, n° 14, Paris, La Documentation Française.
- Dobson W. (1991) : « Economic Policy Coordination: Requiem or Prologue? » in *International Economics*, Washington DC, Institute for International Economics.
- Dobson W. et P. Jacquet (1998) : *Financial Services Liberalization in the WTO*, Institute for International Economics.
- Dominguez K. (1990) : « Market Responses to Coordinated Central Bank Intervention », *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, 32, pp. 121-64.
- Dominguez K. et J. Frankel (1993) : *Does Foreign Exchange Intervention Work?*, Washington DC, Institute For International Economics.
- Dornbusch R. (1976) : « Expectations and Exchange Rate Dynamics », *Journal of Political Economy*, 84.
- Dornbusch R. et P. Jacquet (1999): *How to Make EMU a Success*, Mimeo.
- Eichengreen B.J. (1996) : *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton N.J., Princeton University Press.
- Eichengreen B., J. Tobin et C. Wyplosz (1995) : « Two Cases for Sand in the Wheels of International Finance », *Economic Journal*, 105, janvier.
- FMI (1997) : « Régimes de change et performances économiques des pays en développement », chapitre IV, *World Economic Outlook*, octobre.
- FMI (1998) : *World Economic Outlook*, Washington DC.
- Frankel J. (1992) : « Dollar » in *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, Newman, Milgate et Eatwell (eds.), London, The Macmillan Press Ltd, 699 p.
- Funabashi Y. (1988) : *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, Washington DC, Institute for International Economics.
- Ghosh A., A-M. Gulde, J. Ostry J. et H. Wolf (1995) : « Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? », *IMF Working Paper*, 95/121.
- Horne J. et P. Masson (1988) : « Scope and Limits of International Economic Cooperation and Policy Coordination », *International Monetary Fund Staff Papers*, 35, p. 259-96.

- Jacquet P. (1994) : « Le Système monétaire international en devenir », *Économie Internationale*, n° 59, numéro spécial pour le 50^e anniversaire des institutions de Bretton Woods, 3^e trimestre.
- Jurgensen Report (1983) : *Report of the Working Group on Exchange Market Intervention*, Washington, US Treasury, mars.
- Keynes J.M. (1936) : *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan.
- Krugman P. (1989) : *Exchange Rate Instability*, Cambridge Mass., MIT Press.
- Krugman P. (1998) : « The Eternal Triangle », site internet <http://web.mit.edu/krugman/www>
- Marris S. (1985) : *Deficits and the Dollar: The World Economy at Risk*, Washington DC, Institute for International Economics, 2^e édition : 1987.
- Masson P., M. Savastano et S. Sharma (1997) : « The Scope For Inflation Targeting in Developing Countries », *IMF Working Paper*, 97/130.
- Meese R. et K. Rogoff (1988) : « Was It Real? The Exchange Rate-Interest Differential Relationship over the Modern Floating-Rate Period », *The Journal of Finance*, 43.
- Meese R. et K. Rogoff (1983) : « Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do They Fit Out of Sample? », *Journal of International Economics*, 14.
- Mundell R. (1968) : *International Economics*, New York, Macmillan.
- Oudiz G. et J.D. Sachs (1984) : « Macroeconomic Policy Coordination among the Industrial Economies », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Sachs J.D. (1985) : « The Dollar and the Policy Mix: 1985 », *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Schwartz A. (1998) : « International Financial Crises: Myths and Realities », *The Cato Journal*, vol. 17, n° 3, hiver.
- Tobin J. (1978) : « A Proposal for International Monetary Reform », *Eastern Economic Journal*, 4.
- Williamson J. et J. Miller (1987) : *Targets and Indicators: A Blueprint for The International Coordination of Economic Policy*, Washington DC, Institute for International Economics.
- Williamson J. (1994) : *Estimating Equilibrium Exchange Rates*, Washington DC, Institute for International Economics.
- Williamson J. (1995) : « What Role For Currency Boards? Policy Analyses » in *International Economics*, Washington DC, Institute for International Economics.

Williamson J. (1998) : « Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility », *International Finance*, octobre.

Wren-Lewis S. et R. Driver (1998) : *Real Exchange Rates for the Year 2000*, Washington DC, Institute for International Economics.