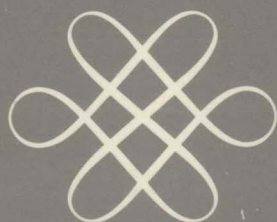


PASCAL SALIN

L'ordre monétaire mondial

LIBRE ÉCHANGE



PUF

L'ORDRE MONÉTAIRE MONDIAL

« LIBRE ÉCHANGE »
COLLECTION DIRIGÉE PAR
FLORIN AFTALION
ET GEORGES GALLAIS-HAMONNO

L'ORDRE MONÉTAIRE MONDIAL

PASCAL SALIN

Professeur à l'Université Paris IX - Dauphine



Presses Universitaires de France

POUR EMMANUEL

ISBN 2 13 037381 X

ISSN 0292-7020

Dépôt légal — 1^{re} édition : 1982, mai

© Presses Universitaires de France, 1982
108, boulevard Saint-Germain, 75006 Paris

SOMMAIRE

Introduction, 7

1. Inflation et taux de change, 11

I - *La notion de taux de change*, 11

II - *La création monétaire*, 18

III - *L'inflation*, 23

IV - *Prix relatifs et prix absolus*, 31

V - *La détermination du taux de change à long terme*, 36

2. Les taux de change flottants, 45

I - *Le rôle de la spéculation dans un régime de changes flottants*, 46

II - *Relation entre les taux de change flottants et l'inflation*, 52

III - *Le fonctionnement effectif des changes flottants*, 56

3. La régulation institutionnelle des changes fixes par une monnaie internationale, 61

I - *L'étalon-or*, 63

II - *L'étalon-devise-or*, 68

4. Changes fixes sans monnaie internationale, 79

I - *Un exemple de système asymétrique : l'étalon-dollar*, 83

II - *Symétrie et asymétrie : les principes d'organisation*, 89

5. La monnaie internationale bureaucratique, 107

- I - *Une monnaie de réserve officielle*, 108
- II - *Une monnaie internationale pour le secteur privé*, 116
- III - *La valeur de la monnaie internationale*, 119

6. L'unification monétaire de l'Europe, 125

- I - *L'unification monétaire de l'Europe : un échec prévisible*, 126
- II - *Un « nouveau » système monétaire européen ?*, 133
- III - *La monnaie parallèle européenne*, 138

7. 1971 : une pseudo-crise, 157

- I - *Les causes de la « crise monétaire » de 1971*, 158
- II - *Une situation mal comprise*, 175
- III - *Le déroulement de la « crise monétaire » de 1971*, 180
- IV - *Les remèdes à court terme et les fantaisies de l'opinion*, 187
- V - *Les nationalismes, seule réalité de la crise*, 209

8. Le système monétaire des années soixante-dix, 215

- I - *Des monnaies fluctuantes*, 215
- II - *La réforme du système monétaire international*, 230

Conclusion. — *Le rôle monétaire de l'Etat*, 237

INTRODUCTION

Les discours officiels ou la littérature journalistique évoquent bien souvent la « faillite du système monétaire international » ou le « désordre monétaire international ». Parallèlement les « plans de réforme » du système monétaire international ne cessent pas de fleurir. Mais comment peut-on définir et analyser un ordre monétaire ? Telle est la question essentielle à laquelle s'adresse le présent ouvrage¹.

Choisir un système monétaire international c'est choisir la manière dont les monnaies se créent et s'échangent entre elles. Réformer le système monétaire international c'est changer les modes de création et d'échange des monnaies. Evidemment il ne servirait à rien de changer de système monétaire s'il ne s'agissait pas d'obtenir un « meilleur » système. Mais à partir du moment où l'on compare des systèmes, il faut définir avec précision les critères de la comparaison. La discussion sur la réforme du système monétaire international (ou européen) souffre d'un important défaut de ce point de vue, à savoir que l'analyse économique des phénomènes y est souvent insuffisante. Il ne s'agit pas ici, bien sûr, de la théorie économique existante telle qu'elle est développée par les économistes. Certes celle-ci ne peut pas être et ne sera jamais parfaite, comme c'est le cas dans tous les domaines de la connaissance. La physique n'est pas achevée, elle est toujours perfec-

1. Je remercie pour leurs nombreuses et pertinentes remarques sur une version antérieure de ce texte Florin Aftalion et mon père, Henri Salin.

tible, mais on n'en tire pas argument pour refuser de l'utiliser, l'utilisation de la théorie étant par elle-même source de nouveaux progrès. Il en est évidemment de même en économie et il est *a priori* absurde de faire un procès d'intention aux économistes parce que leur pensée évolue ou parce qu'ils ne sont pas tous d'accord. Cela est la preuve même de la vitalité de leur science. Ce que nous visons, par contre, c'est le fait que les gouvernants de nombreux pays se permettent de décider et l'opinion de juger en méconnaissant la théorie économique. Il est, de ce point de vue, un refrain bien connu, celui qui consiste à opposer le théoricien dans les nuages et l'homme politique au contact des réalités. Ne faudrait-il pas pourtant s'apercevoir que toute réalité est une réalité *construite*, c'est-à-dire qu'elle résulte d'une interprétation, de schémas *a priori* et que le but de la théorie est précisément d'expliquer au mieux les phénomènes observés. L'opposition que l'on doit faire n'est donc pas entre la théorie et la pratique, entre ceux qui méditent dans leur tour d'ivoire et ceux qui ont les pieds sur terre, mais plutôt entre la « bonne » théorie et la « mauvaise » théorie, la « bonne » théorie n'étant pas celle qui a permis d'atteindre de manière définitive la vérité — car on ne cessera jamais de s'en approcher sans jamais l'atteindre — mais celle qui obéit aux règles de la méthode scientifique¹. Ceux qui, par conséquent, craignent de voir s'ébranler leurs idéologies et leurs croyances ne devraient pas continuer leur lecture. Nous allons faire de la théorie, parce qu'il n'y a pas de meilleur moyen d'appréhender la réalité des choses concrètes.

Le présent ouvrage n'en paraîtra pas moins peut-être déroutant pour certains lecteurs. Notre propos est pourtant simple : il consiste à faire comprendre les mécanismes profonds du fonctionnement d'un système monétaire mondial sans avoir recours, cependant, à un degré de sophistication trop élevé. Si l'on y trouve, par ailleurs, des éléments d'histoire monétaire, il ne s'agit pas pour autant d'un ouvrage d'histoire économique : ces rappels du passé ne sont là que pour illustrer les thèses fondamentales de l'ouvrage. De même, les références aux actions ou déclarations d'hommes politiques n'en font pas un ouvrage de polémique politique, mais elles aident également et uniquement à illustrer nos propos sur le rôle des autorités publiques.

C'est à une appréciation plus exacte de ce rôle que se consacre

1. C'est-à-dire l'élaboration d'une hypothèse théorique et sa vérification par les faits.

en effet le présent ouvrage. En ce sens il peut être considéré comme une application à la sphère monétaire de certains développements récents de la théorie économique, connus en particulier sous le nom de « nouvelle économie »¹. Cette approche aboutit, entre autres choses, à l'idée qu'il faut réagir contre l'hypothèse habituelle selon laquelle l'Etat aurait pour seul but la réalisation du bien public et qu'il aurait suffisamment d'informations et de connaissances pour y arriver effectivement. Or, on peut appliquer au fonctionnement de l'Etat et du marché politique les principes traditionnels de la théorie économique ; il en résulte en particulier l'hypothèse selon laquelle les hommes qui ont la responsabilité des activités publiques poursuivent des objectifs propres qui ne coïncident pas nécessairement avec ceux des citoyens.

Nous verrons une illustration de ces idées dans le domaine monétaire. Le système monétaire international est considéré comme une sorte d'entité abstraite et lointaine, un mythe, souvent un bouc émissaire. Mais un système est le résultat du comportement d'hommes bien concrets, en l'occurrence les autorités monétaires, d'une part, et tous ceux qui sont présents sur le marché, d'autre part. L'organisation monétaire actuelle dans le monde donne le pouvoir de création monétaire aux autorités publiques et le fonctionnement de ce que l'on appelle le système monétaire international est le simple reflet de cette situation. Les autorités monétaires sont promptes à dénoncer le marché, en rendant par exemple les spéculateurs responsables des troubles qui affectent le fonctionnement de ce système, alors qu'elles en sont seules responsables, par les incohérences de leurs politiques. L'histoire monétaire du xx^e siècle nous en apporte beaucoup d'exemples, ainsi que nous le verrons. Pour que le fonctionnement du système monétaire mondial corresponde aux vœux des citoyens, pour qu'un ordre monétaire mondial puisse exister, il faut que des règles institutionnelles précises viennent limiter l'arbitraire des gouvernements, il faut redonner leur place aux mécanismes du marché. Telle sera la conclusion du présent ouvrage.

1. Sur les thèses de la « nouvelle économie » on peut se reporter par exemple à H. LEFAGE, *Demain le libéralisme*, Paris, « Livre de poche », 1980.

INFLATION ET TAUX DE CHANGE

La querelle entre partisans des taux de change flexibles et partisans des taux de change fixes, toujours renaissante, est bien souvent excessivement dogmatique. Chacun de ces régimes correspond en fait à une logique du fonctionnement du système macro-économique totalement différente l'une de l'autre. Le présent chapitre est consacré à l'analyse de ces deux logiques. Nous verrons que certaines relations d'équilibre doivent être satisfaites dans tous les régimes de change, mais que le processus qui conduit à la réalisation de l'équilibre n'est pas le même en régime de changes fixes et en régime de changes flexibles. Nous commencerons par préciser différents concepts de taux de change, puis nous construirons « pierre après pierre » l'édifice qui nous permettra de comprendre comment s'établit l'équilibre macro-économique à long terme dans les deux régimes de change de référence, le régime de changes fixes et le régime de changes flexibles.

1 - La notion de taux de change

La définition du taux de change est simple : c'est le prix d'une monnaie en termes d'une autre monnaie¹, cette autre monnaie étant

1. Ou, éventuellement, d'un « panier » de monnaies. On parlera dans ce cas de taux de change *effectif* d'une monnaie. On verra aussi ultérieurement que certains instruments de compte internationaux, le Dts ou l'Ecu, sont eux-mêmes définis à partir de paniers de monnaies.

prise comme numéraire. Le fait de choisir une monnaie ou une autre comme numéraire importe peu, la fonction de numéraire d'une monnaie étant sa fonction la moins importante. Une monnaie, en effet, est un bien économique représentant un pouvoir d'achat disponible à tout moment contre n'importe quel autre bien et auprès de n'importe qui¹. Il est simplement commode de choisir ce bien comme numéraire, c'est-à-dire comme étalon de mesure des valeurs. Mais plusieurs monnaies ne peuvent pas servir de numéraire en même temps. C'est pourquoi parler d'un taux de change entre deux monnaies c'est ôter sa fonction de numéraire à l'une d'entre elles.

Le taux de change est donc un prix. Mais ce prix n'est pas unique et on peut distinguer, par exemple, le taux de change d'équilibre et le taux de change constaté. Or, celui qui est important pour comprendre l'économie monétaire internationale c'est un taux de change qu'on ne peut pas observer directement, *le taux de change d'équilibre*.

Le taux de change d'équilibre d'une monnaie est évidemment le taux de change qui rend compatibles l'offre et la demande de cette monnaie. Pour évaluer ce prix d'équilibre il est nécessaire de savoir ce qui détermine l'offre et la demande de cette monnaie et nous verrons dans le présent chapitre quelles variables macro-économiques jouent un rôle fondamental. L'équilibre du marché d'une monnaie, donc le taux de change d'équilibre de cette monnaie, est ainsi relié au système macro-économique national et mondial.

Le deuxième concept de taux de change est *le taux de change constaté*, c'est-à-dire celui qui est fourni par les statistiques de taux de change. Nous ne savons pas *a priori* s'il correspond ou non à l'équilibre, s'il coïncide ou non avec le taux de change d'équilibre.

Cette distinction simple est importante. En effet, un régime de taux de change fixes, par exemple, se définit comme un régime où le taux de change *constaté* est fixe. Mais qu'en est-il du taux de change d'équilibre? Ainsi, il se peut que le taux de change d'équilibre, c'est-à-dire celui qui *satisfait* les offreurs et les demandeurs de monnaie, soit variable parce que les facteurs qui déterminent l'offre et la demande sont eux-mêmes variables. Le fait que le taux de change

1. Bien entendu, aucun bien ne remplit parfaitement une telle fonction. Cette définition de la monnaie doit être utilisée plutôt en termes relatifs : divers biens bénéficient d'un degré plus ou moins élevé de « monétarité » (*moneyness* en anglais) ou encore de « liquidité ».

constaté soit fixe ne permet alors pas d'obtenir le taux de change d'équilibre, dont on peut dire qu'il est le taux de change désiré, ainsi que nous le verrons ci-dessous. Ce qui serait souhaitable serait d'obtenir le taux de change d'équilibre à tout moment, c'est-à-dire d'avoir un taux de change constaté variable. L'écart entre le taux de change d'équilibre et le taux de change constaté représente une distorsion économique, coûteuse pour les agents économiques.

C'est la raison pour laquelle on ne doit pas être dogmatique lorsqu'on aborde l'étude des régimes de change. On ne devrait pas, en effet, se déclarer *a priori* pour ou contre la fixité des taux de change (constatés), mais on doit par contre se demander s'il est plus facile de se rapprocher du taux de change d'équilibre au moyen d'un régime de changes fixes ou au moyen d'un régime de changes flexibles ; ou encore à quelles conditions un régime donné permet d'atteindre ou de maintenir l'équilibre.

Ces deux concepts, le taux de change d'équilibre et le taux de change constaté, sont à rapprocher des concepts de la micro-économie traditionnelle. Lorsqu'on représente une courbe d'offre et une courbe de demande pour un bien quelconque, on dira qu'il y a équilibre de marché si l'on se trouve à leur intersection. Les offreurs et les demandeurs seront alors satisfaits, l'offre et la demande seront compatibles. Mais ce point est purement potentiel. Rien ne permet de dire s'il est ou non atteint à un moment donné, sauf si l'on possède des évaluations « correctes » de l'offre et de la demande. Ainsi, si un prix P_0 et des quantités Q_0 (fig. 1) sont enregistrées sur le marché, on ne peut pas savoir si le point A correspondant est ou non un point d'équilibre, en l'absence d'une analyse économique répondant aux exigences de la méthode scientifique.

En outre, lorsqu'on dit qu'il y a équilibre au point R c'est en un sens très restreint. En effet, les demandeurs préféreraient se trouver plus bas sur la courbe de demande pour pouvoir acheter une quantité plus importante à un prix plus faible, mais pour eux l'offre représente en quelque sorte une contrainte. De même, les offreurs préféreraient être plus haut sur la courbe d'offre parce que leur bénéfice total serait plus élevé. La courbe d'offre se déduit en effet des courbes de coûts marginaux. Si elle est croissante, c'est que les coûts marginaux sont croissants : on offre plus seulement si l'on peut avoir un profit plus important. L'équilibre est donc contraint pour

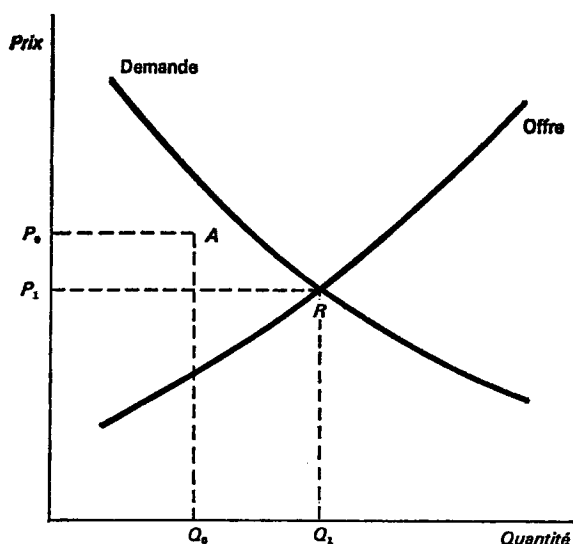


FIG. 1

chacun. Dire que les demandeurs sont en équilibre au point R c'est dire qu'ils sont satisfaits *compte tenu* de ce que les offreurs sont disposés à offrir.

Le problème est exactement le même pour le taux de change puisque le taux de change est un prix. Le taux de change d'équilibre est celui qui permet la *compatibilité* entre les prétentions des offreurs et des demandeurs d'une monnaie contre une autre, compte tenu de la valeur des autres variables du système macro-économique.

Ce que l'on enregistre ce sont des points dans l'espace prix-quantité, où le prix représente le taux de change, les quantités étant des quantités de monnaie échangée. Nous ne savons pas *a priori* si ces points correspondent à ce que les offreurs et demandeurs auraient souhaité pour le prix qui prévaut. La détermination des courbes d'offre et de demande de monnaie dépend de plusieurs facteurs que nous allons définir par la suite. Nous verrons que l'inflation est l'élément principal qui permet d'expliquer la détermination du taux de change, tout au moins à long terme.

Il existe enfin un troisième concept de taux de change : la *parité*. Cette notion correspond à certaines dispositions institutionnelles.

Ainsi, dans le système de Bretton Woods¹, les banques centrales étaient tenues d'annoncer une parité, c'est-à-dire un taux de change de leur monnaie, par exemple en termes d'or, et de maintenir cette parité par leur politique d'intervention.

Supposons par exemple que la Banque centrale française annonce un prix de 5 francs pour 1 dollar. Si elle était tenue d'acheter et de vendre des francs contre des dollars à ce prix et à aucun autre prix, le taux de change constaté serait toujours égal à ce taux de change.

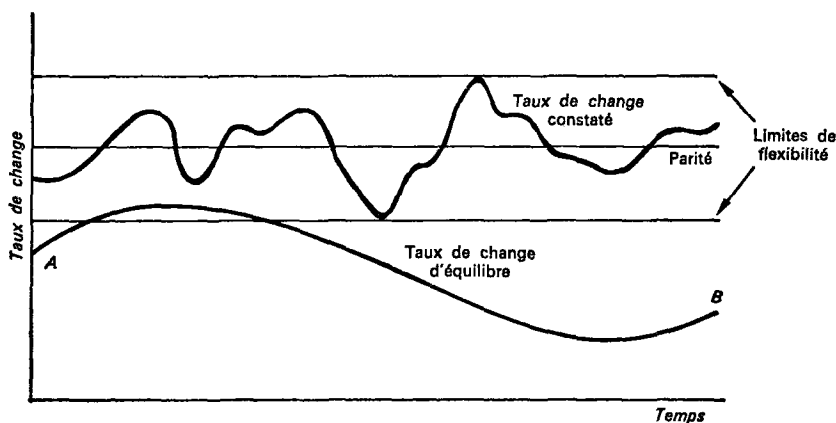


FIG. 2

Dans le système de Bretton Woods, il existait une marge de flexibilité, c'est-à-dire que les banques centrales n'étaient tenues d'intervenir sur le marché que lorsque le taux de change atteignait $\pm 1\%$ par rapport à la parité. Dans un tel système le taux de change constaté peut donc se situer en n'importe quel point entre les limites de flexibilité et ne coïncider que rarement avec la parité proprement dite.

Sur la figure 2 on a représenté la parité et un chemin possible du taux de change constaté. Quant au taux de change d'équilibre, il peut coïncider avec la parité, il peut être lui-même variable. Il se

1. C'est à Bretton Woods, aux Etats-Unis, que s'est tenue en 1944 la conférence monétaire internationale qui a déterminé le système monétaire international de l'après-guerre et donné naissance au Fonds monétaire international.

peut même qu'il soit en dehors de la marge de flexibilité (trajet *AB*). Dans ce cas il y a déséquilibre et le problème fondamental consiste à savoir s'il existe des mécanismes ou des politiques qui ramèneront le taux de change d'équilibre soit vers la parité, soit vers le taux de change constaté, ou si, au contraire, il est préférable de laisser se produire ou d'imposer une variation du taux de change constaté ou de la parité, de manière à les faire coïncider avec le taux de change d'équilibre.

Tel est le problème fondamental du choix des régimes de taux de change. Ceci implique de savoir qui, de la Banque centrale ou du marché des changes, est plus apte à réaliser cette coïncidence entre le taux de change d'équilibre et le taux de change constaté.

En fait il existe une infinité de régimes de change possibles, mais il est important de bien analyser les situations extrêmes. A une extrémité il y a le régime de taux de change purement flexible, c'est-à-dire que les offreurs et demandeurs sur le marché déterminent librement le taux de change sans aucune intervention de la Banque centrale. A l'autre extrémité, il y a le régime de changes parfaitement fixes dont le meilleur exemple est celui de la monnaie unique. Autrement dit, le franc de Paris est à un taux de change rigoureusement constant avec le franc de Bordeaux, par exemple; il y a un taux de change d'un contre un, par exemple, entre le franc Société Générale et le franc Crédit Lyonnais. C'est dans ce cas seulement qu'on peut parler rigoureusement de change fixe. En effet, dans les autres situations il y a plusieurs monnaies — par exemple le franc, le Deutsche Mark — et dans la mesure où ces monnaies sont émises par des systèmes bancaires différents, l'offre et la demande de chacune de ces monnaies peuvent varier de sorte qu'il est normal d'imaginer que le prix d'équilibre puisse varier. Dans le cas où il y a différentes monnaies, par conséquent, si le taux de change est fixe c'est simplement parce que les banques centrales interviennent. Ce qu'on appelle en général un régime de changes fixes est avant tout un système d'*intervention de la Banque centrale*.

Ceci est fondamental car il y a alors une relation entre la balance des paiements ou le marché des changes d'une part, et, d'autre part, la création monétaire, ce qui se lit dans le bilan de la Banque centrale. Les entrées et les sorties de devises ont des conséquences sur la masse monétaire, alors qu'en régime de changes flottants cette relation