

La négociation internationale et la construction monétaire européenne après Nairobi*

La négociation internationale et la construction monétaire en Europe

J'ai toujours estimé que les événements qui se produisent en dehors de la salle des négociations sur la réforme du système monétaire international finiront par exercer sur la physionomie de ce système une influence beaucoup plus grande que les négociations elles-mêmes. Parmi ces événements figurent au plus haut degré la flexibilité des taux de change, l'action du Fonds monétaire international, le comportement des pays producteurs de pétrole, la tendance vers la régionalisation des paiements internationaux, ainsi que l'action que la Communauté économique européenne voudra ou sera capable de mener.

Je consacrerai l'essentiel de mes remarques à ces problèmes non sans avoir, au début, fait brièvement le point des négociations monétaires auxquelles je me suis référé.

Les négociations monétaires internationales

1. Le point crucial des négociations monétaires est certainement constitué par la recherche d'un accord satisfaisant sur le processus d'ajustement et sur la convertibilité, puisque le fonctionnement défectueux de ces deux mécanismes a été responsable de l'écroulement du système de Bretton Woods. Les Statuts du Fonds monétaire international (FMI) ne contiennent pas de règles efficaces pour prévenir la formation de déséquilibres fondamentaux ni pour les corriger promptement dès leur apparition; lorsque des déficits et des surplus importants se manifestèrent vers la fin des années 50, aucune action significative ne fut entreprise ni par les pays déficitaires centres de réserves,

* Conférence tenue à la Société d'Economie Politique et de Statistique, Bâle, le 10 novembre 1973.

ni par les pays excédentaires. Les imperfections du mécanisme d'ajustement se révélèrent incompatibles avec la libéralisation des mouvements de capitaux entreprise dès 1958, si bien que le système aboutit bientôt à encourager les crises des paiements internationaux qu'il aurait dû éviter. D'autre part, l'existence, dans les Statuts du FMI, d'obligations relatives à la convertibilité des avoirs en monnaie nationale détenus par l'étranger n'a pas empêché une politisation croissante du mécanisme, et ceci à cause de son caractère essentiellement bilatéral: un pays qui aurait demandé la conversion risquant d'être accusé d'exercer une pression inadmissible sur le centre de réserves, un pays qui ne l'aurait pas demandée risquant d'être accusé de financer les politiques extérieures, économiques et autres de ce même centre de réserves, sans avoir concouru à leur élaboration.

Le débat autour de ce point crucial de la négociation a permis de dégager un large consensus sur la nécessité de protéger le système contre des déséquilibres importants et persistants, ainsi que sur celle d'introduire des responsabilités symétriques. Toutefois, alors que certains soulignent l'importance de l'ajustement de la part des pays excédentaires, d'autres mettent l'accent sur l'existence d'une forme obligatoire de convertibilité.

En ce qui concerne tout particulièrement le processus d'ajustement, il a été convenu que des situations de déséquilibre qui, individuellement ou collectivement, ont des répercussions internationales significatives, seraient soumises à l'examen du Fonds dès que son directeur général l'estimerait opportun ou qu'une variation appréciable des réserves du ou des pays en cause aurait été constatée. A la suite de cet examen, il serait décidé si un ajustement se justifie ou non et, dans l'affirmative, le pays intéressé serait appelé à adopter des mesures correctives ou à les renforcer. Les Américains ont renoncé à leur position initiale selon laquelle l'indicateur « variation des réserves » aurait dû revêtir un caractère « présomptif » en ce qui concerne la décision sur la nécessité d'un ajustement (dans ce cas, la charge de la preuve reviendrait au pays intéressé) et les Européens ont accepté que cet indicateur soit privilégié parmi d'autres (balance de base, mouvements des coûts et des prix, etc.) comme élément d'évaluation d'une situation de déséquilibre. De plus, les Européens ont accepté que des limites à l'accroissement des réserves soient établies au-delà desquelles l'excédent serait déposé auprès du FMI à un compte bloqué éventuellement assorti de taux d'intérêt négatifs progressivement croissants. Mais ils n'acceptent pas l'idée qu'au-delà de cette limite ou d'une

autre limite appropriée, la variation des réserves ait un caractère présomptif en ce qui concerne l'application des pressions financières (telles que des taux d'intérêt pénalisateurs sur les positions débitrices ou créditrices nettes auprès du FMI) qui, à leur avis, devraient être appliquées seulement si le pays intéressé est récalcitrant à procéder à l'ajustement décidé par le Fonds. Les Européens n'acceptent pas non plus l'application de pressions de caractère commercial, même décidées à un très haut niveau, contre un pays récalcitrant; ceci par crainte de déclencher des processus irréversibles du type de ceux qu'on a connus pendant les années 30.

En ce qui concerne la convertibilité, deux conceptions s'affrontent.

Selon les uns, la convertibilité devrait être rétablie sur une base bilatérale, les pays qui maintiennent une parité pour leur monnaie ayant l'obligation de régler en avoirs de réserve les soldes officiels en leur monnaie présentés à la conversion. Un tel système ne permettrait pas un contrôle efficace de la création de liquidités internationales, dont les variations seraient le résultat de décisions autonomes des pays créanciers de convertir ou de ne pas convertir les avoirs en monnaies nationales nouvellement gagnés; d'autre part, le système ne protégerait pas les pays débiteurs contre la conversion de soldes anciens sauf si, au début, les pays qui les détiennent procèdent à la consolidation des montants excédant les besoins opérationnels. Aucun pays, pour des raisons diverses (comme, par exemple, la crise pétrolière et la récente hausse du dollar), ne paraît à l'heure actuelle disposé à accepter une consolidation obligatoire de la majeure partie de ses réserves.

Selon les autres, le règlement en avoirs de réserve devrait s'appliquer à la totalité des nouveaux excédents et déficits, et ceci par un mécanisme obligatoire de convertibilité, éventuellement axé sur le FMI pour l'ensemble ou uniquement pour les montants résiduels non convertis bilatéralement. Si les pays détenteurs d'avoirs anciens ne devaient pas accepter une consolidation obligatoire au début, le système pourrait être protégé contre des conversions massives de soldes anciens par un compte ad hoc, ouvert sur les livres du FMI et dénommé « compte de substitution » (« substitution facility »), qui serait chargé de convertir en DTS tout avoir ancien en monnaie nationale du débiteur qui serait présenté à la conversion. Cette facilité permettrait de faire droit au désir des pays détenteurs de conserver la liquidité de leurs avoirs, de sauvegarder leur liberté de choix en ce qui concerne la composition des réserves

et de protéger les pays débiteurs contre des conversions d'anciens soldes auxquelles ils ne pourraient faire face.

La consolidation deviendrait ainsi inutile; en outre, par son caractère unilatéral (les anciens avoirs peuvent être convertis en DTS, mais le processus inverse ne serait pas admis), le « compte de substitution », dans la mesure où il serait activé, freinerait la tendance à la diversification des réserves, surtout si le rendement des DTS était attrayant, sans avoir pour autant comme résultat l'accroissement du volume des liquidités internationales.

Certes, le système de convertibilité nécessite une certaine élasticité soit pour financer des mouvements de capitaux à court terme, soit pour satisfaire le besoin de soldes opérationnels qui croît avec le développement des transactions commerciales et financières internationales. Mais, alors que les uns voudraient que l'élasticité nécessaire soit fournie par l'abstention des pays créanciers de convertir les avoirs nouvellement gagnés ou par une suspension automatique des obligations de convertibilité une fois que le niveau des réserves des débiteurs aurait atteint une limite inférieure, les autres souhaiteraient que l'élasticité soit fournie par une suspension des obligations de convertibilité décidée collectivement.

2. Le deuxième point de la négociation monétaire concerne le rôle et les caractéristiques des avoirs de réserve dans le nouveau système. Le sentiment général est que les DTS en deviendront l'élément central, soit comme numéraire par référence auquel le pair des monnaies serait déclaré, soit comme principal instrument de réserve. Dans ce but, le lien entre l'or et les DTS serait coupé, ces derniers devenant ainsi une unité abstraite. En outre, la valeur de l'unité DTS dans les transactions contre devises serait maintenue égale à la moyenne d'un panier de monnaies ou d'un panier de monnaies fortes traitées sur les marchés des changes, son taux d'intérêt étant respectivement égal ou inférieur à la moyenne des taux du marché. Selon d'autres, la valeur de l'unité DTS dans les transactions serait déterminée par le jeu des réévaluations et des dévaluations des monnaies en général, son taux d'intérêt étant nul ou très bas.

Cette évolution du rôle des DTS requiert une révision des règles qui en gouvernent l'usage, en particulier entre pays (notamment l'abolition des limites d'acceptation et des obligations de reconstitution) et dans les rapports avec le FMI.

La création de DTS devrait permettre un bon fonctionnement du processus et du mécanisme de convertibilité. Selon une proposition italienne, la création des DTS aurait lieu d'une manière « présomptive » par référence à une formule qui tient compte de l'accroissement du commerce international, limitant ainsi les inconvénients d'une négociation prolongée. En ce qui concerne la distribution entre les pays membres du FMI des DTS créés selon les critères indiqués, une idée émise en 1968 par le Ministre du Trésor italien de l'époque vient de recueillir la quasi-unanimité. Les DTS seraient attribués d'une manière préférentielle aux pays en voie de développement soit en faisant bénéficier ces derniers d'une allocation supérieure à celle résultant de leur quote part, soit en attribuant une partie des DTS aux institutions internationales ou régionales responsables du financement du développement. Cette préférence dans la distribution des DTS devrait être d'autant plus marquée si la solution apportée au problème de l'or avait une incidence sur le volume des liquidités internationales.

Un aspect délicat de ce point de la négociation est en effet la place de l'or dans le système. Selon les uns, les autorités monétaires devraient être libres d'effectuer des transactions en or entre elles à des prix dérivés de ceux du marché, ainsi que de vendre (ou même d'acheter) l'or sur le marché. Selon les autres, les autorités monétaires devraient être libres de vendre l'or sur le marché mais pas de l'acheter, ainsi que d'effectuer des transactions entre elles au prix actuel, cette dernière hypothèse étant purement théorique étant donné la forte disparité entre les prix du marché, du moins à l'heure actuelle, et le prix officiel de \$42,22 l'once. Le choix de l'une ou de l'autre solution a une incidence différente sur la vitesse de sortie de l'or du système monétaire.

3. Les autres points de la négociation — et ils sont importants — concernent le régime des taux de change et le mécanisme des interventions multiples (c'est-à-dire par l'emploi de plusieurs monnaies) ainsi que les contrôles sur les mouvements de capitaux à court terme.

La formule « parités stables mais ajustables », utilisée pour définir le futur régime des taux de change, couvre pratiquement tout l'éventail allant des parités fixes, modifiables seulement en cas de déséquilibre fondamental, aux taux flottants maintenus stables par des interventions officielles coordonnées: c'est pourquoi elle a été agréée sans

beaucoup de difficulté. Elle s'accommode aussi bien d'une largeur de marges symétrique de 2.25 pour cent de chaque côté de la parité que de l'emploi, dans des situations particulières, de taux de change flottants avec l'autorisation et sous la surveillance du Fonds. Les interventions en monnaies multiples, à savoir les monnaies plus largement traitées sur les marchés ou susceptibles d'être utilisées pour déterminer la valeur des DTS dans les transactions, devraient assurer une plus grande symétrie des politiques de change et le même degré de flexibilité pour tous les pays dans l'utilisation des marges d'intervention. Le MCIS (« multicurrency intervention system ») semble émerger des discussions techniques qui lui sont consacrées comme un « serpent » beaucoup plus gros que celui de la Communauté, mais certainement beaucoup plus difficile à nourrir.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, l'accord intervenu jusqu'à présent se limite à une réaffirmation du désir de coopération pour neutraliser ou financer les fluctuations à court terme de caractère déstabilisateur et à une énumération des instruments qu'on pourrait utiliser à cet effet (harmonisation des politiques monétaires, changement rapide des parités non appropriées, utilisation jusqu'à un degré raisonnable de contrôles administratifs). Il y a une forte présomption contre l'emploi de contrôles pour maintenir une parité non appropriée ou pour éviter des actions correctives des déséquilibres; et il y a également une forte présomption contre l'emploi de contrôles sur les transactions courantes. Ce sujet, qui a été le plus exploré dans tous ses détails sur le plan technique, sera certainement le plus difficile à traiter lorsque l'on devra reconcilier les différentes philosophies qu'on professe en la matière: de lui on pourrait dire qu'« on sait tout, mais rien d'autre ».

Les événements survenus pendant la période transitoire

4. A Nairobi, après avoir examiné l'avant-projet de réforme préparé par leurs Suppléants, les Ministres du Comité des Vingt se sont imposé la date limite du 31 juillet 1974 pour se mettre d'accord sur le contenu de la réforme. Si cette date est respectée, 6 à 12 mois seront nécessaires pour rédiger les nouveaux statuts du FMI rénové et au moins 12 mois supplémentaires pour la ratification par les parlements du nouveau traité monétaire. Si tout va bien, la réforme pourra donc entrer en vigueur au printemps de 1976.

Ceci représente un laps de temps considérable qui rend extrêmement difficile d'entrevoir, dès à présent, la physionomie du nouveau système monétaire. Il paraît de plus que celle-ci dépendra beaucoup moins des discussions au sein du Comité des Vingt que du cours des événements d'ici 1976.

D'une part, le prix de l'or, le degré de convertibilité et la nature des pouvoirs à confier au Fonds seront décidés sur la base de considérations politiques qui changent au fur et à mesure que de nouveaux facteurs, monétaires et autres, interviennent dans le débat. D'autre part, le renversement de la balance des paiements des Etats-Unis qui paraît devoir atteindre fin 1974 un ordre de grandeur considérable (sans compter le reflux de capitaux vers l'Amérique) pourrait vider de sa substance le débat concernant le rôle des monnaies nationales comme instruments de réserve, ainsi que toute tentative de mettre en place un système d'interventions multiples. Finalement, le changement d'attitudes qui semble en train de se produire de la part des gouvernements en ce qui concerne l'emploi du taux de change comme instrument d'ajustement des situations d'excédent fondamental pourrait rendre anachronique la discussion actuelle sur les pressions à appliquer aux pays excédentaires dans le but de rendre le processus d'ajustement symétrique: en effet, les tendances mercantilistes semblent de plus en plus s'effacer pour faire place à une attitude plus réaliste qui consiste à préférer l'absorption interne de biens et de services à l'accumulation de réserves; autrement dit, le danger de dévaluations compétitives ou de maintien d'une parité sous-évaluée semble reculer bien qu'il faille attendre un ralentissement de l'économie mondiale pour être sûr qu'il s'agit d'un phénomène durable.

D'autres facteurs, outre ceux qu'on vient de mentionner, pourront contribuer de manière décisive à façonner le système monétaire international.

Je mentionne notamment:

- a) l'expérience des taux de change flottants
- b) l'action du FMI pendant la période transitoire d'ici à la date à laquelle la réforme — s'il y aura une réforme — pourrait entrer en vigueur
- c) l'accroissement des réserves des pays producteurs de pétrole
- d) la tendance déjà visible vers le polycentrisme et la régionalisation des paiements internationaux.

5. L'expérience des taux de change flottants ne paraît pas négative, ni synonyme de conditions désordonnées sur les marchés de change.

En ce qui concerne le développement des échanges, il convient de noter que l'expansion en volume du commerce mondial pourrait bien atteindre, cette année, un ordre de grandeur de 13 pour cent, le plus élevé des six dernières années (1968: 12,5%; 1969: 10,5%; 1970: 9%; 1971: 6%; 1972: 8,5%). Les hommes d'affaires semblent s'accommoder, bien qu'à contrecœur, de la flexibilité, dont le risque est minime par rapport à celui inhérent aux changements technologiques, et ceci bien que le comportement des marchés à terme ait été décevant et loin de fournir les couvertures souhaitées. Il ne semble pas non plus prouvé que les petits pays et ceux en voie de développement, dont le secteur externe est assez important par rapport à l'ensemble de l'économie, ainsi que les pays ne disposant pas de marchés monétaires et de change importants, aient eu à souffrir de difficultés graves à cause de la flexibilité; dans ce domaine l'incertitude quant à l'évolution des taux de change à moyen et à long terme, qui devrait décourager la prospection de nouveaux marchés par les hommes d'affaires, trouve sa contrepartie dans le fait qu'en régime de changes flottants les restrictions apportées aux échanges pour des besoins de balance des paiements deviennent moins nécessaires. En conclusion, un jugement d'ensemble des conséquences du flottement sur le commerce international ne pourra être formulé qu'après un examen de la situation qui découlera du ralentissement de la conjoncture mondiale, à savoir après une évaluation faite sur la base d'un cycle économique complet.

Des informations statistiques ne sont pas encore disponibles pour évaluer les répercussions des taux de change flottants sur le volume des investissements internationaux. A long terme, le risque de change semble devoir être le même en régime de taux de change flottants que dans celui des parités fixes.

Le régime des taux de change flottants ne semble avoir affecté ni le développement du PNB ni le niveau de l'emploi.

En ce qui concerne la détermination dans la poursuite de lutte contre l'inflation, il semble bien que tous les pays se soient efforcés, bien qu'avec peu de succès, d'endiguer les phénomènes inflationnistes indépendamment du régime de changes suivi.

D'autre part, certains affirment que le régime des taux de change flottants a agi sur le mécanisme de transmission internationale de

l'inflation comme un frein bien plus efficace que le système de Bretton Woods. L'existence d'un climat d'inflation généralisée rend très difficile de vérifier la validité de cette affirmation parce qu'il est particulièrement malaisé, soit d'identifier une ou plusieurs causes de l'inflation (les facteurs internes sont probablement prépondérants, mais l'évolution même des taux de change pendant les récents mois peut avoir eu un impact inflationniste sur l'économie mondiale), soit d'établir les corrélations entre ces causes. Quant à l'expérience actuelle, on pourrait affirmer qu'en tout état de cause les pays dont la monnaie s'est dépréciée auraient supporté un coût assez élevé, à cause de l'emploi des taux de change comme instrument de politique économique, du fait des pressions inflationnistes s'ajoutant à celles dues à la hausse des prix des matières premières sur les marchés internationaux. Enfin, le succès obtenu par certains pays dans la lutte contre les afflux indésirables de capitaux, qui auraient aggravé les pressions inflationnistes, peut être dû au réseau des contrôles qui accompagne le flottement, plutôt qu'au flottement lui-même.

Pour ce qui est de la plus grande autonomie que le flottement aurait laissée aux autorités nationales pour la conduite de la politique économique, l'expérience n'est pas encore probante. L'Italie a été en mesure d'éviter, contrairement à ce qui s'est passé pendant la crise 1963-64, une restriction généralisée du crédit et a pu jouir de plus de liberté dans la poursuite de l'expansion économique et de l'augmentation du niveau de l'emploi. Les mêmes considérations valent pour le Royaume-Uni. Mais pour tous les deux la limite est bientôt atteinte au delà de laquelle la dépréciation de la valeur extérieure de la monnaie devient incompatible avec le maintien de l'équilibre à moyen terme, et le recours à des politiques monétaires restrictives finit par s'imposer. Aux Etats-Unis le problème ne se pose pas de la même manière à cause de l'importance moindre du secteur externe de l'économie. L'expérience de l'Allemagne ne confirme qu'à moitié l'argument selon lequel la flexibilité des taux de change permet plus d'autonomie aux pays excédentaires dans la poursuite de leur politique monétaire (mais il ne faut pas oublier que le DM n'a flotté que dans les limites permises par le « serpent »). Bien sûr, ce pays a été en mesure de mener une politique monétaire très restrictive avec des taux d'intérêt élevés malgré un excédent de la balance des paiements courants; mais le succès peut être attribué aux contrôles et aux politiques restrictives suivies dans d'autres pays.

Enfin, le flottement s'est révélé un instrument très utile pour absorber les chocs dus à la grande mobilité des fonds privés ainsi qu'au processus de diversification des réserves officielles; peut-être le flottement est-il la seule réponse efficace aux mouvements spéculatifs des capitaux à court terme?

Pour conclure sur ce point, on pourrait dire que l'expérience des taux de change flottants n'a pas été négative: elle n'a pas tenu toutes les promesses de ses partisans ni justifié toutes les craintes de ses détracteurs. Avec le temps, la tendance des marchés à juger les monnaies faibles ou fortes une fois pour toutes finirait par laisser la place à un jugement plus objectif: les taux flottants, certes non pas librement mais dans le cadre d'interventions officielles coordonnées et surveillées, et assortis du respect de règles de comportement à établir, pourraient bien alors assurer plus de stabilité que les parités fixes de la fin des années '60 et du début de cette décennie. Si une telle hypothèse se vérifie, le retour aux parités fixes ne trouverait pas beaucoup de partisans.

6. Un deuxième élément susceptible d'exercer une grande influence sur le système monétaire international rénové est le rôle du FMI pendant les deux ou trois années à venir. Autrement dit, ce que le Fonds voudra ou pourra faire pendant la période dite transitoire d'ici à l'entrée en vigueur de la réforme comptera beaucoup plus que les négociations monétaires.

D'abord, le Fonds pourrait commencer par soumettre à l'épreuve de l'expérience les procédures de consultation élaborées au sein du Comité des Vingt en procédant périodiquement à l'examen des situations plus significatives de déséquilibre. Il y a déjà des signes d'une telle évolution. De cette manière on pourrait mieux évaluer l'utilité des indicateurs quantitatifs, notamment l'indicateur « réserves » et l'indicateur « balance de base ».

Deuxièmement, le Fonds devrait surveiller les politiques d'intervention sur les marchés des changes pour éviter des dépréciations ou des appréciations compétitives ainsi que le maintien d'un taux de change non approprié, et pour prévenir la formation de déséquilibres. Des règles pour le « flottement dirigé » semblent nécessaires. En principe, le flottement devrait être pur et les interventions du type « s'appuyer contre le vent », sauf si le Fonds recommande ou autorise des interventions agressives dans le but de stopper des mouvements spéculatifs qui ne paraissent pas justifiés par l'évolution de la balance de base.

En tout état de cause, il conviendrait d'éviter les fluctuations des taux de change qui résulteraient de l'évolution conjoncturelle. En outre, les interventions devraient être coordonnées, si possible sous l'égide du Fonds, dans le but, comme l'a indiqué à Nairobi le directeur-général du Fonds M. Wittveen, « de stabiliser les taux de change et de défendre une structure de taux de change appropriée et internationalement agréée ». Voilà une idée qu'il convient de creuser.

Troisièmement, le Fonds pourrait s'appliquer à « dégeler » les DTS par une modification de la règle 0-3 qui lie la valeur de cet instrument au dollar: le dollar pouvant être remplacé à cet effet par un panier de devises largement utilisées dans les transactions internationales. Bien sûr, il y a d'autres moyens de dégeler les DTS mais la règle du panier semble la plus logique si on considère que, sauf dans la forme, le dollar fluctue comme les autres monnaies et que comme elles, il est inconvertible. (Dans cet ordre d'idées, une décision récente a suspendu la validité du principe de la « valeur égale » en ce qui concerne l'usage des DTS par un pays membre pour le rachat de sa monnaie nationale détenue par un autre pays membre.) De même, le Fonds pourrait aider à dégeler l'or en suspendant la validité de l'article IV Sect. 2 de ses Statuts (bien d'autres articles ont été mis en veilleuse), qui permet aux autorités monétaires nationales de vendre (ou d'acheter) l'or sur le marché seulement lorsque le prix est supérieur (ou inférieur) au prix officiel; en outre, l'accord de Washington de mars 1968 devrait être abrogé (1). Par ailleurs, le Fonds pourrait utiliser ses avoirs en or, qui sont considérables, pour stabiliser le marché et pour se procurer les devises nécessaires au financement des interventions des pays membres sur les marchés qu'il jugerait souhaitables.

Enfin, le Fonds pourrait instaurer, sur une base facultative, une convertibilité dans la monnaie du créancier, qu'il prêterait au débiteur en se la procurant par les ventes d'or dont il est question ci-dessus.

7. Si la crise du pétrole n'avait pas éclaté, j'aurais ajouté à ces actions du Fonds celle consistant à aider à une consolidation sur une base bilatérale et volontaire des balances dollars existantes. Or, cette crise n'a pas seulement réduit à néant, si elle a jamais existé, la pro-

(1) Cet accord a été abrogé le 14 novembre 1973.

pension des pays détenteurs de dollars à les consolider, elle a de plus profondément changé la toile de fond de la réforme monétaire elle-même en faisant du problème des réserves de change des pays producteurs de pétrole une des vedettes de cette réforme.

Selon les estimations de l'OCDE, l'effet de l'augmentation des prix du pétrole sur les dépenses d'importations des pays membres sera en 1974 d'un ordre de grandeur avoisinant 15 milliards de dollars, ce qui correspond à 0,3% du PNB. L'effet sur les balances courantes, compte tenu donc de l'accroissement des importations des pays producteurs de pétrole, pourra être de l'ordre de 9-10 milliards de dollars. L'avant-projet de réforme du système monétaire international présenté par les Suppléants à leurs Ministres à Nairobi se borne à indiquer que « il faudra conclure des accords distincts pour un nombre restreint de pays possédant d'importantes réserves provenant de ressources épuisables, et à faible densité de population, certains pays producteurs de pétrole, par exemple (par. 8) ». Les chiffres indiqués ci-dessus rendent désormais cette présentation irréaliste: non seulement le problème ne pourra plus être traité marginalement au cours des négociations monétaires, mais il devra être résolu bien avant l'achèvement de la réforme.

Les intérêts des pays producteurs de pétrole et ceux des pays importateurs, divergents sous beaucoup d'aspects, sont convergents au moins sur un point: même si les pays pétroliers pouvaient réduire la production de pétrole au niveau suffisant pour couvrir leurs besoins d'importations, il ne serait pas dans leur intérêt à long terme de le faire, car dans un avenir prévisible, des sources d'énergie de remplacement seront développées. Leur intérêt bien compris est donc d'épuiser les gisements avant que le progrès technologique ne les rende périmés, anéantissant ainsi leurs richesses. L'intérêt des pays importateurs est que les besoins des dix prochaines années soient couverts à des prix qui ne bouleversent pas leur économie. Il faut donc encourager les pays pétroliers à augmenter leurs importations en accroissant ainsi les ressources disponibles à l'intérieur ainsi que l'aide aux pays en voie de développement, en particulier à ceux de la même zone géographique. Mais comme il y a des limites à ce processus, il faut s'attendre à ce que leurs recettes de devises dépassent largement leurs dépenses d'importations et d'aide aux pays en voie de développement.

Il faudra donc trouver une solution au problème de l'accroissement des réserves de change des pays en cause, qui puisse concilier

le maximum de liberté dans la gestion de ces mêmes réserves par les pays intéressés avec la stabilité du système monétaire international. Une telle solution pourrait consister, dans la mesure où les pays intéressés désireraient maintenir la liquidité de leurs avoirs, dans la mise à leur disposition d'un instrument de réserve se substituant à la détention d'une monnaie nationale, par exemple, sur le plan mondial, des DTS attrayants en capital et en intérêt qu'ils seraient libres d'acheter auprès du FMI, et, sur un plan régional, une unité de compte monétaire européenne également attrayante qu'ils seraient libres d'acheter auprès du Fonds européen de coopération monétaire. Il ne faut pas oublier, dans ce contexte, que la majeure partie de l'accroissement des réserves des pays pétroliers sera fournie par les pays de la CEE, d'abord en dollars et ensuite en monnaies européennes. Il faudrait chercher, par voie d'accord, à ce que ces pays s'engagent à fournir des informations sur l'emploi de la partie des réserves qu'ils désireraient maintenir sous la forme de monnaies nationales, de manière à pouvoir contrôler au niveau international les éventuels processus de multiplication et de diversification.

Dans la mesure où les pays en cause souhaiteraient convertir une partie de leurs réserves en or, il est évident que le problème du prix de l'or monétaire se poserait sous un jour nouveau: il serait paradoxal qu'au moment où le prix du pétrole augmente, celui de l'or donné en échange demeure figé à un niveau conventionnel trop bas.

Toutefois, les pays pétroliers pourraient souhaiter investir à long terme une partie de leurs réserves en renonçant ainsi à la liquidité pour s'assurer des revenus futurs lorsque les gisements seront épuisés. La liberté de ces pays d'administrer leur portefeuille d'investissements au mieux de leurs intérêts devrait être pleinement sauvegardée, comme d'ailleurs la liberté des pays potentiellement receivers de les accepter, de les encourager ou de les refuser: en échange de la pleine garantie du transfert des revenus et du retransfert du capital de la part des pays bénéficiaires de ces investissements, les pays pétroliers devraient s'engager à fournir tous les renseignements statistiques utiles pour le maintien d'un système monétaire stable et viable.

8. La tendance vers le polycentrisme et la régionalisation des paiements internationaux semble se préciser de plus en plus. Il est à prévoir que pendant la période prolongée de flottement, beaucoup de pays chercheront à stabiliser leurs monnaies en les liant à celle de leur principal partenaire commerciale, donnant ainsi naissance à

des zones monétaires, qui ne sont pas nécessairement synonymes d'unions économiques. Au début, des zones monétaires pourraient apparaître en Europe (CEE et Comecon), en Amérique du Nord et en Extrême-Orient autour d'une monnaie nationale (le dollar, le yen, la livre, le DM, le Franc français) ou d'une unité monétaire internationale, par exemple l'unité de compte monétaire européenne (UCME). Les pays en voie de développement pourraient initialement choisir de lier leur monnaie à l'une de ces zones monétaires; dans un stade ultérieur, ils pourraient former des zones monétaires autour des groupements qui existent déjà en Amérique centrale, en Amérique du Sud et en Afrique orientale.

Il est vraisemblable que les relations de change entre les zones monétaires demeurent flexibles pendant une assez longue période. En effet, le coût de l'ajustement des déséquilibres par l'emploi des politiques fiscales et monétaires est souvent très élevé pour les zones monétaires et les pays dont le secteur extérieur est relativement peu important; pour eux, il est préférable, pour des raisons politiques et économiques, que l'ajustement se fasse par une modification du taux de change. L'existence d'une masse considérable de capitaux liquides en mains privées et l'accroissement des réserves des pays pétroliers évoqué ci-dessus poussent également dans cette direction.

En formulant cette hypothèse de formation de zones monétaires et de relations de change flexibles entre elles, j'ai depuis des années insisté sur le fait qu'une telle évolution n'est nullement incompatible avec un système commercial unifié et libéral. En vérité, le commerce et les paiements internationaux pourront être d'autant moins sujets à restriction que le système monétaire est fondé sur des taux flexibles qui dispensent de supprimer les déséquilibres par des moyens contraignants. Autrement dit, la convertibilité des monnaies sur le marché est un objectif beaucoup plus important que la convertibilité des soldes officiels.

Naturellement, des lignes de crédit swap seront nécessaires pour permettre des interventions coordonnées sur les marchés de change: le récent élargissement du réseau de swaps centré sur la Banque fédérale de réserve de New York est un pas dans cette direction. De même, par l'emploi de réserves de change, des modifications des taux de change qui résulteraient de déséquilibres temporaires de la balance des paiements pourront être évitées.

Certes, les relations de change à l'intérieur des zones monétaires devraient être basées sur des parités fixes qui pourront et devront être

changées dès l'apparition d'un déséquilibre fondamental: les modifications de parité deviendront progressivement moins nécessaires au fur et à mesure que les politiques économiques deviendront convergentes et seront successivement unifiées.

La construction monétaire européenne

9. Je m'attacherai maintenant à explorer quelles pourraient ou devraient être les implications, pour la construction monétaire européenne, des négociations internationales sur la réforme monétaire et des événements qui se produisent pendant leur déroulement.

Les progrès accomplis au cours de la première étape de l'Union économique et monétaire (UEM) entre les pays de la Communauté ont été décevants. La coordination des politiques économiques à court terme n'a pas dépassé le stade des recommandations de caractère général, peu de mesures concrètes ayant été adoptées; le principe même des consultations n'a pas toujours été suivi, notamment en matière monétaire et à l'occasion des changements de parité ou de taux central où elles auraient dû revêtir un caractère préalable. La coordination des politiques monétaires est demeurée largement insuffisante en particulier dans le domaine de la politique des taux d'intérêt. Quant à la libération des mouvements de capitaux, qui aurait dû jeter les bases de la formation d'un marché financier européen, elle a marqué un recul avec les dérogations accordées aux directives précédemment adoptées par le Conseil de la CEE.

En matière d'harmonisation fiscale les résultats obtenus sont très modestes et concernent presque exclusivement l'application de la T.V.A., avec toutefois d'importantes différences entre les Etats membres pour ce qui est de la définition de l'assiette et du niveau des taux; en revanche, rien ou presque rien n'a été fait dans le domaine des impôts qui peuvent influencer les mouvements de capitaux à l'intérieur de la Communauté, notamment les impôts sur les intérêts et les dividendes.

10. Je laisse de côté les mesures visant à apporter un début de solution aux problèmes régionaux et structurels, domaine dans lequel les progrès ont été quasiment nuls — car elles débordent le cadre plus proprement monétaire — pour me concentrer sur les domaines où l'on se plaît généralement à constater des avancées décisives.

Premièrement, des progrès indéniables ont été accomplis en ce qui concerne l'adoption de positions communes dans les relations monétaires internationales, les pays de la Communauté étant désormais sur la même longueur d'onde pour de nombreux problèmes qui sont discutés au sein du Groupe des Dix et du Comité des Vingt: processus d'ajustement, convertibilité, instruments de réserve.

Deuxièmement, un système d'interventions coordonnées en monnaies communautaires dans le cadre de marges de fluctuation réduites a été finalement mis en place en avril 1972 avec beaucoup de retard par rapport à la date prévue à l'origine, ceci à cause de difficultés rencontrées par le dollar et par voie de conséquence, par le DM pendant la deuxième moitié de 1971. Après les vicissitudes bien connues, le « serpent » — terme venu de la représentation graphique du système — fluctue librement par rapport aux monnaies tierces, notamment le dollar, l'écart maximum instantané entre les monnaies de deux pays membres ne pouvant excéder 2,25%. Mais il laisse en dehors de son sein trois monnaies communautaires qui continuent à flotter isolément.

Troisièmement, un Fonds européen de coopération monétaire (FE-CoM) a été créé à partir du 1er avril 1973 pour assurer une meilleure concertation entre les banques centrales de la CEE en ce qui concerne le maintien des marges de fluctuation réciproques, la multilatéralisation des positions résultant des interventions en monnaies communautaires et des règlements, la gestion du soutien monétaire à court terme — en utilisant à cette fin une unité de compte monétaire européenne (UCME) — ainsi que la fusion du soutien avec le financement à très court terme des interventions sur le marché.

II. L'opinion courante considère le FECoM et le flottement conjoint comme une des réalisations majeures de la Communauté, et ce dernier comme le « test » de l'engagement européen des pays qui y participent pleinement. J'ai quelques difficultés à partager cette opinion pour les raisons suivantes:

a) le FECoM est surtout un cadre comptable. En effet, la concertation se déroule actuellement de la même manière qu'auparavant, à savoir par des contacts téléphoniques directs entre banques centrales; la multilatéralisation a très peu de chances de se réaliser et de toute façon ne pourrait jamais couvrir d'importants renversements de posi-

tions, comme c'était le cas dans l'ancienne Union européenne des paiements (UEP). Ces crédits seraient accordés de toute manière dans le présent cadre du soutien monétaire; enfin, l'UCME est une simple unité de compte et n'a aucune chance de devenir une vraie unité monétaire. Autrement dit, n'étant pas doté des moyens financiers nécessaires pour intervenir sur les marchés de change, le Fonds exerce des fonctions purement comptables.

b) Le système de flottement conjoint constituerait un progrès non négligeable sur la voie de l'intégration s'il traduisait une plus grande solidarité entre les Etats membres ainsi qu'un début de contrainte en matière de maintien des parités réciproques, reflétant une convergence réelle des politiques économiques et financières. Mais tel n'est pas le cas. Dès que des pressions surviennent, l'axe du serpent est vite déplacé à l'initiative de tel ou de tel autre Etat membre, quelquefois même sans consultations préalables: trois ajustements de parité ont eu lieu depuis mars 1973, deux réévaluations du DM et une du florin, si bien qu'on peut se demander quelle est la différence entre les monnaies qui participent au flottement conjoint et celles qui n'y participent pas. Le serpent est donc une construction quasiment formelle.

c) Ayant été mis en place pendant une période d'incertitude et d'agitation extrêmes sur les marchés de change, le serpent a donné prématurément des points de référence fixes au marché, qui avait tendance à entretenir des idées préconçues sur la tenue de telle ou de telle autre monnaie. En conséquence toutes les tempêtes spéculatives survenues après le mois de mars dernier se déclenchèrent à l'intérieur du système: un montant net d'environ 4,5 milliards de dollars s'est déplacé entre les pays participants en l'espace de quelques semaines, en juin et en septembre, donnant ainsi lieu à des créances et dettes correspondantes à régler dans le cadre du FECoM. Mieux aurait valu administrer un flottement concerté sans en révéler les points d'intervention pendant une phase transitoire qui aurait pu être ensuite officialisée.

d) Le système de règlement des dettes et des créances, à effectuer suivant la composition des réserves du pays débiteur, a été négocié lorsque le prix de l'or marchandise avoisinait le prix officiel; en même temps le dollar n'était guère attrayant car il était considéré comme devant rester faible pour longtemps, et les DTS avaient

dans les transactions une valeur assez proche du cours du marché de sa contrevaleur officielle en dollars. Or, les circonstances sont désormais tout autres, si bien que les débiteurs dans le système rencontrent beaucoup de difficultés pour régler la partie de leurs dettes en avoirs forts même s'ils peuvent bénéficier — comme on vient de décider pour pallier ces difficultés — de la plus-value éventuelle de l'or (les opinions publiques n'acceptent pas aisément que leurs banques centrales se dessaisissent de l'or au prix de 42,22 dollars l'once) et bien que la règle 0-3 ait été aménagée. Pour le moment, en attendant mieux (mais quoi?), on cherche à renvoyer les échéances pour éviter de constater que dans le système, tel qu'il est conçu, il est difficile de payer ses dettes surtout quand on est désireux de le faire. Il n'est pas aisé non plus de financer les reports d'échéance sur le plan communautaire, car les ressources du FECoM sont très limitées.

12. Malgré ses défauts intrinsèques dus à l'insuffisante coordination des politiques économiques entre les Etats membres, le système pourrait être amélioré:

1) en stipulant que les règlements seront effectués entièrement en dollars. Le dollar a retrouvé un certain attrait pour les créanciers (comme le prouve la très récente hausse de son cours sur les marchés) et il continue à être un instrument de réserve dont la perte a pour les débiteurs un effet disciplinaire qui serait égal à celui qu'aurait une perte d'or si le prix officiel de ce dernier était réaliste. Pour que cette modification soit acceptable aux créanciers, on pourrait convenir que les dollars soient versés au FECoM par le débiteur aux taux de change du jour et que celui-ci verse des UCME au créancier, le risque de change sur le dollar étant « communautarisé »;

2) en stipulant que les règlements continuent à se faire suivant la composition des réserves du débiteur, mais dans le cadre d'une « décongélation » efficace de l'or qui permette de l'utiliser pleinement dans les règlements intracommunautaires. Cette « décongélation » doit être recherchée par des moyens autres qu'une augmentation du prix officiel de l'or limitée au cadre régional, car une telle solution serait contraire aux Statuts du FMI, qui d'ailleurs ont cessé d'être respectés sur des points beaucoup plus importants (convertibilité, marges, flottement libre, etc.) L'accord de Washington de mars 1968 est légalement caduc, car il supposait que les Etats-Unis étaient disposés à

vendre le métal sans limitation au prix officiel: cette caducité devrait être formellement constatée par la dénonciation de l'accord de la part de ses signataires (2). A partir de ce moment, on devrait rechercher l'accord du Comité des Vingt afin que les banques centrales des pays membres de la Communauté deviennent libres de vendre au FECoM l'or au prix du marché. Si on stipulait que ces ventes soient effectuées contre UCME utilisables dans les règlements intra-CEE comme les dollars ou tout autre instrument de réserve, on obtiendrait une « décongélation » de l'or, et le mécanisme des règlements intracommunautaires pourrait démarrer à nouveau. Ceci ne préjuge aucunement la solution qu'on donnera au problème de l'or dans le cadre mondial; en effet, l'or demeurerait la propriété du FECoM et son sort serait finalement réglé par la réforme monétaire. Une solution analogue, avec certains aménagements, pourrait également être appliquée aux DTS, dont la circulation est pareillement bloquée à cause du jeu de la règle dite 0-3 qui lie pratiquement la valeur de cet instrument à celui du dollar (la récente décision du FMI ouvre des nouvelles perspectives dans ce domaine).

L'application de la première formule, mais surtout de la deuxième aurait non seulement l'avantage de débloquent les paiements intracommunautaires mais de fournir un début pratique de solution au problème de la mise en commun des réserves en assurant une harmonisation très rapide de la composition des réserves dans les portefeuilles des pays membres. En effet, par le jeu des excédents et des déficits intracommunautaires, le dollar, l'or et les DTS seraient progressivement transférés au FECoM qui émettrait des UCME en contrepartie. Les réserves des pays membres contiendraient une fraction croissante d'UCME, utilisables au début dans les relations intracommunautaires et éventuellement par la suite dans les règlements avec les pays tiers. En effet, il n'est pas exclu que ces derniers, et en particulier les pays producteurs de pétrole, finissent par trouver un avantage à conserver des UCME dans leur réserves, surtout si elles sont définies de manière à les rendre attrayantes. Un autre avantage d'une telle solution est la possibilité d'assumer une attitude commune vis-à-vis du dollar, dont l'aspect pratique serait constitué par des interventions en dollars sur les marchés des changes effectuées par les soins du FECoM et non pas individuellement par les Etats membres.

(2) Voir note 1.

Dans ce système, un créancier qui deviendrait débiteur pourrait, s'il le désirait, régler sa dette en partie par le versement d'UCME jusqu'à concurrence d'un pourcentage, à établir, des UCME détenus par lui. On pourrait également imaginer que l'élément crédit prévu dans le cadre du soutien monétaire à court terme puisse, au moins en partie, jouer son rôle à l'intérieur d'un mécanisme unifié « crédit-réserves » dans le FECoM. Dans ce cas, l'élément crédit dans les règlements intracommunautaires prendrait la forme de versement au FECoM par le débiteur de sa monnaie nationale en règlement d'une partie de sa dette et dans les limites de quotes-parts à établir, toujours en contrepartie d'UCME qui seraient versées ensuite au créancier. Les monnaies nationales seraient utilisées par le FECoM pour les interventions en monnaies communautaires à l'intérieur des marges, l'intervention aux marges étant réservée aux pays membres. Si on acceptait l'introduction de l'élément crédit dans ce contexte, on devrait également concevoir que le débiteur, en devenant créancier, devrait racheter sa monnaie au FECoM contre versement d'UCME jusqu'à concurrence d'un pourcentage à établir des UCME ainsi gagnées.

Une fois que le processus de mise en commun des réserves aurait ainsi démarré, il pourrait être accéléré par l'adoption des propositions formulées par la Commission de la CEE, c'est-à-dire par le versement au FECoM d'une certaine proportion des réserves officielles des pays membres. Ces propositions rencontrent à l'heure actuelle beaucoup d'oppositions pour des raisons diverses. Vraisemblablement, le processus d'aménagement du crédit intracommunautaire et de mise en commun des réserves se heurterait à moins de difficultés s'il était lié, tout au moins initialement, aux règlements des créances et dettes résultant des interventions sur les marchés des changes. Un tel processus serait « sans larmes », car initialement on mettrait en commun seulement les instruments de réserve que le débiteur serait contraint de verser de toute manière en règlement de ses dettes. Il n'y a pas de raisons qu'un tel processus ne puisse débiter immédiatement, le sacrifice étant nul pour les débiteurs, les créanciers recevant en paiement de leur créance un instrument communautaire à la place d'une monnaie tierce (le dollar), de l'or et des DTS. Quelle que soit la forme de l'aménagement du crédit intracommunautaire qui sera décidée, les montants disponibles, bien entendu sous forme conditionnelle, devraient être considérablement augmentés. En effet, même en acceptant ces propositions de la Commission, il y a une disproportion évi-

dente entre ce potentiel de crédit intracommunautaire et les crédits beaucoup plus substantiels accordés par les pays de la CEE aux institutions financières nationales et internationales extérieures à la Communauté.

13. Cet ensemble de suggestions m'amène à en formuler une autre, qui en constitue le corollaire. L'unité de compte monétaire européenne (UCME) ne devrait plus être définie en poids d'or, car une telle définition serait, entre autres, contradictoire avec l'achat d'or aux banques centrales par le FECoM contre UCME. Cette dernière devrait devenir une unité abstraite dont la valeur en transactions serait initialement déterminée par référence à l'ensemble des monnaies des pays membres, de manière à refléter les cross-rates respectifs résultant des taux du marché, et varierait ensuite selon la règle du « panier » où chaque monnaie nationale recevrait un poids correspondant à un paramètre objectif, par exemple le PNB.

Une telle unité de compte est certainement plus attrayante et peut probablement être mieux comprise par le marché que celle utilisée à l'heure actuelle dans les rapports intra-communautaires. Le marché finirait par l'utiliser pour la dénomination et le règlement des transactions monétaires et financières. Le chemin vers la monnaie européenne serait ainsi déblayé et pourrait être parcouru dès qu'un degré suffisant de convergence des politiques économiques le permettrait. La demande privée d'UCME deviendrait de plus en plus importante. Au début, elle pourrait être satisfaite par le jeu des interventions des autorités monétaires nationales en UCME sur les marchés de change de la Communauté, et ensuite par l'émission d'UCME directement par le FECoM contre achat de titres sur les marchés financiers de la CEE. Ce qui se passera ensuite dépendra du degré de convergence des politiques économiques dans tous les domaines, mais surtout dans celui du contrôle communautaire sur la création de monnaie nationale par les Etats membres; un tel processus suppose l'intégration politique, sans laquelle les efforts sont voués tôt ou tard à l'échec, car ils sont par nature réversibles et ils le deviennent dès que des intérêts nationaux fondamentaux entrent en jeu.

Cette vision est assez proche de celle contenue dans le Rapport du groupe d'études sur l'union économique et monétaire, rédigé sous les auspices de la Commission de la CEE et qui sera bientôt publié. Il est à souhaiter que ce Rapport reçoive l'attention qu'il mérite, car il

contient une approche de la construction monétaire de l'Europe beaucoup plus réaliste que celle qui est utilisée à l'heure actuelle avec les résultats décevants qu'on connaît.

Conclusions

Les débats monétaires qui ont conduit à l'institution du FMI ainsi que ceux de la première partie des années '50 ont été conditionnés par la rareté du dollar. La situation inverse a prévalu pendant les années '60 et jusqu'à présent pendant les années '70, notamment au cours des discussions du Comité des Vingt. Il ne faut pas exclure qu'un nouveau retournement se produise et que le dollar redevienne rare. Mais, quelle que soit l'évolution dans cette direction, nous ne reviendrons pas pour autant aux années '50.

En effet, quatre facteurs jouent à l'heure actuelle un rôle croissant. D'abord, l'élément politique devient de plus en plus important, si bien que les discussions monétaires tendent à revêtir le caractère d'une confrontation d'idées et de forces sur le plan politique. Ensuite, il y a la réalité des taux de changes flexibles que beaucoup — même dans ce pays — commencent à juger positive. Troisièmement, la dimension pétrole, même si elle est dé-dramatisée par la suite avec le recul du temps, aura une incidence considérable sur l'avenir monétaire. Finalement, la tendance au régionalisme se précise de plus en plus.

Dans un cadre aussi complexe et articulé, l'Europe des Neuf — brutalement réveillée de son sommeil par la douche pétrolière — n'a vraiment plus beaucoup de temps à perdre.

Le temps joue de moins en moins en sa faveur, et il cessera entièrement de jouer dès que la balance des paiements des Etats-Unis sera devenue fortement excédentaire et que le marché financier américain aura été rouvert avec l'abrogation de l'impôt de péréquation des intérêts (I.E.T.).

Or, les trois années de la première étape de la construction de l'UEM ont été presque entièrement gaspillées. Il convient donc, sans délai, de s'attacher à un certain nombre de tâches essentielles; dans le domaine monétaire et financier celles-ci sont la construction d'un marché unifié des capitaux (et ceci par l'harmonisation fiscale, l'introduction d'un contrôle sur les mouvements des capitaux aux frontières de la Communauté et l'abolition de ces contrôles à l'intérieur de la

Communauté), la réforme du système de flottement conjoint en s'inspirant par exemple des grandes lignes que je viens de tracer ainsi que la création d'un Fonds de coopération monétaire doté de pouvoirs et de ressources. Ces tâches devront être poursuivies dans un cadre institutionnel qui puisse permettre une convergence des politiques économiques, convergence irréalisable avec les structures actuelles quelle que soit la volonté politique de le faire.

Que ceci s'appelle prolongement de la première étape, passage à la deuxième étape ou à une étape de réflexion, peu importe: ce qui compte, c'est de ne pas se faire surprendre par l'heure zéro.

RINALDO OSSOLA