

INTRODUCTION

Depuis au moins vingt ans, une littérature abondante a profondément renouvelé ce champ de la science économique que nous appelons « économie monétaire internationale ». Il est loin le temps où cette matière ne se focalisait que sur quelques thèmes seulement : étalon-or et de change-or, régime de changes fixes contre régime de changes flexibles, rôle du fonds monétaire international et problématique de l'ajustement des balances des paiements. L'analyse économique a investi ce domaine déjà très ancien, avec tous les nouveaux outils d'aujourd'hui. Nous avons choisi, dans cette introduction générale, de présenter quelques thèmes majeurs de l'économie monétaire internationale, pour que le lecteur s'immerge plus rapidement dans les problématiques développées dans cet ouvrage.

Ajustement de la balance des paiements et puissance de la pensée classique

Avec la mondialisation, les balances des paiements – y compris celles des petites nations – se sont transformées. Au début des années cinquante, on évoquait certes la balance des biens et des services, mais les services étaient inexistantes, et la balance des paiements se résumait à une balance commerciale, celle qui ne recense que le mouvement des marchandises entre les nations. L'explosion du tourisme a changé le visage des balances de paiement du monde entier. Pour les pays les plus développés, on ne compte plus les catégories de services échangés : informatique, communication, culture, transport, etc. Une autre explosion a, elle aussi, joué un rôle de transformation des économies nationales : les mouvements de capitaux. Les investissements directs et de portefeuille, dont les montants sont considérables, jouent désormais un rôle actif, dans tous les domaines de l'économie nationale. Ce qui nous paraissait très théorique, il y a encore trente ans, est désormais vivant : les théories de l'ajustement des balances des paiements illustrent des phénomènes que l'on peut voir à l'œuvre, beaucoup mieux qu'auparavant. On peut saluer la puissance de pensée des économistes classiques, qui, sans avoir autant de matériau et de données statistiques, avaient parfaitement décrit les phénomènes d'ajustement des balances de paiements, dans l'hypothèse de déséquilibres. Les classiques avaient déjà compris comment s'opère un ajustement, en mettant au centre le système de prix. Nous avons tendance aujourd'hui à réduire ce terme. Les prix auxquels nous pensons, sont les prix des biens et des services, alors que les

classiques, déjà d'avant-garde, avaient compris que les prix étaient de quatre sortes : le prix des biens et des services, le prix des devises entre elles que l'on appelle le taux de change, le prix de l'argent sur le marché interbancaire que l'on nomme le taux d'intérêt, et le prix des titres sur les marchés financiers. Dans le cas d'un déséquilibre de la balance des paiements, trois prix sont immédiatement concernés : le prix des biens et des services, le taux de change, et le taux d'intérêt. Puissance de la pensée classique, étonnamment moderne dans le contexte de la mondialisation, dans lequel ces trois prix sont essentiels dans la conquête des marchés et des capitaux. L'apport des keynésiens et des monétaristes donne une vision différente de l'ajustement des balances des paiements, mais ne remplace en aucun cas le système des prix des classiques.

Étalon-or et étalon de change-or

Durant plus d'un siècle, le régime international de l'étalon-or s'était imposé. A partir de 1944, le système de l'étalon de change-or naissait à Bretton-Woods. Dans les deux cas, il s'agissait de définir un système international de paiements, accepté par tous les acteurs économiques. Il y avait un élément commun entre les deux systèmes : l'or. Cette focalisation sur l'or était la marque et la preuve que les nations avaient besoin d'une monnaie internationale, afin de garantir la bonne marche des échanges commerciaux. L'effondrement du système de Bretton-Woods n'avait rien de dramatique, car il consacrait la reconnaissance d'une monnaie internationale qui n'était pas un métal précieux : le dollar. Ce qui s'effondrait en août 1971, ce n'était pas le système international de paiements, mais une certaine conception de la monnaie. Pour la première fois, depuis bien longtemps, les individus, les nations, les banques commerciales et centrales, s'affranchissaient définitivement de la conception mercantiliste de la monnaie, pour entrer enfin dans le monde moderne. La fin du système de Bretton-Woods va consacrer la naissance d'un nouveau régime de change : le régime des changes flexibles. Dès lors, le débat se fera entre les partisans des régimes de changes fixes et les défenseurs de la flexibilité.

La diversité des régimes de change

Ce qui frappe aujourd'hui, c'est la grande variété des régimes de change. L'arrivée sur la scène économique internationale de nouveaux pays engagés dans le commerce mondial, va changer la donne en

matière de réflexion sur les stratégies de change. Les nouveaux pays industriels d'abord, les pays émergents par la suite, les pays en transition de l'Europe orientale enfin, vont faire du taux de change une arme dans la conquête des marchés. Devant la diversité des régimes de change, le Fonds Monétaire International effectue en 2006 une classification sur les types de régimes de change. Il en ressort que les pays choisissent des régimes de change en fonction de leur intérêt. Même un régime, comme celui des caisses d'émission (« currency board ») est réapparu dans des pays forts différents comme l'Argentine, la Bulgarie, Hong-Kong, la Lituanie ou la Bosnie. La diversité des régimes de change nous fait comprendre le rôle désormais stratégique des politiques de change dans tous ces pays. Le traité de Maastricht, qui avait tout misé sur la question de la stabilité des prix, avait ignoré la question des politiques de change. Pour les pays de la zone euro, le réveil est brutal, face à des pays qui ont parfaitement intégré ces politiques dans la panoplie de leur politique économique.

Les taux de change

On assiste depuis plus de vingt ans à un approfondissement et à un renouvellement de la littérature sur les taux de change. L'approfondissement est dû à l'appareil statistique moderne qui donne les taux de change en temps réel sous toutes ses formes : taux de change nominal bilatéral, taux de change effectif nominal, taux de change réel, taux de change effectif réel. On peut désormais, avec tous ces calculs, analyser des questions essentielles comme la concurrence et la compétitivité. Le renouvellement de la littérature tient aux questions théoriques liées à la détermination des taux de change, autrement dit à leur fondement. La loi du prix unique et la théorie de la parité des pouvoirs d'achat sont contestées par de nouvelles approches en matière de détermination des taux de change, comme le taux de change d'équilibre fondamental de Williamson ou les approches monétaires et financières du taux de change. Les taux de change sont des prix et donc des indicateurs de tension sur les marchés des changes. Les crises de change sont des moments « privilégiés » où sont remis en cause les niveaux des prix des devises entre elles. On assiste alors à un décrochage brutal des parités entre les monnaies. Les crises de change indiquent tout simplement que les politiques économiques ne sont plus crédibles pour diverses raisons : le taux de change est alors l'expression de cette crise, car il est attaqué.

Biens échangeables et biens non échangeables

C'est une question très sous-estimée en science économique, alors qu'elle est stratégique. Schématiquement, une économie nationale est divisée en deux parties : les biens (services) non échangeables et les biens (services) échangeables. Une économie s'enrichit quand la part des biens et des services échangeables s'agrandit. Deux éléments vont jouer en faveur de la croissance des biens échangeables : la spécialisation économique et le taux de change. Dans le premier cas, un pays bien spécialisé est moins sensible à la concurrence internationale, car la demande étrangère ne faiblit pas : l'élasticité-prix de la demande est faible. L'Allemagne en est l'exemple type, car sa bonne spécialisation économique lui épargne les coûts d'un euro fort. Dans le second cas, l'évolution du taux de change réel redéfinit continuellement la frontière entre biens échangeables et biens non échangeables. Un pays qui a une spécialisation économique fragile a besoin d'un taux de change réel favorable pour conserver, voire augmenter sa part de biens et des services échangeables, facteur de richesses. Comme l'ont montré B. Balassa et P. Samuelson, la croissance du secteur des biens et des services échangeables est positive pour l'économie, car non seulement elle crée de l'emploi manufacturier dans le secteur de l'exportation, mais elle augmente le niveau des salaires dans le secteur des biens non échangeables. La dynamique du secteur des biens échangeables est à multiples facettes.

Les réserves internationales de change

C'est une question ancienne de l'économie monétaire internationale, qui a été approfondie depuis peu. Tous les pays font face à des besoins de réserves internationales de change, pour acheter et investir à l'étranger. Depuis les temps anciens, il y a une hiérarchie dans les monnaies : les monnaies locales ne sont pas acceptées en dehors du territoire national ; les monnaies régionales ont un espace de transaction plus important, comprenant plusieurs régions ou nations ; les monnaies les plus prisées sont les monnaies internationales, comme le dollar ou l'euro aujourd'hui, car elles sont acceptées sur l'espace mondial. Pour se développer, les pays ont besoin de monnaies internationales, car ils peuvent se procurer des biens et des services là où ils se trouvent. La conquête des monnaies internationales a été une priorité des pays en développement : les nouveaux pays industriels, les pays émergents et ceux d'Europe centrale ou

orientale. Certains, comme la Chine et de façon générale les pays d'Asie, ont si bien réussi qu'ils détiennent des montants colossaux de réserves de change. Une nouvelle problématique est donc née, très récemment : la gestion des réserves de change par les Banques centrales. Il est utile de comprendre comment les Banques centrales gèrent leurs réserves de change, car si elles en retirent des revenus substantiels, elles ne peuvent le faire à la manière des traders. Si les Banques centrales « s'amusaient » à spéculer avec leurs réserves de change, elles provoqueraient de graves crises financières. Avant que le Fonds Monétaire International n'intervienne, certaines Banques centrales ont mis en place des « protocoles » de bonne gestion de leurs réserves, avec l'achat de titres de première catégorie, comme les bons du Trésor ou les placements en dépôts à terme rémunérés. Mais derrière cette gestion rassurante, de type « bon père de famille », on oublie que les comptes de résultat des Instituts d'émission ont été bouleversés. Cette transformation radicale conduit au constat suivant : les revenus d'un bon nombre de Banques centrales issus de leur activité de placement deviennent supérieurs à celui qu'elles retirent de leur activité de refinancement des banques de second rang. Pour l'instant, ces questions sont ignorées, car on part du postulat que les Banques centrales représentent l'« intérêt général ». Et si les Banques centrales changeaient les règles du jeu, en affectant une partie de leurs réserves de change à la spéculation ? On voit ce qui arrive lorsque les profits bancaires des banques commerciales issus des placements spéculatifs, dépassent – et de très loin – les profits dégagés par leur activité traditionnelle des prêts aux ménages et aux entreprises. Les banques commerciales se déconnectent alors de la réalité économique. En sera-t-il de même un jour pour les Banques centrales ?

La problématique de l'unification des espaces monétaires

Il est curieux de constater que la problématique de l'unification monétaire reste incomprise, y compris avec la mise en place de l'euro. On s'étonne que des crises de change puissent affecter la zone euro, ou que des pays comme la Grèce rencontrent des problèmes d'endettement. Il suffit de relire R. Mundell (1961) et l'apport des théoriciens des zones monétaires optimales : Kenen, Mac Kinnon, Ingram, Johnson. Unifier une zone, c'est supprimer l'ajustement par les prix – le taux de change –. Il faut alors trouver d'autres facteurs d'ajustement qui minimisent les coûts économiques et sociaux au sein de la nouvelle union monétaire. Le rôle des critères d'optimalité est

justement de faire que la nouvelle union monétaire soit viable et pérenne. D'où l'importance pour les théories de la zone monétaire optimale de mettre en œuvre ces critères d'optimalité pour gérer les chocs asymétriques : mobilité du facteur travail, politique budgétaire unique, intégration financière et fiscale. Les théoriciens des zones monétaires optimales n'avaient pas la prétention de remplacer le taux de change. Mais au moins avaient-ils compris que la création d'une union monétaire posait de redoutables problèmes et que les coûts de l'unification pouvaient devenir très supérieurs aux gains attendus, si des critères structurels n'étaient pas réalisés. Dans la construction de la zone euro, un critère fondamental aurait dû au moins être réalisé : celui de la politique budgétaire unique, déjà avancé par Mundell, et sur lequel Kenen et Johnson avaient mis l'accent. La politique budgétaire unique aurait permis à la zone euro, comme cela se fait aux États-Unis ou dans de grands ensembles (Chine, Canada, etc.), de gérer les chocs asymétriques d'offre et de demande, spécifiques à la nouvelle union monétaire : politique de relance pour l'ensemble de l'union, réductions massives d'impôts, solidarité fiscale entre les États. Mais il aurait fallu prendre une décision politique courageuse : le transfert du droit de lever l'impôt des États nations au Parlement européen afin que le budget européen représente entre 35% et 40% du produit intérieur brut des pays membres de la zone euro. A la place, on a préféré mettre en place des critères de convergence, purement conjoncturels, dont on se doutait bien qu'ils ne seraient pas respectés par les États eux-mêmes, pourtant signataires du traité de Maastricht. L'union monétaire européenne ne pourra pas échapper à un débat sur les critères structurels définis par les théories économiques de la monnaie unique.

Nous avons choisi de traiter tous ces thèmes dans cinq parties :

- **Première partie** : Equilibre de la balance des paiements et systèmes monétaires internationaux
- **Deuxième partie** : Taux de change et théories de la détermination des taux de change
- **Troisième partie** : Le choix d'un régime de change
- **Quatrième partie** : Marché des changes et stratégies des Banques centrales
- **Cinquième partie** : L'intégration monétaire