

Quatrième partie

L'ajustement international

L'un des problèmes majeurs de la théorie économique internationale est l'ajustement. En effet, l'ouverture d'une économie se traduit par une perte d'efficacité des instruments budgétaires et monétaires, les premiers parce qu'une nouvelle fuite apparaît dans le multiplicateur (les importations), les seconds parce que la variation de la quantité de monnaie se heurte à des contraintes et à des impossibilités.

Nous parlerons donc successivement :

- du rééquilibrage de la balance des paiements (chapitre 1) ;
- de l'intégration monétaire (chapitre 2).

Chapitre 1

Le rééquilibrage de la balance des paiements

Il existe trois modes de rééquilibrage de la balance des paiements.

En effet, si nous notons :

Y, le niveau de revenu ;

A, le niveau de dépenses de consommation et d'investissement ;

X, les exportations ;

M, les importations ;

B, le solde de la balance commerciale ;

m, le niveau des encaisses,

nous pouvons écrire :

$$Y = A + (X - M) ; \quad (1)$$

$$B = (Y - A) = (X - M) ; \quad (2)$$

$$B = \Delta m. \quad (3)$$

Cette dernière équation prend en compte le fait que la variation du solde commercial entraîne nécessairement celle des quantités de monnaie détenues.

Il est alors possible d'analyser le solde commercial (et notamment ses variations) à partir de trois optiques :

1) l'optique des élasticités : $B = (X - M)$;

2) l'optique de l'absorption : $B = (Y - A)$;

3) l'optique monétaire : $B = \Delta m$.

SECTION 1 : L'OPTIQUE DES ÉLASTICITÉS

En neutralisant les effets liés au revenu, aux encaisses ou aux élasticités croisées, la demande de biens importés et exportés est essentiellement fonction de leurs prix. L'effet final des modifications de prix sur le courant des échanges ne dépend plus alors que de leurs élasticités. Cet effet sera

d'autant plus favorable que les élasticités seront normales et fortes. En excluant la modification directe des prix des biens, l'ajustement, dans l'optique des élasticités, se fait essentiellement par la modification du taux de change (dévaluation). C'est alors l'occasion de repréciser les effets attendus d'une dévaluation et des conditions de réussite d'une dévaluation.

1. Les effets attendus de la dévaluation

Le pays qui dévalue sa monnaie table généralement sur trois effets ;

- l'effet de détérioration des termes de l'échange ;
- l'effet volume ;
- les rentrées de capitaux.

Pour ce qui concerne le premier effet, l'effet de détérioration des termes de l'échange, il provient du fait que la dévaluation modifie le prix relatif des importations qui tend à s'élever en monnaie nationale et celui des exportations qui tend à diminuer en monnaie étrangère.

S'agissant à présent du second effet, l'effet volume, il est le résultat de la dépréciation du cours de change ($\delta e/e > 0$ à l'incertain). Cette dépréciation permet – toutes choses égales par ailleurs – d'obtenir :

- un accroissement des quantités exportées, $\delta X/X > 0$;
- une baisse des volumes importés, $\delta M/M < 0$, avec :

e , le cours de la monnaie (cotée à l'incertain) ;

X , le volume des exportations ;

M , le volume des importations ;

δX , la variation dans les quantités exportées ;

δM , la variation dans les quantités importées.

L'effet d'accroissement des exportations et de diminution des importations doit être suffisamment fort pour que le solde obtenu en valeur ($\delta X - \delta M$) puisse compenser l'effet précédent de détérioration des termes de l'échange. De ces deux résultats contrariés dépend le succès de la modification du change.

Quant au dernier effet, la rentrée des capitaux, nous relèverons que les rentrées de capitaux sont généralement affectées avant la dévaluation par des sorties spéculatives. Après la dévaluation, les capitaux devraient revenir après avoir profité de la prime de dévaluation. C'est pour cela que certains auteurs admettent que la dévaluation agit beaucoup sur le bas de la balance.

Mais ces trois effets normaux de la dévaluation ne jouent que si certaines conditions sont satisfaites.

2. Les conditions de réussite d'une dévaluation

Le succès d'une dévaluation repose donc sur les trois conditions suivantes :

- 1) qu'il n'y ait pas pleine utilisation des capacités de production, sinon il sera difficile de dégager les bases réelles du transfert (détournement) de l'offre domestique vers l'étranger et de la demande adressée par l'étranger aux produits locaux ;
- 2) que les phénomènes d'indexation soient limités. Il faut notamment que les salaires ne soient pas indexés sur les prix et en particulier sur le taux de change. Une certaine illusion monétaire est ainsi nécessaire ;
- 3) que les variations de change soient directement répercutées sur les termes de l'échange.

L'approche en terme d'élasticité présente malheureusement l'inconvénient d'avoir un contenu exagéré statistique qui complique les calculs et biaise les données. De même, elle ne fait pas suffisamment ressortir les effets négatifs d'une dévaluation.

Outre son action sur la résorption du déficit, la dévaluation, augmentant les exportations et substituant des produits locaux aux importations, se traduit par une hausse de la production, du revenu et de l'emploi. C'est sur cet effet revenu que s'appuie ALEXANDER (1952, 1959) pour proposer une nouvelle approche, fondamentalement différente tant dans sa construction que dans ses enseignements.

SECTION 2 : L'OPTIQUE DE L'ABSORPTION

Développée dans un cadre keynésien, l'approche par l'absorption tend à montrer que, dans de nombreux cas, une dévaluation se traduit par une détérioration du solde courant, même lorsque la condition sur les élasticités est respectée.

Deux contributions ont été importantes à cet égard :

- Sidney ALEXANDER (1952) qui étudie la réaction du revenu sur la balance des paiements ;
- Harry JOHNSON (1955) qui complète cette analyse en prenant en compte deux absorptions, celle du pays et celle du reste du monde.

1. Les fondements de l'approche de l'absorption : l'analyse d'ALEXANDER

ALEXANDER utilise l'approche de l'absorption pour expliquer les effets d'une dévaluation sur la balance commerciale. Pour lui, l'approche de l'absorption n'est qu'une modalité de l'approche par le revenu (AFTALION, MEADE). L'analyse d'ALEXANDER fait intervenir à la fois des effet-prix et effet-revenu.

Il part de l'équation de l'équilibre global en économie ouverte et pose la condition suivante :

$$X - M = Y - A,$$

avec X , la valeur des recettes courantes ;

M , la valeur des dépenses courantes ;

Y , le revenu national ;

A , l'absorption ou dépense domestique globale
(consommation + investissement).

Si B représente le solde des transactions courantes, on peut écrire :

$$B = X - M = Y - A.$$

Ce qui donne en terme de variation :

$$\Delta B = \Delta Y - \Delta A. \quad (7)$$

Ainsi, la dévaluation agit de deux manières sur le solde courant :

- indirectement, à travers la variation des revenus induite (ΔY) ;
- directement, à travers l'effet qu'elle exerce sur la dépense domestique (à niveau de revenu inchangé ΔA).

2. Les effets de l'approche de l'absorption

La variation de la balance correspond à la différence entre la variation du revenu national et l'absorption. Une dévaluation améliore la balance si ΔY augmente plus que ΔA . Or, ΔA résulte à la fois des variations de revenu et des variations de prix.

L'accroissement de revenu entraîne une augmentation de $\alpha\Delta A$ de l'absorption, α étant la propension marginale à absorber (ou ce que METZLER et MARSHALL appellent la propension à la dépense domestique), la valeur de α est égale à la somme de c et de e (respectivement les propensions à consommer et à investir).

La dévaluation entraîne une augmentation des prix domestiques qui peut réduire l'absorption d'un montant δA , d'où :

$$\Delta A = \alpha\Delta Y + \delta A,$$

on a :

$$\Delta B = \Delta Y - (\alpha\Delta Y + \delta A)$$

$$= \Delta Y - \alpha\Delta Y - \delta A$$

$$\Delta B = \Delta Y (1 - \alpha) - \delta A$$

$\Delta Y (1 - \alpha)$ correspond à l'effet-revenu direct et indirect et δA à l'effet-prix direct sur l'absorption.

ALEXANDER combine ainsi les deux effets revenu et prix. Il distingue logiquement les effets selon leur vecteur : le revenu réel et l'absorption.
(effet-balance = effet-revenu + effet-prix).

A –L'effet-revenu

La première action (action indirecte) se produit lorsqu'il y a sous-emploi des capacités productives du pays. Dans ce cas, le supplément d'exportation et la baisse des importations stimulent le revenu national par l'entremise du multiplicateur du commerce extérieur.

ALEXANDER distingue un « effet de ressources oisives » ou « effet de sous-emploi des ressources » et un « effet termes de l'échange ».

« L'effet de sous-emploi de ressources » recouvre l'augmentation du revenu consécutive à celle du produit, à la suite d'une hausse des exportations. Toutefois « l'effet de ressources oisives » n'améliore pas obligatoirement la balance courante, bien au contraire. Pour que le multiplicateur du commerce extérieur provoque une augmentation du revenu, il faut qu'il y ait sous-emploi, sinon il y aurait un simple détournement de flux.

Soit R , la modification résultant de la variation de l'emploi. L'effet de sous-emploi des ressources $R(1 - \alpha)$ est positif si $\alpha < 1$. Or, α peut être supérieure à 1, dans le cas d'un pays instable en isolement.

L'effet positif de stimulation de revenu, qui est dû à la mise en œuvre des capacités de production oisives (exportations) et/ou à l'expansion des activités domestiques substituts des importations, se double d'un second, lui négatif, qui procède de la diminution induite de revenu imputable à la détérioration des termes de l'échange.

L'effet terme de l'échange se manifeste nécessairement car généralement la dévaluation entraîne une détérioration des termes de l'échange du pays dévaluateur, donc une diminution du gain de l'échange et une réduction du revenu. C'est une influence inverse de l'effet de sous-emploi des ressources.

	$\alpha > 1$	$\alpha < 1$
Effet de sous-emploi dominant	$\Delta B < 0$	$\Delta B > 0$
Effet terme de l'échange dominant	$\Delta B > 0$	$\Delta B > 0$

Pour ALEXANDER, le cas le plus courant correspond à $\alpha > 1$. De plus, si on se trouve en situation de sous-emploi, l'effet de ressources oisives est habituellement dominant. La dévaluation se traduit alors par une détérioration du solde courant.

B – L'effet-prix

Une dévaluation entraîne une hausse du niveau général des prix qui parvient, selon ALEXANDER, à diminuer l'absorption et a un effet favorable sur la balance des paiements, puisque $B = Y - A$.

Si l'effet d'accroissement du revenu l'emporte sur la réduction du revenu tenant à la dégradation des termes de l'échange, on aura $\Delta Y > 0$. Pour que la dévaluation réussisse, c'est-à-dire qu'elle améliore le solde de la balance courante, il faut que la variation de l'absorption soit négative (effet direct de la variation de change sur l'absorption).

Trois mécanismes permettent généralement de contracter l'absorption :

- l'effet d'encaisse ;
- l'effet de distribution de revenu ;
- l'effet d'illusion monétaire.

L'effet d'encaisse réelle (effet PIGOU) conduit les agents à réduire leurs dépenses ou à vendre des titres si l'offre de monnaie n'augmente pas. La dévaluation élève le niveau général des prix et diminue la valeur réelle des encaisses, ce qui conduit les agents à les reconstituer. Cette diminution intervient soit à la suite d'une réduction des dépenses d'importation, soit en économisant sur les autres dépenses.

Un effet de redistribution ensuite, du fait que la dévaluation améliore davantage les revenus des groupes qui ont une propension à épargner importante, au détriment de ceux qui consomment davantage. Pour ALEXANDER, la hausse des prix induite par la baisse du change a le mérite de diminuer l'absorption.

Un effet d'illusion monétaire enfin, qui entraîne une augmentation de l'épargne des agents qui s'appuient sur le relèvement de leur niveau de revenu nominal (l'épargne est donc une fonction croissante du revenu nominal).

3. Les prolongements de l'approche de l'absorption : l'apport de HARRY JOHNSON

JOHNSON introduit un nouveau concept : la propension du pays à consommer les biens exportables. Il utilise alors quatre notions (la première lettre indique l'origine, la seconde la destination des biens).

Pour le pays A, il définit deux propensions :

- C_{aa} , la propension du pays A à consommer les biens qu'il pourrait exporter ;
- C_{ba} , la propension du pays A à consommer les biens exportés par B (m_a) ;

Pour le pays B :

- C_{bb} , la propension du pays B à consommer les biens qu'il pourrait exporter ;
- C_{ab} , la propension du pays B à consommer les biens exportés par A (m_b).

Deux de ces propensions sont des propensions à importer habituelles. S'il y a une baisse de revenu en B, l'effet sur les termes de l'échange dépend de trois conditions :

- la somme des propensions à importer ($C_{ba} + C_{bb}$) : si $(C_{ab} + C_{ba}) > 1$, il y aura une amélioration des termes de l'échange pour B parce que ses importations diminuent avec le revenu. Cependant, les exportations restent élevées puisqu'elles dépendent du revenu de A qui reste inchangé ;

- la différence entre les deux propensions du pays considéré ($C_{ba} - C_{bb}$) : si $(C_{ba} - C_{bb}) > 0$, il y aura une amélioration des termes de l'échange de B car ses produits sont plus demandés par l'étranger que par lui-même ;
- la somme des propensions à consommer des biens exportés ($C_{aa} + C_{bb}$) : si $(C_{aa} + C_{bb}) < 1$, il y aura une amélioration des termes de l'échange de B, parce qu'aucun des deux pays n'absorbe trop les biens qui pourraient être exportés.

Pour apprécier l'effet sur les prix d'une variation de revenu, il faut qu'il y ait simultanément :

- $(C_{ab} + C_{ba}) > 1$;
- $(C_{ba} - C_{bb}) > 0$;
- $(C_{aa} + C_{bb}) < 1$.

Si ces trois expressions sont positives, les deux effets se compensent et facilitent le rééquilibrage de la balance.

L'approche en terme de revenu prévient les insuffisances de l'approche en terme de prix. Elle établit que les effets recherchés d'une dévaluation ne persisteront que si la production l'emporte sur l'absorption. Elle présente néanmoins deux limites :

- axée sur les mécanismes d'ajustement de la balance commerciale et au mieux de la balance courante, elle ignore les mécanismes d'ajustement de la balance des paiements (balance globale) ;
- reposant sur une analyse en terme de flux, elle ignore les réajustements de stocks et leurs effets.

SECTION 3 : L'APPROCHE MONÉTAIRE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS

Développée à l'origine par les services du F.M.I. pour résoudre le problème des pays – pour la plupart sous-développés – mal équipés statistiquement, cette approche mettait en évidence une relation simple entre la masse

monétaire et le solde de la balance des paiements (POLAK, 1957). Approfondie par R. MUNDELL (1968), par FRENKEL et JOHNSON (1976), elle occupe pendant plusieurs années une place très importante dans l'analyse du déséquilibre extérieur.

L'émergence de cette approche est liée à deux changements caractéristiques des années 70 :

- d'un point de vue historique, l'effondrement du système de BRETTON WOODS et les désajustements des balances de paiements à la suite du premier choc pétrolier ;
- d'un point de vue théorique, l'affirmation du monétarisme comme cadre essentiel de l'analyse économique.

Dans sa logique de construction, l'approche monétaire présente trois caractéristiques :

- c'est une théorie d'équilibre automatique ;
- elle est centrée sur la balance des règlements officiels (contrairement à l'analyse de HUME, les mouvements de capitaux sont bien pris en compte ici) ;
- la monnaie est au centre du processus d'ajustement (un déséquilibre de la balance des règlements officiels en changes fixes ou une modification du taux de change en changes flexibles, conséquence de l'inadéquation entre offre et demande de monnaie, permettent le rétablissement de l'équilibre).

1. Le cadre d'analyse

Le noyau du modèle est constitué de quatre équations :

- trois définissent les conditions d'équilibre sur le marché interne de la monnaie (demande, offre et équilibre) ;
- la dernière représente la parité des pouvoirs d'achat.

À ce bloc, il convient d'ajouter trois relations qui permettent de spécifier les caractéristiques de l'équilibre et ses canaux de transmission :

- la parité des taux d'intérêt ;
- la détermination de ce taux ;
- le solde de la balance des règlements officiels.

$$M_d = pk(Y) \quad (1)$$

$$M_o \equiv C + eR \quad (2)$$

$$M_d = M_o \quad (3)$$

$$P = eP^* \quad (4)$$

$$i = i^* \quad (5)$$

$$i = i(p, Y, M) \quad (6)$$

$$\Delta R \equiv (M_d - M_o) / e \quad (7)$$

$$\Delta R = B \quad (8)$$

avec :

M_d , la quantité de monnaie demandée ;

M_o , la quantité de monnaie offerte ;

C, le crédit domestique ;

P, le niveau de prix domestique ;

P^* , le niveau de prix étranger ;

e, le cours de change à l'incertain ;

i, le niveau du taux d'intérêt domestique ;

i^* , le niveau du taux d'intérêt étranger ;

ΔR , la variation des réserves de change mesurées en monnaie étrangère.

L'équation (1) est une équation de demande de monnaie habituelle, dans laquelle M_d dépend du revenu réel et des prix.

L'équation (2) est une identité qui montre que l'offre de monnaie est nécessairement égale à la somme des crédits domestiques et de la quantité des réserves détenues par les autorités monétaires. Elle exclut par conséquent toute stérilisation des réserves.

L'équation (4) représente la relation de la parité des pouvoirs d'achat.

L'équation (7) montre que la variation des réserves est exactement égale à

la différence entre la demande et l'offre de monnaie. Ainsi, tout déséquilibre *ex ante* entre offre et demande de monnaie se traduit par un déséquilibre correspondant du solde global des paiements (8). Ce qui permet d'écrire en monnaie nationale :

$$B = h (M_d - M_o) ; \quad (13)$$

$$M_d - M_o < 0 \Leftrightarrow B < 0 \text{ (déficit) ;}$$

$$M_d - M_o > 0 \Leftrightarrow B > 0 \text{ (excédent).}$$

On comprend dès lors comment peut se réaliser le retour à l'équilibre en cas de déficit de la balance des paiements. Celui-ci ne devrait d'ailleurs avoir, dans l'optique monétaire, qu'un effet purement transitoire.

Le déficit signifie qu'il y a excès de monnaie et que les agents s'en débarrassent. La baisse du change aurait pour effet d'élever le niveau général des prix, ce qui obligerait les agents résidents à restaurer leurs encaisses réelles en comprimant leurs dépenses. Il y aurait alors excès de revenu par rapport à la dépense et rétablissement de l'équilibre extérieur.

2. Les conséquences de l'approche monétaire de la balance des paiements

L'approche monétaire pose néanmoins quelques problèmes :

- 1) certaines de ses hypothèses de base sont assez héroïques : hypothèse de petit pays preneur de prix, rejet de toute action de stérilisation de réserves ;
- 2) la correction de l'écart entre le stock désiré et le stock offert de monnaie ne paraît concevable qu'en longue période ;
- 3) le fait de vouloir éviter toute référence aux balances partielles rend plus difficile l'identification des causes du déséquilibre.

L'idée de départ est que tout déséquilibre de la balance des paiements est monétaire dans son essence (H. JOHNSON). Le solde de la balance globale reflète donc le déséquilibre du marché de la monnaie.

Chapitre 2

L'intégration monétaire

Dans certaines situations, un pays peut préférer des changes fixes aux changes flexibles. Dès lors se pose une question fondamentale : jusqu'où peut-on étendre une zone monétaire intégrée ? Quelle est la taille d'une zone monétaire optimale, autrement dit, une zone à l'intérieur de laquelle les variations de change sont impossibles ?

Pour répondre à ces questions, il faut étudier comment les ajustements se font entre régions d'un même pays. En effet, les problèmes d'ajustement d'une région n'impliquent pas directement la balance des paiements, en partie parce que la région ne détient pas en propre des réserves officielles susceptibles de provoquer un déficit de devises.

L'intégration monétaire entre les pays trouve sa justification et certaines de ses modalités dans la théorie des zones monétaires optimales que nous exposerons en premier avant de présenter quelques exemples d'intégration monétaire.

SECTION 1 : LES THÉORIES DES ZONES MONÉTAIRES OPTIMALES

Une zone monétaire optimale désigne une réunion d'espaces économiques qui sont :

- soit soumis à une seule souveraineté monétaire et à un régime de monnaie unique ;
- soit caractérisés par l'existence d'une structure de parités fixes et irrévocables entre leurs différentes monnaies.

C'est donc une zone à l'intérieur de laquelle les changes sont fixes et flottants à l'extérieur. Il s'agit ainsi d'une partition optimale de l'espace économique mondial grâce à laquelle chaque espace monétaire national choisit la procédure d'ajustement (en particulier le régime de change) qui convient le mieux à

ses données économiques et politiques. Plusieurs critères ont été utilisés pour définir la zone monétaire optimale. Nous présenterons successivement :

- l'analyse de MUNDELL et ses prolongements ;
- l'analyse en termes d'avantages-coûts de BEAN ;
- l'analyse en termes de conditions macro-économiques.

1. L'analyse de MUNDELL et ses prolongements

La notion de zone monétaire optimale a été proposée par MUNDELL en 1961. Elle a fait l'objet d'une abondante littérature et différents critères ont été avancés pour justifier, par l'analyse économique, la présence ou l'absence d'intégration monétaire.

A –La présentation de MUNDELL : le critère de mobilité des facteurs

Pour MUNDELL, la mobilité des facteurs de production entre les espaces économiques est la condition nécessaire et suffisante d'une zone monétaire optimale.

Pour l'illustrer, MUNDELL prend deux espaces économiques A et B (chacun de ces pays connaît au départ l'équilibre de la balance des paiements). Si pour une raison quelconque, une partie de la demande A se reporte en B, ce déplacement de la demande de A en faveur des produits de B entraîne le chômage en A et l'inflation en B. Cette situation, défavorable pour les deux espaces, appelle des solutions différentes selon qu'il y a ou non mobilité des facteurs de production.

En situation de fixité de change et d'immobilité des facteurs entre A et B, toute politique monétaire expansionniste contre le chômage en A entraîne une détérioration de la balance des paiements de A. Parallèlement, toute politique de lutte contre l'inflation en B accentue la déflation dans cet espace. Il faut donc recourir aux changes flexibles pour résoudre le problème du conflit d'objectifs. La flexibilité des changes pallie ainsi le défaut de mobilité des facteurs de production.

Lorsque les facteurs sont parfaitement mobiles entre A et B, le chômage et l'inflation sont en partie éliminés par le déplacement de la main d'œuvre de A vers B. Les changes fixes entre les deux espaces ne nuisent pas aux ajustements et ces deux espaces appartiennent à la zone monétaire optimale.

MUNDELL a adapté, pour les besoins de la théorie monétaire, le postulat de RICARDO sur le commerce international. La frontière de la zone monétaire optimale, c'est la limite à partir de laquelle il n'y a plus de mobilité de facteurs. L'immobilité des facteurs est donc extérieure à la zone et la mobilité intérieure à la zone.

L'analyse de MUNDELL repose sur trois hypothèses :

- le plein-emploi en A et en B ;
- l'équilibre de la balance des paiements dans les deux pays ;
- la rigidité à la baisse des prix et des salaires.

C'est la dernière hypothèse qui renforce son analyse car si les salaires étaient flexibles, on éviterait le chômage en A, de même qu'on enregistrerait une détérioration des termes de l'échange de A si les prix étaient flexibles.

De nombreuses critiques ont été faites à l'analyse de MUNDELL. Relevons principalement celle de FLEMING (1971) qui affirme que la mobilité internationale du capital doit être la condition préalable à la création d'une zone monétaire optimale. Cette mobilité dépend de la nature du déséquilibre, de la sensibilité de l'investissement dans l'activité économique et de la période d'ajustement. Toutes les critiques font remarquer que la mobilité factorielle n'est pas un bon substitut aux instruments traditionnels d'ajustement que sont : la gestion de la demande et la variation du taux de change.

B – Le critère de degré d'ouverture de McKINNON

McKINNON publie son article dans *American Economic Review* en 1963. McKINNON définit la zone monétaire optimale comme une zone dans laquelle les politiques monétaires et fiscales sont utilisées pour atteindre trois objectifs (parfois contradictoires) :

- le plein-emploi ;
- l'équilibre de la balance des paiements ;
- la stabilité des prix.

L'analyse de McKINNON s'appuie sur la distinction entre biens échangeables (BE) et biens non échangeables (BNE). Ainsi, lorsque l'économie est très ouverte, c'est-à-dire lorsque le rapport BE/BNE est élevé, l'économie a intérêt à adopter la fixité de son taux de change par rapport au reste du monde.

Dans ce cas, l'amélioration de la balance commerciale passe par la réduction de l'absorption interne et les modifications du taux de change provoquent des effets négligeables sur une production au départ largement exporté. Le flottement des monnaies serait donc incompatible avec la stabilité des prix internes.

Parallèlement, si l'économie est peu ouverte (rapport BE/BNE peu élevé), la modification du taux de change (flexibilité) peut améliorer de manière notable la balance commerciale puisque les élasticités-prix des importations et des exportations sont plus déterminantes que l'élasticité-revenu des importations. Le recours au flottement des monnaies rétablit l'équilibre extérieur.

L'analyse de McKINNON se résume à l'idée qu'un fort degré d'ouverture est le critère fondamental pour la réalisation d'une zone monétaire optimale. Toute économie ouverte (rapport élevé) gagnerait à fixer son taux de change par rapport à l'extérieur. L'utilisation dans une telle économie de la flexibilité du taux de change est dommageable pour la stabilité des prix intérieurs. Elle devra donc s'affranchir de cet instrument de politique économique.

Nous retiendrons deux critiques à l'analyse de McKINNON :

- 1) celle qui repose sur l'utilisation des termes biens échangeables et biens non échangeables (Pascal SALIN, 1974). Les biens actuellement non échangeables pour un prix de marché donné peuvent le devenir pour un autre ;
- 2) celle qui estime que l'hypothèse de stabilité des prix dans le reste du monde, que retient McKINNON, est difficilement vérifiable (ISHIYAMA, 1975). C'est une hypothèse qui aurait pu être acceptée dans les années 50

et 60, à l'époque du système de Bretton Woods. Elle ne peut plus l'être depuis les années 70-80, les chocs pétroliers ayant entraîné une véritable instabilité des prix.

C – Le critère de diversification des économies nationales : KENEN

Pour KENEN (1969), une économie diversifiée a les moyens de compenser les effets néfastes (inflation/chômage) dus à l'instabilité de la demande de certains produits. Elle peut donc entrer en relation avec le reste du monde par des taux de change fixes. La diversification constitue ainsi un élément de zone monétaire optimale. Inversement, une économie peu diversifiée doit, pour amortir les à-coups de la demande, instaurer vis-à-vis du reste du monde des changes flexibles.

Plusieurs critiques ont été faites à l'analyse de KENEN :

1) Celle relative au concept de diversification qui apparaît ambigu à certains égards. FLANDERS (1969) conteste ce terme qui, pour KENEN, désignait en fait une économie ayant une industrie d'importation et non pas une économie exportant beaucoup de produits.

2) celle relative aux hypothèses peu pertinentes que retient KENEN repose sur deux hypothèses :

- une offre nationale infiniment élastique avec un taux de salaire nominal donné ;
- la variation au même rythme du prix international des biens importés et du taux de salaire.

Si on supprime ces deux hypothèses, les propositions de KENEN ne tiennent plus.

3) Les effets sur une économie nationale des fluctuations de la demande qui deviennent cycliques. Ce qui conduit à se demander si, dans ces conditions, la fixité est encore recommandable.

SALIN pense qu'une économie diversifiée n'a intérêt à participer à une zone monétaire qu'à la condition que les fluctuations de la demande extérieure ne soient pas systématiques.

D –Le critère de degré d'intégration financière :

INGRAM, SCITOVSKY

L'équilibre de la balance des paiements ne doit pas seulement être considéré du point de vue commercial mais aussi du point de vue financier. Aussi est-il nécessaire de s'intéresser aux caractéristiques financières d'une économie pour déterminer la taille optimale d'une zone monétaire.

Les partisans de cette analyse (INGRAM 1962 et 1973, SCITOVSKY, 1958 et 1967) estiment qu'un grand degré d'intégration sur les marchés financiers de capitaux d'une zone élimine la nécessité de recourir aux taux de change flexibles pour corriger les déséquilibres des paiements. Un grand degré d'intégration financière est donc un critère d'optimalité d'une zone monétaire.

Le degré d'intégration financière peut, selon COURRY et PORTER (1974), se mesurer par le niveau de compensation qu'exercent les flux de capitaux. Et dans ces conditions, la mobilité de ces capitaux apparaît comme un préalable à la création d'une zone monétaire optimale.

Si la base monétaire ne dépend plus des pouvoirs publics, la politique interne ne peut plus jouer. Les mouvements à court terme, qui modifient la base monétaire en dehors des vœux internes, sont fonction des taux d'inflation anticipés et de l'accélération de la croissance économique à travers l'effet revenu et la variation des agrégats monétaires.

Pour qu'il y ait une zone monétaire optimale et qu'il n'y ait pas déséquilibre, il faut donc :

- une cohérence des politiques monétaires ;
- une homogénéité des taux de croissance ;
- une monnaie commune.

2. L'analyse en terme d'avantages-coûts : BEAN

Une seconde approche des unions monétaires consiste à évaluer les coûts et avantages qui résultent de l'entrée d'un pays dans une union monétaire (C.R. BEAN, 1992).

Les théories traditionnelles se sont bornées à montrer dans quelle mesure la variation du taux de change est inutile et efficace. Dans ces cas, la fixité ou la monnaie commune sont appropriées. Toutefois, ces analyses n'ont pas spécifié les avantages de la monnaie commune. Ce que va faire l'analyse en termes d'avantages-coûts qui se présente, selon ISHIYAMA (1975), comme une « approche alternative ». Son principal avantage est d'évaluer les bénéfices et les coûts d'une participation à une union monétaire.

Cette approche reconnaît à l'union monétaire trois séries d'avantages :

- l'amélioration de la valeur liquide de la monnaie ;
- l'élimination de la spéculation de change ;
- l'élimination des coûts de gestion des ressources extérieures.

Concernant le premier avantage, la monnaie commune élimine les coûts de conversion monétaire. Elle constitue la meilleure réserve de valeur et favorise une allocation efficace des ressources ainsi qu'une intégration économique.

Le second avantage vient de ce que la monnaie unique élimine les mouvements spéculatifs du fait de l'harmonisation des politiques économiques.

Quant au dernier avantage, il tient au fait que les participants à l'union monétaire sont libérés de l'obligation d'avoir des réserves extérieures pour les transactions internes à l'union à l'instar des régions d'un pays.

L'union monétaire comporte également des coûts. Nous en relevons quatre essentiellement :

- 1) La perte d'autonomie, qui signifie :
 - l'abandon du pouvoir de modifier l'offre de monnaie nationale ;
 - la réaction d'un marché de capitaux intégré ;
 - la création d'une banque centrale supranationale.

2) L'union monétaire contraint la politique fiscale nationale qui perd son autonomie, alors qu'une politique fiscale expansionniste peut être un bon stimulant du revenu national et de l'emploi.

3) Si chaque pays a sa propre courbe de PHILLIPS, une monnaie commune peut aggraver cette relation. Et dans ce cas, le dilemme inflation-chômage peut disparaître et laisser la place à plus d'inflation et plus de chômage.

4) Avec une flexibilité possible des salaires et des prix à la baisse, les régions à croissance rapide attireront les capitaux par rapport aux régions à croissance faible.

3. La définition des conditions macro-économiques

La troisième approche des unions monétaires consiste à définir des conditions macro-économiques que doivent remplir les pays qui y adhèrent. On parlera notamment des similitudes des taux d'inflation, du degré d'intégration des politiques économiques et de la définition de certains critères macro-économiques.

A –La similitude des taux d'inflation (HABERLER, FLEMING)

HABERLER (1970), FLEMING (1971) et DE GRAUWE (1975) pensent que les déséquilibres de la balance des paiements tiennent souvent aux divergences de tendance des taux d'inflation nationaux. Ces différentiels d'inflation proviennent des différences de développement structurel, des différences dans l'agressivité commerciale et des différences dans les politiques monétaires nationales.

L'accent est mis sur les perturbations macro-économiques de l'offre et de la demande, les perturbations d'ordre micro-économique étant exclues.

La pertinence de ce critère dépend essentiellement :

- de l'importance du différentiel d'inflation et du différentiel de croissance comme sources de perturbations de la balance des paiements ;
- du degré « d'intraitabilité » de la divergence des coûts et des tendances inflationnistes entre nations.

Ce critère perd donc de son importance lorsque le différentiel d'inflation n'est pas un problème insoluble.

B –Le degré d'intégration des politiques économiques

HABERLER (1970), INGRAM (1969), TOWER et WILLET (1970) estiment que ce ne sont pas tellement les caractéristiques économiques qui sont importantes pour la formation d'une zone monétaire. C'est plutôt un degré de compatibilité entre les pays membres quant à leur attitude face à la croissance de l'inflation et face au chômage.

À titre d'exemple, un pays qui a un niveau de chômage faible et des pressions inflationnistes serait un mauvais partenaire pour un autre pays qui connaît un taux d'inflation bas et une forte croissance. MAGNIFICO (1972) en déduit qu'une zone monétaire est optimale lorsqu'elle comprend des régions ou des nations qui ont des propensions à l'inflation voisines.

C –Les critères macro-économiques : BOURGUINAT et KINDLEBERGER

Fondant leurs critiques sur le fait que les critères de MUNDELL, de McKINNON, d'INGRAM et de SCITOVSKY sont plus portés vers l'arbitrage changes fixes – changes flexibles, autrement dit beaucoup plus sur l'arbitrage union monétaire – autonomie que vers les conditions de réalisation d'une véritable union monétaire, BOURGUINAT et KINDLEBERGER ont fait d'autres propositions.

BOURGUINAT (1973) pense qu'il faut soumettre tout projet d'union monétaire à une sorte d'indicateur d'opportunité qui repose sur une double condition :

- la circulation d'un actif acceptable à l'intérieur de la zone ;
- la communauté ou tout au moins la proximité des préférences nationales en matière d'évolutions significatives (taux d'inflation, productivités, salaires réels, etc.).

Ce critère repose sur l'idée qu'en dehors d'un consensus entre les pays sur les déterminants essentiels de leur économie, tout processus de monnaie unique est quasiment impossible.

KINDLEBERGER (1986) retient quant à lui les critères suivants :

- l'intensité des échanges ;
- des préférences identiques (ou proches), aussi bien pour les biens et services qu'ils échangent que pour les biens collectifs eux-mêmes.

Les conditions nécessaires d'une union monétaire seraient donc, selon KINDLEBERGER, les critères traditionnels (mobilité des facteurs et ouverture des économies). La condition suffisante de l'union monétaire est l'existence d'un accord entre pays membres sur une ou quelques grandes préférences relatives aux objectifs-clés qui commandent leur avenir.

Les analyses de BOURGUINAT et KINDLEBERGER donnent un éclairage nouveau par rapport aux critères traditionnels ainsi qu'à celui de KENEN, dans la mesure où elles fixent les conditions d'optimalité. Cependant, elles n'épuisent pas la question des zones monétaires optimales, surtout au regard du fonctionnement actuel de quelques zones monétaires.

SECTION 2 : QUELQUES EXEMPLES D'INTÉGRATION MONÉTAIRE

Nous parlerons plus précisément du Système Monétaire Européen et de la zone franc.

1. Le système monétaire européen (S.M.E.) et son évolution

Les Européens ont toujours souhaité avoir entre eux une zone de plus grande stabilité. Rappelons que les limites de fluctuations de + ou - 1 % établies par les accords de Bretton Woods étaient réduites à + ou - 0,75 % entre les pays participant à l'Accord Monétaire Européen des Paiements (U.E.P.) de 1958.

Dès 1970, les États membres de la C.E.E. avaient cherché à établir entre eux des relations de change plus stables et c'est ainsi qu'ils avaient projeté de réduire progressivement la marge alors autorisée de 1,50 % (+ ou - 0,75 %) à 1,20 % (plan WARNER). Mais le flottement du mark, d'une part, la décision de NIXON de rendre le dollar inconvertible, d'autre part, ont empêché la réalisation de cet objectif. Et c'est alors qu'ils vont mettre en place le serpent monétaire.

A – Du serpent monétaire au S.M.E.

Après les accords de Washington, les marges de fluctuation entre les monnaies de la Communauté Européenne pouvaient atteindre jusqu'à 9 % (phénomène de cumul des marges). Aussi les six États de la C.E.E., après consultation des quatre pays qui devaient entrer dans la communauté le 1^{er} janvier 1973 (Royaume-Uni, Irlande, Norvège, Danemark), créent-ils au printemps 1972 par les accords de Bruxelles-Bâles (mars-avril 1972), le serpent monétaire. Le serpent va évoluer tout d'abord à l'intérieur d'un tunnel plus grand, puis sortira du tunnel avant de disparaître totalement.

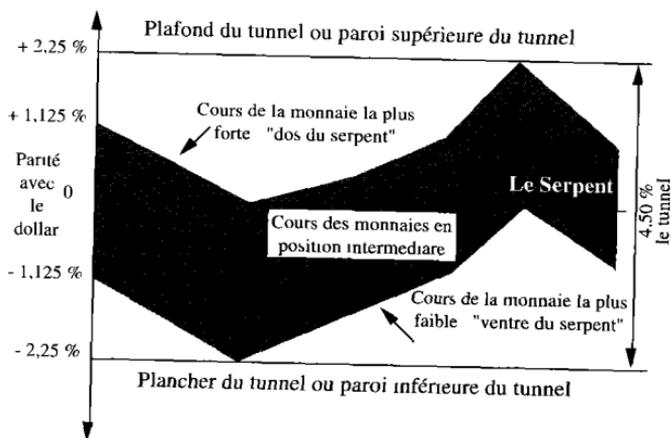
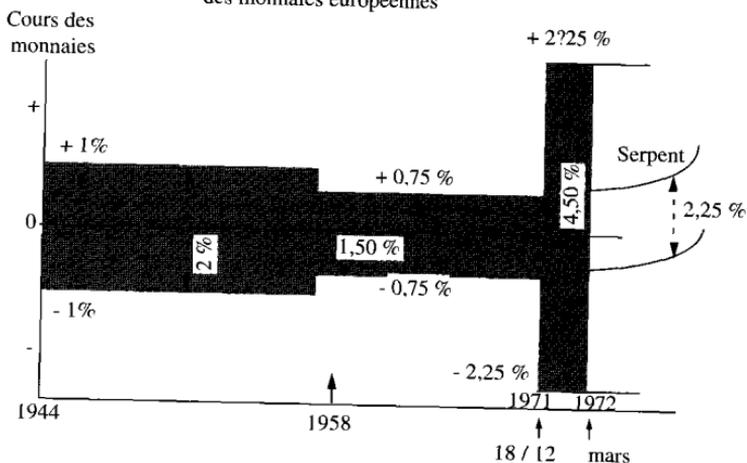
a1 – Le serpent dans le tunnel

Par les accords de Bruxelles-Bâles, les pays membres décidèrent :

- 1) de retirer au dollar son rôle de monnaie de compte dans la C.E.E. La devise américaine est remplacée par l'Unité de Compte (U.C.) définie pour 1/35 d'once d'or fin ;
- 2) de réduire de moitié les marges de fluctuation entre les monnaies européennes. Ce qui signifie qu'au lieu des 4,5 % autorisés par les accords de Washington (tunnel), les fluctuations (écart instantané) entre les monnaies européennes ne pourront dépasser 2,25 % en tout. La presse économique utilise alors l'image du « serpent européen » évoluant à l'intérieur du « tunnel » plus large imposé à l'ensemble des monnaies occidentales.

La technique du serpent dans le tunnel est la définition d'une bande européenne de fluctuations plus étroites (+ ou - 1,125 %) qui serpente entre les limites d'une bande plus large (+ ou - 2,25 %) comme l'illustrent les deux schémas ci – dessous.

Evolution des marges de fluctuation des monnaies européennes



a2 – Le serpent sort du tunnel

C'est la détérioration de la situation américaine qui va provoquer l'écroulement de l'édifice fragile construit depuis 1971. Les États-Unis d'Amérique ne parvenant pas à rééquilibrer leur balance extérieure, il va y avoir une nouvelle vague de spéculation et on en arrive à la dévaluation de 10 % du dollar dans la nuit du 12 au 13 février 1973. Ne pouvant plus défendre les nouvelles parités fixées unilatéralement par les États-Unis d'Amérique, la plupart des pays vont décider de laisser flotter leurs monnaies. Et le système mis en place à Washington en décembre 1971 s'écroule.

Face à cette situation, les Européens vont :

1) mettre en place, le 3 avril 1973, le Fonds Européen de Coopération Monétaire (FECOM), chargé de gérer le financement à très court terme des crédits nécessaires au maintien des monnaies à l'intérieur du Serpent et le soutien de crédits mutuels dans la limite d'un total de quotes-parts s'élevant à un milliard d'unités de compte ;

2) se mettre d'accord, aux négociations de Bruxelles (mars 1973), pour maintenir à partir du 19 mars le serpent (2,25 % d'écart instantané maximal entre les monnaies européennes) mais en laissant librement flotter ce serpent par rapport au dollar. Les banques centrales, qui avaient contracté la double obligation de maintenir leur monnaie dans le serpent et dans le tunnel, cessent d'intervenir pour soutenir le cours du dollar.

Le serpent n'est plus enfoncé dans le tunnel car le tunnel n'existe plus (à partir de 1973), le dollar flotte et il n'est plus question de parités des monnaies par rapport au dollar. On a alors dit que le serpent sortait du tunnel.

La lire, les livres britannique et irlandaise, trop faibles, sont autorisées à ne pas entrer dans le serpent, mais à flotter jusqu'au rétablissement des situations internes des trois pays.

Le mark, qui avait percé le dos du serpent, est réévalué de 3 % pour y revenir en mars 1973. Il sera réévalué de 5,5 % au mois de juin de la même année.

Le franc quitte le serpent le 19 janvier 1974 ; il y revient en juillet 1975 pour sortir de nouveau en mars 1976, laissant en vie ce qu'on a pu appeler un « mini serpent » qui a fait alors figure de « zone mark ».

Cette deuxième dévaluation du dollar et le flottement généralisé des monnaies qui s'ensuit, consacre l'effondrement définitif du système de Bretton Woods.

Ainsi, avec la défection de L'Angleterre et de l'Irlande en 1972, de l'Italie en 1973 et de la France en 1974 et 1976, le Serpent avait perdu tout caractère communautaire. Et c'est pourquoi le Conseil Européen, réuni à Bruxelles le 5 décembre 1978, a décidé de l'instauration du S.M.E. Ce système, qui devait entrer en vigueur le 1^{er} janvier 1979, ne l'a été finalement que le 13 mars 1979, à cause du différend franco-allemand sur les montants compensatoires monétaires.

B – Le fonctionnement du S.M.E.

Nous allons tout d'abord présenter les objectifs et les mécanismes de fonctionnement du S.M.E. avant de faire, de manière succincte, un bilan d'étape.

b1 – Les objectifs du S.M.E.

Les principaux objectifs assignés au S.M.E. par ses fondateurs sont :

- 1) établir une zone de stabilité monétaire en Europe en imposant aux pays membres le maintien et éventuellement la défense d'un rapport de change fixe entre les devises européennes ;
- 2) être l'élément fondamental d'une stratégie de croissance dans la stabilité des changes ;
- 3) faciliter la convergence des taux d'inflation afin de donner une nouvelle impulsion au processus d'union européenne ;
- 4) avoir un effet stabilisateur sur les relations économiques et monétaires internationales.

Le S.M.E. repose sur trois piliers principaux :

- l'ÉCU ;
- le mécanisme de change et d'intervention ;
- le système de crédit.

Le premier pilier, l'ÉCU (European Currency Unity) a été défini par référence à l'Unité de Compte Européenne (U.C.E.) instituée en avril 1975 dans le cadre de la Convention de Lomé. Cette unité de compte est la somme de certaines quantités fixes de devises des pays de la C.E.E., déterminées en fonction de la part de chaque pays dans le P.I.B. et dans les échanges intracommunautaires. La révision de la composition de l'ÉCU intervient tous les cinq ans.

L'ECU est donc tout d'abord le numéraire du S.M.E. car défini comme un panier de monnaies. Il est ensuite l'embryon d'un actif de réserves, c'est-à-dire en vérité une sorte de compte de substitution.

Ainsi, en déposant au FECOM 20 % de leurs réserves en or et 20 % en devises, les États membres reçoivent en échange de ces avoirs les ECU émis par le FECOM qui serviront de moyen de paiement entre les autorités monétaires des États membres de la Communauté.

L'ÉCU comporte deux avantages :

- 1) il assure une protection contre le risque de change car les plus-values constatées sur l'or peuvent compenser les moins-values constatées sur le dollar ;
- 2) il offre une facilité de mobilisation de l'or des banques centrales des pays européens, alors que l'or ne circule plus entre les banques centrales de la zone F.M.I.

Le second pilier du S.M.E. est le mécanisme de change et d'intervention qui comporte deux éléments principaux :

- la grille des taux de change bilatéraux ;
- l'indicateur de divergence.

En ce qui concerne le premier élément, chaque État choisit une parité en ÉCU de sa monnaie nationale dont il est possible de déduire la valeur de l'ÉCU. Il s'agit du « taux pivot » ou « cours pivot » de chaque monnaie. Et pris deux à deux, les taux pivot déterminent une grille de taux de change bilatéraux.

Exemple : si l'ÉCU vaut 5,798 31 francs français et 2,51064 deutsche marks, le cours du deutschemark, « taux central bilatéral sera : $5,798\ 31/2,51064 = 2,30949$ francs français.

S'agissant du second élément, chaque État doit maintenir et défendre les rapports de change bilatéraux. Et cette règle de fixité des taux est tempérée par l'existence de marges de fluctuations de part et d'autre des taux de change bilatéraux : + ou - 2,25 % avec une marge spéciale et temporaire de + ou - 3 % pour l'Italie. C'est également la marge autorisée pour la peseta (lors de son entrée le 19 juin 1989), pour la livre sterling qui participe au mécanisme de change du S.M.E. depuis le 8 octobre 1990 et pour l'escudo portugais qui a adhéré au S.M.E. en avril 1992. Ce plafond et ce plancher déterminent les cours d'intervention obligatoires.

L'originalité du mécanisme d'intervention du S.M.E. est qu'il existe un indicateur de divergence (serpent à sonnettes) qui détecte la monnaie qui s'écarte de la moyenne communautaire que représente l'ÉCU. Cet indicateur se déclenche dès qu'une monnaie franchit son seuil de divergence, autrement dit dès que son cours aura varié de 3/4 (soit 1,70 %) par rapport à l'ÉCU (+ ou - 0,75 % de l'écart maximal de divergence).

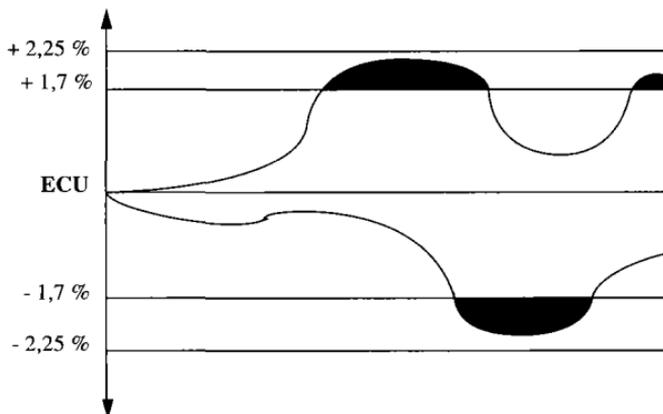
L'écart de divergence maximal est égal à $m(1 - p)$ avec :

m , la marge de fluctuation ;

p , la pondération de la devise dans l'ÉCU.

L'allumage du clignotant entraîne automatiquement l'adoption de mesures correctives, telles que :

1) les interventions diversifiées (achats et ventes de devises et particulièrement de dollars pour empêcher les hausses et les baisses de monnaies) ;



- 2) les mesures de politique monétaire intérieure ayant une incidence sur les mouvements de fonds et sur les fluctuations de taux de change (modification des taux d'intérêt) ;
- 3) la modification des taux-pivots, c'est-à-dire le réajustement des parités (dévaluation ou réévaluation au sein du système) ;
- 4) les mesures de politique économique.

Le troisième pilier du S.M.E. est le dispositif de crédit qui comporte quatre éléments :

- 1) le financement à très court terme (45 jours, renouvelable pour 3 mois) qui est plutôt un délai de règlement des banques centrales ;
- 2) le soutien monétaire à court terme qui va jusqu'à 9 mois et qui permet de mobiliser, entre les banques centrales, un montant maximum de 14 milliards d'ÉCU ;
- 3) le concours financier à moyen terme qui représente un potentiel de crédit de 11 milliards d'ÉCU ;
- 4) les emprunts communautaires à long terme, nés du premier choc pétrolier et émis par la Communauté au profit des États qui font face à des difficultés de balance des paiements provoqués par la hausse du prix du pétrole.

Les mécanismes du S.M.E. ne sont pas fondamentalement différents de ceux du serpent, hormis l'utilisation de l'ÉCU et la création de l'indicateur de divergence. Cependant, les volontés politiques semblent plus précises et plus fortes.

b2 – Le bilan du S.M.E.

Pour ce bilan, trois périodes retiennent l'attention :

1) *de 1979 à 1987* : au cours de cette période, le S.M.E. apparaît comme un mécanisme de stabilisation efficace dans la mesure où il a fortement contribué à la stabilisation des relations de changes des monnaies communautaires. Par ailleurs, il a bien fonctionné. En effet :

- les changements des taux-pivots ont été moins nombreux et ont été opérés sans qu'il y ait crise monétaire (les onze modifications des cours pivots de mars 1979 à janvier 1987 ont permis de corriger les différentiels d'inflation importants qui existaient lors de la mise en œuvre du système) ;
- l'indicateur de divergence, en dépit d'une certaine complexité due au régime spécial de l'Italie et de la Grande-Bretagne, a bien fonctionné ;
- l'ÉCU a été effectivement utilisé dans les interventions faites sur les marchés ;
- enfin, ce système a exercé, il faut bien l'avouer, un effet d'attraction sur certaines autres monnaies européennes qui se sont alors efforcées de mener une politique de taux de change en fonction du S.M.E. (franc Suisse, schilling autrichien).

Cependant, le S.M.E. ne semble pas avoir éliminé les sources potentielles d'instabilité. En l'occurrence, il n'a pas permis de mettre en place une véritable politique communautaire interne et externe. Sur le plan interne, les différences marquées de politique monétaire entre les pays membres sont apparues incompatibles avec le régime de changes fixes qu'entendait instituer le S.M.E. (les différentiels d'inflation ont été à l'origine des modifications des parités). Sur le plan externe, l'absence quasi-totale d'une politique commune vis-à-vis du dollar a soumis la situation monétaire de l'Europe au comportement de la devise américaine.

2) de 1987 à 1993 : le S.M.E., qui a vécu sans réaligement des monnaies pendant cinq ans (entre 1987 et 1992), va connaître à partir de 1992 une période de turbulences avec le décrochage de la livre et de la lire en septembre 1992, ainsi que la dévaluation, le 13 mai 1993, de la peseta et de l'escudo (jeudi noir).

Rappelons la chronologie des faits :

- le 19 juin 1989 : la peseta adhère au mécanisme de change du S.M.E. avec une marge de fluctuation de 6 % ;
- le 5 janvier 1990 : la lire est dévaluée de 4 % et abandonne la marge de fluctuation élargie pour une marge plus étroite de 5 % ;
- le 8 octobre 1990 : la livre adhère au mécanisme de change avec une marge de 6 % ;
- le 6 avril 1992 : l'escudo portugais adhère au S.M.E avec une marge de 6 %.

En septembre 1992, il y a une succession de faits :

- le 13 septembre 1992 : dévaluation de la peseta de 8 %, de la lire de 7 % ;
- le 17 septembre 1992 : dévaluation de la peseta de 5 % ; la livre sterling et la lire italienne sortent du S.M.E.
- Le 19 novembre 1992 : la couronne suédoise quitte le S.M.E. ;
- le 21 novembre 1992 : dévaluation de la peseta et de l'escudo de 6 % ;
- le 30 janvier 1993 : dévaluation de la livre irlandaise de 10 % ;
- le 13 mai 1993 : dévaluation de la peseta de 8 % et de l'escudo de 6.5 %.

3) à partir de 1993 : la crise du S.M.E., engagée en été 1993, a finalement débouché, le 2 août, sur un élargissement à 15 % des marges de fluctuation. La spéculation a donc réussi à imposer à l'opinion ce que les marchés exprimaient un an plus tôt. En fait, le S.M.E. ne disposait pas de règles assez robustes pour rendre compatibles le processus d'union monétaire et les conjonctures disparates des pays d'Europe.

Un système monétaire vaut aussi bien par ses mécanismes que par l'intérêt des participants à respecter les règles non écrites. Pour ce qui concerne le

S.M.E., la plus importante a été l'ancrage sur le mark allemand qui exigeait un objectif d'inflation ambitieux. Or, le choc provoqué par la réunification de l'Allemagne a détérioré cet ancrage et révélé des disparités économiques et des divergences d'objectifs. C'est pour cela essentiellement que le système a craqué.

Le S.M.E. à marges larges comporte des risques évidents de divergence. Cependant, les degrés de liberté qu'il offre donnent les moyens d'éliminer, à court terme, les tensions qui ont provoqué les crises de change. Tout le problème est de trouver le bon usage de ces degrés de liberté : il suffit pour les autorités de trouver une ligne de conduite capable de redonner un peu de croissance aux pays en récession. Elles doivent clairement faire de la stabilité des taux de change un objectif dans la perspective de l'U.E.M. et accompagner le redressement des conjonctures d'une redéfinition de la coopération monétaire.

C –Le S.M.E et la transition vers l'Union Économique et Monétaire

Le S.M.E. présentait les inconvénients d'un système de changes rigoureusement fixes sans les avantages tels qu'une meilleure circulation des capitaux et un alignement immédiat des taux d'intérêt. D'où l'initiative française d'un rapport sur l'Union Économique et Monétaire (U.E.M.) réalisé par un groupe d'experts présidé par M. Jacques DELORS.

Ce rapport, présenté en avril 1989 aux Chefs d'États et de gouvernement des pays de la C.E.E., préconise une unification progressive tout en demandant que, dès le départ, les pays négocient un nouveau traité et s'engagent à aller jusqu'au bout du processus (l'Union Monétaire).

Le rapport DELORS comporte deux grandes articulations :

- 1) le refus d'une monnaie parallèle ;
- 2) un plan en trois étapes.

Il propose d'aboutir à un système original d'organisation de la politique économique avec :

- une banque centrale autonome chargée de maintenir la stabilité des prix ;
- des gouvernements responsables de leurs politiques budgétaires.

c1 – Objectifs et avantages de l'U.E.M.

Le débat sur l'U.E.M. est centré sur une question : comment faire de l'Europe une entité économique plus forte et non la somme de composantes non coordonnées ?

Trois principales actions s'imposent à cet égard :

- 1) éliminer les obstacles aux échanges entre les pays européens ;
- 2) coordonner les politiques économiques et monétaires des pays membres ;
- 3) faire de la C.E.E. une zone à monnaie unique pour éliminer toutes les incertitudes quant au taux de change.

Ce qui suppose :

- la création d'une banque centrale commune autonome, chargée de maintenir la stabilité des prix et d'une monnaie unique ;
- une plus grande coordination des politiques budgétaires.

L'U.E.M. présente, selon ses partisans, plusieurs avantages économiques :

- l'élimination des risques de change ;
- la réduction des coûts de transaction ;
- l'heureux aboutissement de la discipline imposée par le mécanisme de change.

c2 – L'accord de Maastricht et ses prolongements

La conférence, qui a réuni les 9 et 10 décembre 1991 en Hollande, les 12 membres de la C.E.E., a abouti à Maastricht à la signature des traités :

- sur l'Union Économique et Monétaire (U.E.M.) ;
- sur l'Union Politique (U.P.).

Le processus de mise en œuvre de l'U.E.M. comporte trois phases :

- Première phase (1^{er} juillet 1990 – 1^{er} janvier 1994) : engagement des pays dans le processus d'UEM avec unification des marchés financiers. Le SME couvrirait l'ensemble des monnaies de la CEE. Les banques centrales seront rendues autonomes.
- Deuxième phase (1^{er} janvier 1994 – 1^{er} janvier 1999) : c'est une phase au cours de laquelle il est prévu un renforcement de la coordination par la création d'un institut monétaire européen, embryon de la future banque centrale européenne, dont le rôle est de préparer le passage à la troisième phase.
- Troisième phase (à partir du 1^{er} janvier 1999) : elle dépend de la volonté et de la préparation des États membres. Les taux de changes seraient irrévocablement fixés. Il y aurait création d'une monnaie unique, gérée par la SEBC.

Le Conseil Européen, qui s'est tenu à Madrid les 15 et 16 décembre 1995, a adopté à l'unanimité le nom de la monnaie unique (euro) et confirmé le calendrier de passage à la nouvelle monnaie ¹.

Le vendredi 13 décembre 1996, un pas décisif a été franchi vers la monnaie unique. Réunis à Dublin, les ministres des Finances des 15 ont signé le pacte « de stabilité et de croissance » qui fixe les règles de discipline budgétaire que devront observer les pays de la zone euro, après l'entrée en vigueur de la monnaie unique en janvier 1999 ².

1. Ce calendrier a été arrêté comme suit :

- le 1^{er} janvier 1999, avènement de l'euro avec la fixation irrévocable des taux de conversion des monnaies des pays participants entre elles et par rapport à l'euro ;
- le 1^{er} janvier 2002, au plus tard, circulation des pièces et billets euro parallèlement aux monnaies nationales mais celles-ci devront être remplacées dans un délai de six mois.

2. L'accord porte sur trois textes :

- le statut juridique de l'euro qui explique que à partir du 1^{er} janvier 1999, l'euro deviendra la seule monnaie légale des pays qui auront été qualifiés (en mars 1998) pour passer à la troisième phase de l'U.E.M. ;

Le passage à la troisième étape monétaire exige quatre critères :

- 1) le critère de stabilité des prix : le taux d'inflation ne doit pas dépasser de plus de 1,5 % la moyenne des trois meilleures performances des 12 ;
- 2) le caractère soutenable de la situation des finances publiques :
 - le déficit budgétaire devra être inférieur à 3 % du PIB ;
 - l'endettement public sera limité à 60 % de la richesse nationale.
- 3) le respect des marges normales de fluctuation prévues par le mécanisme de change du SMI pendant deux ans, sans dévaluation de la monnaie par rapport à celle d'autres pays ;
- 4) le caractère durable de la convergence atteinte par l'État et de sa participation au mécanisme de change du SMI. Les taux d'intérêt à long terme ne pourront excéder de plus de 2 % ceux pratiqués par les trois pays où les taux sont les plus bas.

La phase III du processus de mise en œuvre de l'U.E.M. débute donc le 1^{er} janvier 1999 avec les onze pays admis lors du deuxième examen (2 mai 1998).

En fait, c'est le 25 mars 1998 que l'Institut Monétaire Européen (la banque centrale européenne) a recommandé aux chefs d'États et de gouvernement, de qualifier lors de leur réunion du 2 mai 1998, l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Irlande, l'Italie, le Luxembourg, les Pays-Bas, le Portugal. Ces onze pays remplissent tous, peu ou prou, les critères de Maastricht.

-
- la mise en place, à partir du 1^{er} janvier 1999, d'un nouveau S.M.E. entre la zone « euro » et les pays dits « pre-in » qui ne participeront pas encore à la monnaie unique, soit parce qu'ils ne remplissent pas les conditions, soit parce qu'ils auront préféré différer leur passage à la monnaie unique (Grande Bretagne, Danemark) ;
 - le pacte de stabilité, dénommé « pacte de stabilité et de croissance », garde-fou contre la tentation de pratiquer une politique budgétaire laxiste dont le but est d'encadrer les politiques budgétaires des participants à l'euro.

Ainsi, les pays dont le déficit budgétaire dépasserait 3% du PIB se verraient sanctionnés sauf s'ils peuvent prouver qu'ils sont victimes de récession sévère.

Quatre pays ne participent pas à l'euro : la Grande-Bretagne, le Danemark et la Suède, d'une part (par choix politique), la Grèce, d'autre part (faute de résultats suffisants).

L'euro est donc sur de bons rails, même si des écueils existent : la dette publique élevée de la Belgique et de l'Italie ; des politiques fiscales, sociales et budgétaires très différentes d'un pays à l'autre ; un budget européen au pouvoir de redistribution trop faible pour absorber ce qu'on appelle les « chocs asymétriques » ; bref, un espace économique insuffisamment homogène. Et c'est pourquoi l'I.M.E. (Institut Monétaire Européen) a insisté sur la nécessité de ramener graduellement à 1,5 % du PIB les déficits en 2001.

Tableau n° 4 : Le tableau d'honneur de l'Europe au 2 mai 1998

	Déficit public		Dette			Inflation janv.98	Taux d'intérêt 10 ans	Croissance	
	1997	1998	1997	1998	But			1997	1998
Belgique	- 2,1	- 1,7	122,2	118,1	2011	1,4	5,8	2,7	2,8
Danemark	+ 0,7	+ 1,1	65,1	59,5	1998	1,9	6,3	2,9	2,7
Allemagne	- 2,7	- 2,5	61,3	61,2	2001	1,4	5,6	2,2	2,6
Grèce	- 4,0	- 2,2	108,7	107,7	2007	5,2	9,9	3,5	3,8
Espagne	- 2,6	- 2,2	68,8	67,4	2003	1,8	6,4	3,4	3,6
France	- 3,0	- 2,9	58,0	58,1	-	1,2	5,6	2,4	3,0
Irlande	+ 0,9	+ 1,1	66,3	59,5	1998	1,2	6,3	10,0	8,7
Italie	- 2,7	- 2,5	121,6	118,1	2016	1,8	6,9	1,5	2,4
Luxembourg	+ 1,7	+ 1,0	6,7	7,1	-	1,4	5,6	4,1	4,4
Pays-Bas	- 1,4	- 1,6	72,1	70,0	2002	1,8	5,6	3,3	3,7
Autriche	- 2,5	- 2,2	66,1	64,7	2004	1,1	5,7	2,5	2,8
Portugal	- 2,5	- 2,2	62,0	60,0	1998	1,8	6,4	3,7	4,0
Finlande	- 0,9	+ 0,3	55,8	53,6	-	1,3	6,0	5,9	4,6
Suède	- 0,8	+ 0,5	76,6	74,1	2001	1,9	6,6	1,8	2,6
Royaume-Uni	- 1,9	- 0,6	53,4	52,3	2004	1,8	7,1	3,5	1,9

Quels sont les avantages de la monnaie unique ?

Les désordres monétaires récents ont au moins le mérite de trancher la question. Sur le plan strictement économique, les avantages de la monnaie unique l'emportent sur les inconvénients. En effet :

- 1) la monnaie unique permet de se protéger contre les chocs du dollar ;
- 2) la monnaie unique permet d'alléger fortement la contrainte extérieure ;
- 3) la monnaie unique donnerait à l'Europe l'arme du taux de change pour lutter contre ses concurrents (les USA et le Japon ont montré quel usage statistique ils savaient faire du dollar et du yen pour un objectif commercial ou réglage conjoncturel) ;
- 4) la monnaie unique apporterait aux entreprises européennes la stabilité (échanges commerciaux, gestion du risque, coûts de transaction) nécessaire pour une plus grande compétitivité.

2. LA ZONE FRANC

La zone franc est née formellement le 9 septembre 1939 lorsque, dans le cadre des mesures liées à la déclaration de guerre, un décret instaura une législation commune des changes pour l'ensemble des territoires appartenant à l'empire colonial français. Les structures actuelles de la zone franc sont donc le résultat des mutations politiques et économiques intervenues depuis 1939.

La zone franc comprend aujourd'hui, en dehors de la France métropolitaine, les territoires et départements d'Outre-mer, la Collectivité territoriale de Mayotte et la principauté de Monaco, quinze États indépendants dont quatorze États africains plus la République des Comores.

Les quatorze États africains appartiennent à deux zones monétaires distinctes et ont une monnaie commune, émise par deux banques centrales régionales. L'Union Économique et Monétaire Ouest-africaine (U.E.M.O.A.) comprend aujourd'hui huit pays : le Bénin, le Burkina-Faso, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo³. Ces pays sont membres de la Banque des

3. La Guinée-Bissau a adhéré à la zone franc le 2 mai 1997.

États de l'Afrique de l'Ouest (B.C.E.A.O.) qui émet le franc CFA (franc de la Communauté Financière Africaine).

L'Union Monétaire de l'Afrique Centrale (U.M.A.C.) compte six pays : le Cameroun, le Congo, le Gabon, la Guinée Équatoriale, la république Centrafricaine et le Tchad⁴. Ces pays sont membres de la Banque des États de l'Afrique Centrale (B.E.A.C.) qui émet le franc CFA (franc de la Coopération Financière en Afrique Centrale).

A – Les mécanismes de fonctionnement de la zone franc

La zone franc repose sur quatre principes fondateurs énoncés dès 1939.

1) la convertibilité à une parité connue et fixe des monnaies de la zone. L'avant-dernier aménagement des parités date de 1958. À cette date, les francs coloniaux furent remplacés par les francs CFA dont le cours a été fixé à 0,020 franc français. Depuis le 11 janvier 1994, il est fixé à 0,01 franc français.

2) la libre transférabilité des monnaies à l'intérieur de la zone ;

3) une réglementation des changes communes ;

4) la centralisation des réserves de change.

Le système de la zone franc repose également sur une structure institutionnelle fortement hiérarchisée. À cet égard, la zone franc est divisée en six zones dirigée chacune par une banque centrale :

- France et Monaco ;
- l'Afrique occidentale ;
- l'Afrique centrale ;
- les Comores ;
- les Dom Tom ;
- Mayotte.

Les banques centrales des Unions possèdent un statut ambigu : relativement indépendantes dans leur fonctionnement, elles maintiennent des mécanismes

4. La Guinée Équatoriale a adhéré à la zone franc en 1986.

de décision collégiale dans lesquels les positions de la France sont déterminantes pour le choix de la politique à mettre en œuvre. Les mécanismes de fonctionnement de la zone franc ont de ce fait les conséquences suivantes :

- la banque de France est le prêteur en dernier ressort de l'ensemble du système financier des pays membres ;
- le trésor français est théoriquement conduit à constater un déficit illimité sur les comptes d'opérations. A charge pour lui de déterminer la manière d'y remédier ;
- ce sont ces deux institutions françaises (banque de France et trésor français) qui possèdent la souveraineté monétaire effective de l'ensemble de la zone, les États membres étant dépourvus de ce pouvoir régalien ;
- le mécanisme du compte d'opérations permet de déconnecter la politique monétaire et la politique de crédit menée en France de celle appliquée dans le reste de la zone franc. Cependant, la politique économique des pays membres est fortement conditionnée par la politique monétaire et la politique de change menées en France.

Le système de la zone franc africaine a subi plusieurs réaménagements.

En 1959, les instituts d'émission de l'Afrique de l'Afrique Occidentale Française (A.O.F.) et de l'Afrique Équatoriale Française (A.E.F.) ont été remplacés par la Banque des États de l'Afrique de l'Ouest (BCEAO) et la Banque Centrale de l'Afrique Équatoriale et du Cameroun (BCEAEC).

En 1972, la BCEAEC devient la Banque des États de l'Afrique Centrale (BEAC). Et par les réformes mises en œuvre en 1972 pour l'Afrique Centrale et 1973 pour l'Afrique de l'Ouest, 35 % des réserves sont directement gérées par les banques centrales.

B – Le bilan de la zone franc

Il faut dire que la zone franc fait l'objet d'un vieux débat qui n'a cessé de prendre des aspects nouveaux entre économies favorables à ce système et ceux qui lui sont hostiles.

Les économistes favorables au système monétaire de la zone franc reposent leur argumentation sur les faits suivants :

- 1) la garantie monétaire, qui permet l'afflux des capitaux. À cet effet, la permanence de la zone franc et la relative stabilité qui la caractérise contrastent avec l'instabilité économique et politique du continent africain ;
- 2) la rigueur de la politique monétaire qui limite des risques d'inflation et maintient l'équilibre de la balance extérieure ;
- 3) la crédibilité dont jouit le franc CFA grâce à la zone franc, qui donne aux pays membres des possibilités d'endettement plus grandes pour promouvoir leur développement économique ;
- 4) la zone franc a permis d'éviter comme dans les pays anglophones la balkanisation monétaire. Elle se présente à cet égard comme ayant favorisé le développement du commerce inter-africain.

Les économistes hostiles à ce système lui reprochent d'être fondamentalement un vestige de la colonisation. Ils dénoncent notamment :

- 1) la domination et l'extraversion des économies membres, du fait que la France exerce un haut degré de contrôle sur ces économies ;
- 2) le développement de l'esprit de facilité, peu compatible avec celui qu'exige un véritable développement ;
- 3) la fuite des capitaux que permet la zone franc par le principe de la libre transférabilité et la transmission des variations de prix de la France vers les pays membres ;
- 4) les conséquences néfastes de la liaison directe entre le franc CFA et le franc français sur le marché des changes.

Le bilan de la zone franc est aujourd'hui contrasté. D'une manière générale, les rapports privilégiés de la France avec les pays africains de la zone franc confèrent à celle-ci un avantage en termes de débouchés. En contrepartie, elle assure le risque associé à la garantie illimitée de couverture des éventuels déficits...

On peut cependant relever, pour ce qui concerne le mécanisme de change et le système bancaire, que :

1) La discipline monétaire a permis à la BEAC et à la BCEAO de disposer d'un solde excédentaire au compte d'opérations jusqu'à la décennie 80 (8,9 % en 1969 et 1 % en 1980). Depuis cette date, les comptes sont tendanciellement déficitaires.

2) L'existence d'un système monétaire stable et unifié n'a pas permis l'émergence d'un système bancaire et financier important et efficace dans les pays africains de la zone franc. Les réseaux bancaires qui s'y sont constitués sont restés embryonnaires et fortement dépendantes des banques de l'ancienne métropole à l'origine de leur création.

3) La prééminence de la monnaie fiduciaire (de l'ordre de 30 % de la masse monétaire) témoigne du faible rôle des systèmes bancaires de ces pays.

S'agissant de la croissance et du développement, on retiendra que :

- jusqu'en 1981, les pays africains de la zone franc ont enregistré une croissance plus importante que celle des autres pays africains (4,2 % en moyenne annuelle entre 62 et 81 contre 3,7 % pour les autres pays d'Afrique) ;
- depuis 1981, la crise de la dette et la baisse des cours des matières premières ont perturbé cette évolution ;
- les pays africains de la zone franc ont su éviter une inflation endémique et ceci grâce au maintien de la parité.

C –L'avenir de la zone franc

L'option choisie à court terme par les autorités françaises et africaines est le rattachement du franc CFA à l'euro dès janvier 1999 ⁵. Cet arrimage du franc

5. Cette option a été confirmée par la Commission européenne qui a proposé, le 6 juillet 1998, au Conseil européen d'autoriser le Trésor français à continuer à garantir la convertibilité à parité fixe des francs CFA et comorien lors du passage à l'euro. L'engagement du trésor français n'entraînera aucune obligation pour la banque de France et les autorités françaises devront simplement tenir la Commission européenne et le Comité économique et financier informés des conditions de mise en œuvre de ces engagements. Depuis le jeudi 31 décembre 1998 à 11h30, 1 euro = 6,55957 FF (donc 655,957 FCFA).

CFA à l'euro, qui consacre l'avènement de la zone euro, présente pour les pays africains membres de la zone franc plusieurs avantages :

- 1) une plus grande stabilité de leur monnaie, le franc CFA (désormais liée à l'euro), en raison de la limitation du risque de change ;
- 2) la possibilité de diversifier davantage leurs partenaires commerciaux et de privilégier, par la même occasion, l'aide multilatérale au détriment de l'aide bilatérale souvent liée ;
- 3) une plus grande facilité de mobilisation des ressources. L'appartenance commune à une zone euro peut être l'élément moteur d'une politique de relance des investissements étrangers dans le cadre des projets régionaux ;
- 4) une possibilité d'intégration accrue par la coordination des politiques économiques.

Certains inconvénients sont à prévoir :

- 1) des contraintes plus fortes pour les pays membres en matière de gestion monétaire, d'équilibre budgétaire et d'équilibre extérieur. Ce qui suppose des performances économiques en terme de croissance, d'inflation et de déficit public conformes aux exigences européennes.
- 2) La crainte que le passage à l'euro serve de prétexte à une nouvelle dévaluation du franc CFA. Même si, pour de nombreux économistes, les données macro-économiques de la zone ne la justifient pas pour l'instant, il reste que le mode de gestion actuel des économies africaines incline à admettre l'inéluctabilité d'un réajustement de la parité du franc CFA.

L'arrimage du franc CFA à l'euro pose, dans tous les cas, le problème de l'avenir d'une telle zone de coopération monétaire, construite cette fois à partir des bases réglementaires différentes de celles qui ont présidé à la création de la zone franc. En effet, la transition douce de la zone franc vers la zone euro ne réglera pas seule, il faut bien s'en convaincre, le problème de fond qui est celui du développement de l'Afrique. Elle pose par ailleurs le problème de l'adhésion d'autres pays africains (non membres de la zone franc) qui, pour la plupart, effectuent une grande partie de leur commerce avec les pays de l'Union Européenne.

C'est dire que la réussite d'une telle zone dépend tout d'abord de la volonté des pays qui y adhèrent, car il ne s'agit pas ici d'un simple changement de référence. La nouvelle zone devra nécessairement conjuguer rigueur et souplesse en garantissant certes un taux de change fixe du franc CFA en euro, mais sans totalement exclure la possibilité de modifier la parité entre le franc CFA (ou les monnaies africaines) et la monnaie unique européenne. Le problème reste donc entier ou presque, d'autant que les enjeux ne sont pas les mêmes.

Dans la configuration actuelle des économies africaines, tout ou presque peut arriver : de l'implosion de la zone euro au réaménagement des accords en passant par le renforcement des liens existants. Dans tous les cas, quatre scénarios sont envisageables au-delà de 2002 ⁶ :

- scénario 1 : l'éclatement de la zone euro et la création d'une monnaie nationale dans chaque ancien pays membre ;
- scénario 2 : l'éclatement de la zone franc au profit de regroupements plus étroits, l'Union Économique et Monétaire en Afrique Centrale (C.E.M.A.C), ou de la création d'une monnaie autonome dans chacun des regroupements ;
- scénario 3 : la disparition de la zone franc au profit d'une zone rand dirigée par l'Afrique du Sud et/ou d'une zone naïra dirigée par le Nigeria ;
- scénario 4 : l'élargissement de la zone euro à d'autres pays (ne faisant pas partie de la zone franc).

6. C'est le 1^{er} juillet 2002 que les billets en francs, en marks ou en liras disparaîtront de la scène. Entre le lundi 4 janvier 1999, date à laquelle la monnaie européenne va être cotée pour la première fois sur les marchés et le 1^{er} juillet 2002, trois ans et demi se seront écoulés. Et chaque pays, on continuera à s'exprimer dans sa propre devise nationale. C'est donc un système intermédiaire qui prévaudra. Or, tout système intermédiaire est vulnérable car soumis à des crises spéculatives récurrentes, comme on a eu à le constater en 1992 et en 1993 dans le système monétaire européen. Pour s'imposer durablement, l'euro devra être accepté. Ce qui suppose qu'on laisse les gouvernants œuvrer pour que la monnaie unique finisse par s'imposer davantage par ses succès avérés que par ses contraintes supposées.

Les scénarios 1 et 2 sont des scénarios pessimistes. Ils découleraient d'une détérioration de la situation économique et financière de la zone euro africaine. Il s'ensuivrait inévitablement une nouvelle dévaluation du franc CFA.

Les disparités dans des performances économiques des États membres amèneraient à rejeter cette fois-ci, l'option d'un taux de dévaluation unique. Dès lors, les velléités jusque-là contenues de certains États (ou groupes d'États) à se désolidariser des autres membres de la zone s'affirmeraient ouvertement et conduiraient à l'éclatement de la zone euro. Ce qui débouchera sur la création, soit d'une monnaie nationale dans chaque pays, soit d'une monnaie sous-régionale pour chaque regroupement.

Dans le scénario 1, l'adoption par chaque État d'une monnaie autonome conduirait sans doute à la faillite. Aucune économie subsaharienne n'a des ressources suffisamment stables pour soutenir une monnaie capable de faire face aux nouveaux enjeux qui se dessinent à l'horizon à l'heure de la mondialisation des économies. L'adoption d'une monnaie propre entraînerait dans chacun de ces pays :

- une politique monétaire trop restrictive qui risquerait de bloquer la croissance ;
- une perte de crédibilité et de convertibilité de la monnaie qui ne garantirait plus l'arrivée des capitaux étrangers nécessaires au développement ;
- la réduction des échanges entre pays africains.

Dans le scénario 2, des regroupements sous-régionaux du type U.E.M.O.A., C.E.M.A.C. n'auraient sans doute pas une meilleure efficacité. Il est à redouter que les difficultés soient plus grandes au moment où le concours de la France fera précisément défaut. Ces regroupements pourraient alors donner lieu à des effets pervers cumulatifs.

Dans le scénario 3, la zone euro disparaîtrait au profit d'une zone rand dirigée par l'Afrique du Sud et/ou d'une zone naira dirigée par le Nigeria. Les économies subsahariennes si faibles ne pourront longtemps y résister. Ce scénario, qui suppose une meilleure prise de responsabilité des Africains, permet du reste de passer à une phase plus avancée du processus d'intégration. Il procède d'une

action conjuguée des institutions internationales (F.M.I., Banque Mondiale) et des Africains eux-mêmes, en vue de faire échec à la logique de rente.

Le scénario 4 traduit une évolution favorable de la zone euro. Cette évolution pourrait se faire en trois étapes :

- première étape : mise en place d'une « zone de changes » en vue d'un alignement des monnaies africaines sur l'euro qui servirait de monnaie de facturation ;
- seconde étape : adoption d'un régime unifié de contrôle de changes vis-à-vis des pays tiers ;
- troisième étape : mise en commun des réserves et création de trois banques centrales dans les trois sous-régions (Afrique de l'Ouest, Afrique Centrale et Afrique Australe).

L'élargissement de la zone euro sera, pour les pays qui définissent leur monnaie par rapport aux dollars américains et australiens, au rand sud-africain, au DTS ou à un panier ad hoc, certainement plus qu'un changement de référence. Car, le taux de change ne serait pas, ainsi que nous l'avons indiqué plus haut, forcément le même pour tous les pays. On pourrait à cette occasion déterminer un taux de change par région (Afrique de l'Ouest, Afrique Centrale et Australe) afin de mieux coordonner les politiques de développement. On pourrait par ailleurs envisager l'usage des parités glissantes (système crémaillère). Ainsi, les taux de change des monnaies africaines seraient périodiquement réajustés, soit en fonction du montant des réserves de chaque pays, soit par rapport aux différentiels d'inflation.

La réalisation de ce scénario exige des pays africains membres de la zone euro une discipline plus stricte.

À cet égard, il faut éviter que les pays qui sont incapables de se conformer aux règles édictées ne soient tentés de quitter la zone. Deux solutions sont dans ce cas envisageables :

- 1) la crédibilité de la zone euro, qui seule pourrait dissuader les pays membres d'en sortir, en raison précisément des avantages que confèrent la stabilité des prix et la convertibilité totale de leur monnaie ;

2) l'octroi des ressources internationales en fonction des performances économiques des pays membres de la zone.

De cette façon, on arriverait à une situation telle que les pays qui s'estiment bridés du fait de leur appartenance à la zone euro comprennent qu'ils feront face aux mêmes contraintes s'ils la quittent.

Conclusion générale

Nous avons pu nous rendre compte des progrès impressionnants accomplis ces dernières années par l'économie monétaire internationale.

Certes, la période actuelle est particulièrement préoccupante. Elle est caractérisée par une avancée de la pauvreté dans le Tiers-Monde. Ce qui amène à s'interroger sur la manière de transférer les énormes surplus d'épargne d'un groupe de pays à un autre afin d'éradiquer sinon de réduire ce fléau.

De plus, le « système monétaire international » qui en fait est un « non système monétaire » depuis 1976, n'est pas parvenu à une maîtrise des principales variables de contrôle, tant la globalisation des marchés, la volatilité des capitaux, le désordre des marchés financiers ont contribué à rendre la situation plus difficile encore.

La marche vers l'Union Économique et Monétaire (U.E.M.), qui implique pour les pays européens l'adoption d'une politique monétaire commune, accorde un rôle accru aux politiques budgétaires nationales et nécessite le renforcement des politiques régionales.

La contrainte extérieure des pays en développement, qui reflète à la fois un déséquilibre entre l'investissement et l'épargne et une pénurie de devises aggravée par la crise de l'endettement, a conduit à l'avènement d'une nouvelle option centrée sur la libéralisation progressive de ces économies et sur un démantèlement partiel du secteur public, sous l'instigation des institutions de Bretton Woods.

Ces différents problèmes appellent deux questions essentielles :

1) La globalisation des marchés et le mode de transmission de l'information financière en temps réel n'accroissent-ils pas la probabilité de désordre ?

2) Face à une finance de plus en plus mondialisée, globalisée, dont il est essentiel de sauvegarder l'efficacité pour assurer la circulation de l'épargne, ne convient-il pas d'assurer un contrôle minimum (réglementation) à partir des principes définis au niveau national ?

En fait, la place croissante des nouveaux instruments financiers engendre un renouvellement de la théorie financière internationale pure. Ce d'autant plus que l'importance de la dette accumulée à l'intérieur comme entre les nations nécessite des réflexions centrées sur les propagations internationales des crises financières et sur les stratégies de réduction de la dette.

Tels sont les multiples problèmes auxquels le présent ouvrage a tenté d'apporter des éclairages synthétiques.

Bibliographie

I – OUVRAGES

ALLEN P. R. et KENE P. B., « Assets Markets, Exchange Rates and Economics Integration : A. Syntheses », Cambridge University Press, 1980.

BAILLIE R. et Mc MAHON P., « Le marché des changes », Éditions ESKA, 1977.

BERTRAND R., « Économie financière internationale », PUF, 1971.

BOURGUINAT H., « Le flottement des monnaies », PUF, 1977.

BOURGUINAT H., « Finance internationale », Thémis, 1992.

BRANSON W. H., FRENKEL J. A., GOLDSTEIN M., « International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations », The University of Chicago Press, 1990.

BÜRGENMEIER B., « Analyse et politique économique », 2^e édition, Economica, 1985.

BUZELAY A., « Intégration et désintégration européennes », Economica, 1996.

BYE M. et DE BERNIS D., « Relations économiques internationales », Dalloz, 1977.

CAVES R. E. et JONES P. W., « Économie internationale II, Les Finances », A. COLIN, 1981.

COULBOIS P., « Finance internationale, le change », Cujas. 1979.

COUSSY J. et HUGON P., « Intégration régionale et ajustement structurel en Afrique subsaharienne », Ministère de la Coopération et du développement, 1991.

- DE GRAUWE P., « The Economics of Monetary Integration », Oxford University Press, 1994.
- DESNEUF P., « Le multiplicateur », Repères Mame, Paris, 1973.
- DORNBUSCH R., « Open Economic Macroeconomics », New York, 1980.
- F.M.I., « Manuel de la balance des paiements », 5^e édition, 1993.
- GAUTHIER F., « Relations économiques internationales », 2^e édition, Presses de l'Université LAVAL, 1992.
- GIRARDIN H., « Finance internationale, l'état actuel de la théorie », Economica, 1992.
- GRJEBINE A., « La nouvelle économie internationale », PUF, 1982.
- GUILLAUMONT P. et S., « Zone franc et développement africain », Economica, 1985.
- GUILLAUMONT P. et S., « Stratégie de développement comparé, zone franc et hors zone franc », Economica, 1988.
- KÆNIG G., « Macro-économie Internationale », Economica, 1997.
- KRUGMAN P. R. et OBSTELD M., « Économie Internationale », DE BOECK, Bruxelles, 1992.
- LEVIN J. H., « Dévaluation, the J-curve and Flexible Exchange Rates », Manchester School, 1980.
- LINDERT P. et PUGEL T., « Économie Internationale », 10^e édition, Economica, 1996.
- MARCY G., « Économie internationale », PUF, Paris, 1964.
- MC KINNON R. I., « Monnaie et finance dans l'échange international », Bonnel édition, 1982.

- MUCCHIELLEI J. L. et VELIMENE F., « Mondialisation et régionalisation, un défi pour l'Europe », *Economica*, 1993.
- MUNDELL R., « International Economics », The Mac Millan Company, 1968.
- NEME C., « Économie internationale », LITEC, 1991.
- NIEMANS J., « International Monetary Economics », The Jones Hopkins University Press, 1966.
- OHLIN B., « La politique du commerce extérieur », Dunod, 1955.
- PASCALON P., « Le système monétaire international », Les éditions de l'épargne, 1982.
- RONDENET M., « L'expérience contemporaine des changes flottants », PUF, 1980.
- RUDLOFF M., « Économie Monétaire Internationale », Cujas, 1970.
- SALIN P., « Économie internationale, Économie financière », tome 1, Armand Colin, Paris, 1974.
- SAMUELSON A., « Économie monétaire internationale », Dalloz, 1986.
- SANDRETTO R., « Zone franc, du franc CFA à la monnaie unique européenne », Éditions de l'épargne, 1994.
- SEMEDO G. ET VILLIEU P., « La zone franc, mécanismes et perspectives macro-économiques », Ellipses, 1997.
- SIMON Y., « Techniques financières internationales », *Economica*, 1986.
- SIMON Y., « Marché des changes et gestion du risque de change », Dalloz, 1995.
- STEMITSIOTIS., « Taux de change de référence et Système Monétaire International », *Economica*, 1992.
- VEDEL C., « Théorie monétaire internationale », *Economica*, 1995.

II – ARTICLES

ALPHANDERY E., « Choix entre la politique monétaire et la manipulation du taux de change pour rétablir l'emploi et l'équilibre de la balance des paiements », *Revue Économique*, novembre 1974, p. 1004.

ARTUS J.H., « Fixed And Flexible Exchange Rates, A Renewal of Debate », *IMF, Staff Papers*, 1.

BEAN C. R., « Economic and Monetary Union in Europe », *Journal of Economic Perspectives*, vol 6, n° 4, 1992, pp. 3-51.

BENASSY A., « Comment se fixent les taux de change ? Un bilan », *Économie et Prévision*, n° 107, 1993.

BENASSY, BALASSA B., « The Purchasing Power Parity Doctrine : A Reappraisal », *Journal of Political Economy*.

BILSON J.F.O., « Recent Developments in Monetary Models of Exchange Rate Determination », *IMF, Staff Papers*, 1979, vol 26, pp. 201-223.

BOYER R. S., « Dévaluation and Portfolio Balance », *A.E.R.*, 1977, n° 67 (2), pp. 1161-1176.

CAHIN A., « Approche monétaire et approche financière de la balance des paiements », *Économie et Sociétés*, n° 869, août-septembre 1978, pp. 1615-1645.

CAPROEN F., STERDYNIAK H., VILLA P., « Indépendance des banques centrales, politique monétaire et budgétaire : une approche stratégique », *revue de l'OFCE*, n° 50, 1994, pp. 65-102.

DE MELO J., MONTENEGRO C., PANAGARIYA A., « L'intégration régionale hier et aujourd'hui », *Revue d'Économie du développement*, 1993/3, pp. 7-49.

DORNBUSCH R., « Exchange Rates and The Current Account », *A.E.R.*, n° 70 (5), 1980, pp. 760-971.

DRISKILL R. A., « Exchange Rates Dynamics, Portfolio Balance and Relative Prices », A.E.R, n° 70 (4) 1980, pp. 776-783.

FRENKEL J.A., RAZIN A., « The MUNDELL – FLEMING Model : A Quarter Century Later », IMF, Staff Papers, 1987, pp. 567-620.

ISHIYAMA Y., « The Theory of Optimum Currency Area : A Survey », Staff Papers, n° 22, 1975, pp. 344-383.

MUNDELL R., « The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policies for Internal and External Stability », IMF Staff Papers, Vol. IX, mars 1962, pp. 70-79.

NARASSIGUIN P., « La problématique de la monnaie unique et son application au cas de l'Europe », revue d'Économie Politique, vol. 102, n° 6, 1992, pp. 799-842.

ONDO OSSA A., « Changes Flottants et développement dans les pays de l'Afrique Centrale : le cas du Cameroun, du Congo et du Gabon », Économie et Gestion, n° 1, mars 1989.

ONDO OSSA A., « Taux de change du franc CFA et construction européenne », Mondes en développement, Tome 20, n° 77/78, 1982.

ONDO OSSA A., TCHIBUABUA LAPIQUONNE, « Faut-il réformer la zone franc ? », Le mois en Afrique, n° 215-216, déc-jan, 1984, p. 59.

PLIHON D., « Réflexions sur les régimes et les politiques de change, le cas de la construction monétaire européenne », Économie Appliquée, n° 3 1996, pp. 95-122.

RAINELLE M., « La loi du prix unique et théorie de la parité des pouvoirs d'achat : un retour à CASSEL, A. AFTALION et J. VINER ». Revue d'Économie politique, n° 1, 1986, pp. 25-38.

STEIN JL., « Real Exchange Rates and Current Account: the Implications of Economic Science for Policy Decisions », Économie appliquée, 1996, pp. 49-94.

Table des matières

	Pages
INTRODUCTION GÉNÉRALE : LA MONNAIE ET L'ÉCHANGE INTERNATIONAL	1
PREMIÈRE PARTIE : LA BALANCE DES PAIEMENTS ET LES OPÉRATIONS DE CHANGE	5
CHAPITRE 1 : LA BALANCE DES PAIEMENTS	7
Section 1 : Définition de la balance des paiements	8
1. L'enregistrement des opérations	8
2. Les transactions	9
3. Le résident	9
Section 2 : Étude comptable de la balance des paiements	9
1. Le passage des écritures	10
2. La présentation analytique de la balance des paiements ...	13
A – La balance des opérations courantes	15
B – La balance des capitaux	16
3. Les apports du cinquième manuel du F.M.I.	18
A – Les objectifs du cinquième manuel du F.M.I.	19
B – Structure et classification des opérations	20
Section 3 : Étude économique de la balance des paiements	30
1. La balance des paiements comme reflet de la conjoncture .	31
2. La balance des paiements comme reflet du niveau de développement	32

3. L'analyse des principaux soldes de la balance des paiements .	33
A – Le solde courant	33
B – Le solde de base	38
C – Le solde global ou solde de la balance des liquidités	39
D – Le solde de la balance des règlements officiels ...	40
Section 4 : L'appréciation globale de la balance des paiements	42
1. Peut-on parler d'équilibre de la balance des paiements ? ..	42
2. Quand la balance des paiements peut-elle être favorable ?	42
CHAPITRE 2 : LES OPÉRATIONS DE CHANGE	43
Section 1 : Le taux de change	43
1. Les cours de change bilatéraux	43
2. Le taux de change effectif (ou multilatéral)	44
3. Le taux de change d'équilibre	44
Section 2 : Le marché de change	45
1. Les participants	45
2. Les actifs négociés	46
3. Organisation et fonctionnement du marché de change au comptant	47
4. Organisation et fonctionnement du marché de change à terme	49
Section 2 : La gestion du risque de change	51
1. Sur le marché interbancaire	53
2. Sur le marché des contrats à terme	53
3. Sur le marché des swaps de devises	53
4. Sur le marché des options de devises	54

Section 3 : Les déterminants du taux de change	54
1. La théorie de la parité des pouvoirs d’achat	55
A – Énoncé de la théorie de la parité des pouvoirs d’achat (PPA)	55
B – Interprétation économique de la théorie de la parité des pouvoirs d’achat (PPA)	57
C – Controverses et critiques	58
2. La théorie de la parité des taux d’intérêt	60
3. Les phénomènes de surréaction	62
4. La spéculation	62
 DEUXIÈME PARTIE : L’ÉQUILIBRE DES OPÉRATIONS COURANTES	 67
 CHAPITRE 1 : L’ÉQUILIBRE PAR LES PRIX INTERNATIONAUX	 69
Section 1 : La formation des prix internationaux	69
1. La formation du prix d’un produit : les 4 courbes d’offre et de demande	70
2. Le cas de deux biens : les 8 courbes d’offre et de demande nationales	71
Section 2 : La variation des prix internationaux	74
1. Les variations des prix intérieurs	74
A – Le cas de l’étalon-or	74
B – Le cas de l’étalon de change-or	75
2. Les variations du taux de change :	
présentation des effets normaux et pervers	76
A – Le théorème général des élasticités critiques	81
a1 – La démonstration de DAY	84
a2 – L’analyse des résultats	87
B – Controverse sur les élasticités	90

b1 – La variation du change, quelle efficacité aujourd’hui ?	92
b2 – Variations de change et pays sous-développés	95
Section 3 : Prix internationaux et termes de l’échange	98
1. Les différents concepts des termes de l’échange	99
A – Termes de l’échange des marchandises et termes de l’échanges factoriels	99
B – Termes de l’échange nets et termes de l’échange bruts	100
C – Termes de l’échange de position et termes de l’échange d’évolution	102
2. Les facteurs qui agissent sur les termes de l’échange	102
CHAPITRE 2 : L’ÉQUILIBRE PAR LES VARIATIONS DU REVENU GLOBAL	105
Section 1 : L’équilibre macroéconomique en économie ouverte	105
1. Rappel des équations fondamentales	106
2. Les fonctions d’importation et d’exportation	108
3. Représentation graphique de l’équilibre	111
Section 2 : Le multiplicateur du commerce extérieur	113
1. La formule générale du multiplicateur du commerce extérieur	113
2. La multiplicité des multiplicateurs	116
A – Le multiplicateur horizontal	117
B – Le multiplicateur vertical	118
3. Incidence réelle du multiplicateur d’exportation	121
A – L’effet « boomerang »	122
B – Le multiplicateur en partie double	124

Section 3 : Le multiplicateur d'investissement	127
1. La formulation du multiplicateur d'investissement	127
2. La portée du multiplicateur d'investissement	130
TROISIÈME PARTIE : L'ÉQUILIBRE DES OPÉRATIONS EN CAPITAL ET DES MOUVEMENTS FINANCIERS	131
CHAPITRE 1 : LES MOUVEMENTS INTERNATIONAUX DE CAPITAUX	133
Section 1 : La morphologie des mouvements internationaux de capitaux	133
1. Les mouvements de capitaux à court terme	133
A – La nature des mouvements de capitaux à court terme	134
B – Les nouvelles formes des mouvements de capitaux à court terme : les euro-dollars	134
b1 – Origine et nature du marché des euro-dollars	135
b2 – Les agents économiques concernés	136
C – L'impact du marché des euro-monnaies	137
2. Les mouvements de capitaux à long terme	139
A – Les investissements de portefeuille	139
B – Les investissements directs	140
Section 2 : Les déterminants des mouvements internationaux de capitaux	142
1. L'approche par le marché de change	144
2. L'approche macroéconomique	145
Section 3 : Mouvements internationaux de capitaux et entraînement de croissance	147
1. Les phases de la croissance transmise par les mouvements de capitaux	148

2. Les automatismes de passage d'une phase à une autre	150
A – L'automatisme de la répartition optimales des capitaux dans le monde	150
B – L'automatisme de la croissance optimale du produit et de l'épargne	152
C – L'automatisme de l'adaptation des balances commerciales	153
CHAPITRE 2 : RÉGIMES DE CHANGE ET ORGANISATION FINANCIÈRE INTERNATIONALE	155
Section 1 : Les régimes de change	155
1. Le système de l'étalon-or	155
2. Le système de l'étalon de change-or	158
3. Le système de l'étalon devise	159
Section 2 : L'évolution du Système Monétaire International . . .	160
1. Les accords de Bretton Woods	160
2. Les accords de Washington : la création du tunnel	163
3. Les accords de la Jamaïque : un non-système monétaire	164
Section 3 : Le F.M.I. et l'organisation financière internationale	165
1. L'organisation du F.M.I.	166
A – Les objectifs du F.M.I.	166
B – Les opérations du F.M.I.	169
2. Le droit de tirage spécial, embryon d'une monnaie internationale	174
A – Nature et définition du D.T.S.	175
B – Le rôle du D.T.S.	177
C – Le D.T.S. peut-il devenir le principal instrument de réserve du système monétaire international ?	178

QUATRIÈME PARTIE : L'AJUSTEMENT INTERNATIONAL	181
CHAPITRE 1 : LE RÉÉQUILIBRAGE DE LA BALANCE DES PAIEMENTS	183
Section 1 : L'optique des élasticités	183
1. Les effets attendus de la dévaluation	184
2. Les conditions de réussite d'une dévaluation	185
Section 2 : L'optique de l'absorption	186
1. Les fondements de l'approche de l'absorption : l'analyse d'ALEXANDER	186
2. Les effets de l'approche de l'absorption	187
A – L'effet revenu	188
B – L'effet prix	189
3. Les prolongements de l'approche de l'absorption : l'apport de Harry JOHNSON	190
Section 3 : L'optique monétaire	191
1. Le cadre d'analyse	192
2. Les conséquences de l'approche monétaire de la balance des paiements	194
CHAPITRE 2 : L'INTÉGRATION MONÉTAIRE	195
Section 1 : Les théories des zones monétaires optimales	195
1. L'analyse de MUNDELL et ses prolongements	196
A – La présentation de MUNDELL : le critère de mobilité des facteurs	196
B – Le critère de degré d'ouverture de McKINNON ...	197
C – Le critère de diversification des économies nationales : KENEN	199

D – Le critère de degré d'intégration financière :	
INGRAM, SCITOVSKY	200
2. L'analyse en termes d'avantages-coûts : BEAN	201
3. La définition des conditions macroéconomiques	202
A – La similitude des taux d'inflation (HABERLER, FLEMING)	202
B – Le degré d'intégration des politiques économiques	203
C – Les critères macroéconomiques :	
BOURGUINAT et KINDLEBERGER	203
Section 2 : Quelques exemples d'intégration monétaire	204
1. Le Système Monétaire Européen (S.M.E.)	
et son évolution	204
A – Du serpent monétaire au S.M.E.	205
a1 – Le serpent dans le tunnel	205
a2 – Le serpent sort du tunnel	207
B – Le fonctionnement du S.M.E.	208
b1 – Les objectifs du S.M.E.	208
b2 – Le bilan du S.M.E.	212
C – Le S.M.E. et la transition vers l'Union Économique et Monétaire (U.E.M.)	214
c1 – Objectifs et avantages de l'U.E.M.	215
c2 – L'accord de Maastricht et ses prolongements	215
2. La zone franc	219
A – Les mécanismes de fonctionnement de la zone franc	220
B – Le bilan de la zone franc	221
C – L'avenir de la zone franc	223

CONCLUSION GÉNÉRALE	229
BIBLIOGRAPHIE	231
TABLE DES MATIÈRES	237

La collection **Universités francophones**, créée en 1988 à l'initiative de l'Agence francophone pour l'enseignement supérieur et la recherche, propose des ouvrages modernes répondant prioritairement aux besoins des étudiants et chercheurs francophones, et se compose de titres originaux paraissant régulièrement.

Leurs auteurs appartiennent conjointement aux pays du Sud et du Nord et rendent compte des résultats de recherches et des études récentes entreprises en français à travers le monde. Ils permettent à cette collection pluridisciplinaire de couvrir progressivement l'ensemble des enseignements universitaires en français.

Enfin, la vente à un prix préférentiel, des ouvrages destinés aux pays du Sud tient compte des exigences économiques nationales et assure une diffusion adaptée aux pays francophones.

Ainsi, la collection **Universités francophones** constitue une bibliothèque universitaire de référence riche et complète répondant aux besoins de l'étudiant, du chercheur et du professionnel.

Prix 59 FF • Prix préférentiel UREF (Afrique, Asie, Amérique Latine, Moyen-Orient, Haïti) :



9 782843 710278

ISBN 2-84371-027-8