# *Réformer le système monétaire international*

*Agnès Bénassy-Quéré*
*Emmanuel Farhi*
*Pierre-Olivier Gourinchas*
*Jacques Mistral*
*Jean Pisani-Ferry*
*Hélène Rey*

*Commentaires*
*Benoît Cœuré*
*Daniel Cohen*
*Jean-Hervé Lorenzi*

*Conception et réalisation graphique en PAO*
*au Conseil d'analyse économique (CAE)*
*par Christine Carl*

© Direction de l'information légale et administrative. Paris, 2011 - ISBN : 978-2-11-008719-5
« En application de la loi du 11 mars 1957 (article 41) et du Code de la propriété intellectuelle du 1er juillet 1992, toute reproduction partielle ou totale à usage collectif de la présente publication est strictement interdite sans l'autorisation expresse de l'éditeur.
Il est rappelé à cet égard que l'usage abusif de la photocopie met en danger l'équilibre économique des circuits du livre. »

# Sommaire

**Introduction** ..... 7
*Christian de Boissieu*

**Quel système monétaire international pour une économie mondiale en mutation rapide ?** ..... 9
*Agnès Bénassy-Quéré et Jean Pisani-Ferry*

*1. Le régime actuel* ..... 10
1.1. Le rôle de monnaie internationale ..... 12
1.2. Les défauts du régime actuel ..... 15

*2. Perspectives pour les prochaines décennies* ..... 18
2.1. Le basculement de l'économie mondiale ..... 18
2.2. Conséquences monétaires ..... 20
2.3. Une stabilité hégémonique ? ..... 22
2.4. Avantages et inconvénients d'un système multipolaire par rapport à un système unipolaire ..... 24

*3. Implications à court et moyen termes* ..... 30
3.1. Flottement des monnaies et flux de capitaux ..... 31
3.2. Entrées de capitaux et ajustement du taux de change ..... 34
3.3. Sorties de capitaux et financements d'urgence ..... 37
3.4. La transition ..... 42

*4. Conclusions* ..... 43

**Quelle réforme pour le système monétaire international ?** ..... 51
*Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey*

*1. Historique* ..... 51
1.1. Monnaie de réserve et d'intervention ..... 51
1.2. Autres fonctions du dollar en tant que monnaie internationale ..... 54
1.3. Rôles et bénéfices d'une monnaie internationale ..... 54
1.4. Liquidité internationale ..... 55

*2. Quel avenir pour l'hégémonie américaine ?* ..... 58
2.1. Les tendances de l'économie mondiale ..... 58
2.2. À court terme : les déséquilibres s'exacerbent ..... 61
2.3. Le moyen terme : dilemme de Triffin et monde multipolaire ..... 62
2.4. Monde multipolaire et offre d'actifs : un monde plus stable ..... 63
2.5. Monde multipolaire et complémentarités stratégiques : un monde plus risqué ..... 64

*3. Inefficacités liées à l'accumulation de réserves* ..... 66
3.1. La demande d'actifs de réserve ..... 66
3.2. L'offre d'actifs de réserve ..... 68

*4. S'attaquer aux inefficacités liées à l'accumulation de réserves* ..... 69
4.1. Développement et ouverture des marchés financiers ..... 69
4.2. Développement des systèmes de protection sociale ..... 70
4.3. Dépasser l'auto-assurance par accumulation de réserves ..... 70

*5. Le compte financier des pays émergents* ..... 84
5.1. Emballement des flux de capitaux ..... 85
5.2. Options de politique économique et restrictions temporaires du compte financier ..... 85
5.3. Y a-t-il une nécessité de surveillance multilatérale ? ..... 87
5.4. Efficacité des contrôles de capitaux ..... 87
5.5. Problèmes d'ajustement externe ..... 88
5.6. Ouverture structurelle graduée du compte financier des pays émergents pour augmenter l'offre mondiale d'actifs de réserve ..... 90

***COMMENTAIRES***

*Benît Cœuré* ..... 95

*Daniel Cohen* ..... 103

*Jean-Hervé Lorenzi* ..... 107

**La réforme du système monétaire international : une approche d'économie politique** ..... 111
*Jacques Mistral*

*Introduction* ..... 111

*1. Essors, déclins et renouveaux du système monétaire international* ... 113
1.1. Pourquoi et comment est-on passé d'un système monétaire à un autre ? ..... 113
1.2. Comment se présente aujourd'hui l'avenir du système monétaire ? ..... 118

*2. La réforme du système monétaire international en 4 propositions* .... 120
2.1. La gouvernance ..... 121
2.2. La surveillance multilatérale ..... 125
2.3. Le prêteur en dernier ressort ..... 128
2.4. Un instrument de réserve multimonétaire ..... 129

*Conclusion* ..... 134

***RÉSUMÉ*** ..... 137

***SUMMARY*** ..... 143

# Introduction

Un sujet ne doit pas chasser l'autre. Depuis la fin de 2008, le G20 a fait un certain nombre de recommandations pour améliorer la régulation bancaire et financière à la lumière de la crise mondiale. Certaines propositions ont déjà été mises en œuvre, mais beaucoup reste à faire. La régulation bancaire et financière va donc demeurer à l'ordre du jour du G20… Mais, sous présidence française, le G20 a décidé d'ajouter à son agenda des thèmes ambitieux et de grande portée comme les déséquilibres internationaux, la réforme du système (ou par certains côtés, du non-système) monétaire international et la volatilité des prix des matières premières (industrielles et agricoles).

Le rapport qui suit rassemble trois contributions consacrées à la réforme du SMI. Sont abordées les principales composantes de tout système monétaire international : la place et le rôle des monnaies de réserve, le régime de change, la fourniture de liquidités internationales et les possibles déséquilibres entre l'offre et la demande de telles liquidités, la toile de fond constituée par les déséquilibres internationaux et la répartition des ajustements nécessaires entre pays excédentaires et pays déficitaires, enfin les mécanismes de surveillance multilatérale et les règles du jeu applicables aux pays « déviants ».

Par-delà les multiples incertitudes, plusieurs faits stylisés s'imposent. Pour des tas de raisons, le monde n'est pas près de revenir au système de Bretton Woods et aux changes fixes mais ajustables abandonnés en 1973. Les changes vont demeurer, pour longtemps encore, flottants au plan mondial. Les déséquilibres internationaux (déficits américains, excédents chinois, japonais…) ne vont pas se rétrécir par un coup de baguette magique. Mais il est important, autour de la table du G20, de se mettre d'accord sur les indicateurs à surveiller et sur les seuils à partir desquels des doutes sérieux sur la soutenabilité dans le temps de tels déséquilibres se font jour. Le G20 a déjà bien progressé sur la liste des indicateurs, mais il reste encore du chemin à parcourir.

Le nom officiel de la monnaie chinoise est le yuan renminbi (RMB). Pour faciliter la lecture, nous avons pris le parti d'utiliser son nom courant, le yuan, dans l'ensemble de cet ouvrage.

Aujourd'hui le SMI s'organise autour de deux devises, le dollar et l'euro, qui représentent respectivement 62 et 27 % des réserves de change des banques centrales (à l'exclusion de l'or). Les autres monnaies jouent un rôle marginal. Le yen, du point de vue de son rôle international (mais non de son taux de change) est tombé en deuxième division, et cela est probablement irréversible. Le SMI est dans l'attente du yuan, mais il faudra sans doute entre cinq et dix ans à partir de maintenant pour que la devise chinoise soit pleinement convertible, condition nécessaire pour qu'elle devienne une vraie monnaie de réserve internationale et que le duopole dollar/euro cède la place à la triade dollar/euro/yuan. Le rapport analyse ainsi les conditions et les conséquences du passage, forcément à long terme, à un système monétaire multipolaire. Où il apparaît d'ailleurs que les arguments géopolitiques et économiques convergent souvent, mais pas toujours et que l'impact d'un rééquilibrage à l'intérieur du SMI sur la stabilité monétaire et financière est plus compliqué qu'il n'y paraît au premier abord… D'où il ressort également que le débat sur la possibilité d'un rôle accru pour les DTS (droits de tirage spéciaux) est à la fois pertinent et encore très ouvert.

On ne peut prétendre résoudre en quelques trimestres des sujets en discussion, pour certains, depuis plusieurs décennies. Mais l'important, c'est, dans le G20 et en dehors, d'accepter d'en parler et d'avancer sur un chemin choisi en commun, long et qui sera sans doute loin d'être tranquille.

*Christian de Boissieu*
*Président délégué du Conseil d'analyse économique*

# Quel système monétaire international pour une économie mondiale en mutation rapide ?

**Agnès Bénassy-Quéré**
*Directrice du CEPII*

**Jean Pisani-Ferry**
*Directeur de Bruegel*

*« Nous pouvons démontrer de manière probante que nous avons besoin d'un objet volant. Inventer l'aéroplane est une tout autre affaire »*
Tommaso Padoa-Schioppa (2010)

Les relations monétaires internationales font souvent l'objet d'une analyse *in abstracto*, comme s'il existait un régime idéal, indépendant des structures économiques sous-jacentes et de la répartition de la puissance économique mondiale. Nous adoptons ici le point de vue opposé et cherchons à évaluer les implications monétaires des changements en cours au sein de l'économie mondiale.

Dans cette optique, le basculement du centre de gravité de l'économie mondiale des pays avancés vers les économies émergentes est sans nul doute le changement le plus structurant de la période actuelle. La réflexion sur le système monétaire international doit donc se placer d'emblée dans cette perspective.

Nous ouvrons notre discussion par une caractérisation concise du régime actuel (section 1). Nous évaluons ensuite l'évolution probable de la répartition mondiale du pouvoir économique et les conséquences monétaires que

cette évolution pourrait entraîner, en adoptant un point de vue successivement positif et normatif (section 2). Nous évoquons finalement la transition entre la situation actuelle le régime qui pourrait se mettre en place d'ici deux ou trois décennies, ce qui nous donne l'occasion d'analyser quelques problèmes actuels comme la « guerre des monnaies » et la montée des restrictions aux flux de capitaux (section 3) avant de conclure (section 4).

## 1. Le régime actuel

Un régime monétaire international, ou un système[1], est un ensemble de règles qui contraignent, ou du moins influencent, les décisions des États en matière de régime de change, de politique monétaire et de réglementation des flux de capitaux (McKinnon, 1993). Quatre éléments sont traditionnellement retenus pour caractériser un tel régime :

- la convertibilité des monnaies[2] et, de façon plus générale, la gestion des flux de capitaux ;
- les régimes de change ;
- les règles et les mécanismes assurant la fourniture de liquidités en cas de besoin ;
- la surveillance et la coopération monétaire.

Le système de Bretton Woods mis en place au lendemain de la Seconde Guerre mondiale instituait la convertibilité du compte courant mais autorisait les contrôles de capitaux, rendait en cas de « déséquilibres fondamentaux » les taux de change ajustables par rapport au dollar, lui-même convertible en or, et créait le Fonds monétaire international chargé de surveiller les politiques économiques nationales et de financer les déficits courants des pays (McKinnon, 1993 et Eichengreen, 2008). Ce régime pouvait être qualifié d'hégémonique au sens où le pays émetteur de la monnaie dominante (les États-Unis) garantissait la qualité de l'ancre et jouait en même temps un rôle stabilisateur face à des chocs globaux ou régionaux. La nécessité de coopérer était de ce fait limitée (Kindelberger, 1981).

Le régime monétaire international a par la suite évolué, avec la fin de la convertibilité du dollar en or et donc de l'ancrage sur l'or (1971), le flottement généralisé des monnaies des pays avancés (1973), entérinés par les accords de la Jamaïque (1976), l'émergence d'une coopération monétaire européenne (1979), l'adoption temporaire d'une cible de change par certains

(1) Nous parlons alternativement de « régime » monétaire et de « système » monétaire. Le terme « régime » renvoie à une caractérisation factuelle, tandis que le terme « système » comporte une connotation normative (d'où le qualificatif de « non-système » souvent appliqué au régime actuel). Cependant, la distinction entre « régime » et « système » est parfois difficile, notamment en période de crise (voir McKinnon, 1993).

(2) Dans tout ce texte la convertibilité du compte courant est supposée acquise. « Convertibilité » renvoie donc à la convertibilité du compte financier.

pays du G7 (1985, 1987) et enfin, au cours des années quatre-vingt-dix et des années 2000, la création de l'euro, la généralisation du modèle de la banque centrale indépendante, l'adoption par beaucoup d'entre elles de stratégies de ciblage de l'inflation et l'importance grandissante des économies émergentes, dont les préférences et les choix sont différents de ceux des économies avancées[3].

Le régime actuel se caractérise ainsi par :

- une convertibilité presque universelle du compte courant, une généralisation graduelle de la convertibilité du compte financier et des capitaux de plus en plus mobiles entre les pays avancés et les pays émergents, à l'exception notable de la Chine ;
- un flottement presque général des monnaies dans les pays avancés mais la persistance d'une « peur du flottement »[4] dans beaucoup d'économies émergentes ou en développement, à l'exception de l'Amérique latine et de certains pays européens ;
- une fourniture de liquidités en cas d'urgence assurée par les différentes facilités de financement du FMI mais aussi par les accords de *swap* bilatéraux et les accords régionaux (en particulier l'Initiative de Chiang Mai en Asie). Toutefois, depuis la crise asiatique à la fin des années quatre-vingt-dix, c'est surtout l'accumulation de réserves de change, dans un objectif d'auto-assurance au niveau de chaque pays qui a prévalu, en particulier en Asie ;
- une surveillance et une coopération monétaire au niveau régional (Union européenne) ou multilatéral (FMI, G20), dont l'efficacité est cependant contestable.

Ce régime est, selon les points de vue, qualifié de multipolaire ou d'unipolaire. Pour Rose (2006), le système qui a émergé des cendres de Bretton Woods n'est organisé ni autour de l'or, ni autour d'une monnaie clé, ni autour du FMI : un grand nombre d'économies avancées et émergentes ont choisi d'adopter une cible d'inflation, avec flottement libre de leurs monnaies. Au contraire, Padoa-Schioppa (2010), ou, implicitement, Zhou Xiaochuan (2009), considèrent que le régime monétaire international laisse une place centrale aux États-Unis et lui accorde certains privilèges en tant qu'émetteur de la principale monnaie internationale. D'autres encore (dont Dooley, Folkerts-Landau et Garber, 2004, qui parlent d'un régime *Bretton Woods II* pour les pays émergents et en développement) considèrent que le monde peut être séparé en deux avec, d'un côté, ceux qui ont choisi d'adopter le régime de change flottant décrit par Rose et, de l'autre, ceux qui ont choisi un régime « à la Bretton Woods », centré sur le dollar (Aglietta, 2010, qualifie ce régime hybride de « semi-dollar standard »).

(3) Voir McKinnon (1993) pour une caractérisation des régimes de la seconde moitié du XX$^{e}$ siècle.

(4) Voir Calvo et Reinhart (2002).

### 1.1. Le rôle de monnaie internationale

Dans ce contexte, plusieurs monnaies (le dollar, l'euro, la livre sterling, le yen, le franc suisse) jouent un rôle international, mais une seule (le dollar) est dominante dans l'ensemble des fonctions internationales de la monnaie. Le tableau 1 présente quelques statistiques sur les rôles internationaux du dollar, de l'euro et du yen. Malgré un certain déclin, le rôle clé du dollar en tant que moyen de paiement et en tant que réserve de valeur reste clair. Dans un contexte d'intégration très étroite des systèmes financiers européens et américain, la crise a également mis au jour l'importance des positions en dollars des banques non américaines, notamment en Europe, et leur dépendance à l'égard d'un accès continu aux financements en dollars. C'est ce qui a conduit la Réserve fédérale à jouer un rôle central dans la fourniture de liquidités aux banques étrangères durant la crise, à travers ses accords de *swap* (McGuire et von Peter, 2009).

**1. Indicateurs du rôle international des principales devises**

*En pourcentage du total mondial*

| | Dollar | Euro | Yen | Autres |
|---|---|---|---|---|
| Part dans les transactions de change, avril 2010 (/200 %) | 84,9 | 39,1 | 19,0 | 57,0 |
| Encours d'obligations internationales, fin 2009 (à l'exclusion des émissions nationales) | 45,8 | 31,4 | 5,8 | 17,0 |
| Encours de prêts bancaires internationaux, fin 2009 (à l'exclusion des prêts transfrontaliers européens) | 53,8 | 20,3 | 3,6 | 26,9 |
| Réserves de change, fin 2009(*) | 62,2 | 27,3 | 3,0 | 7,5 |

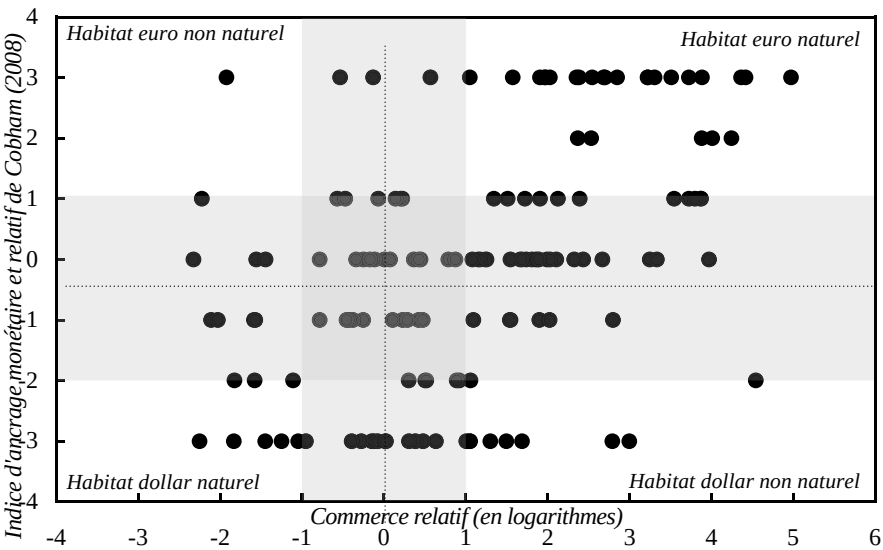
*Note* : (*) En pourcentage des réserves allouées. La composition par devise d'une partie importante des réserves de change n'est pas publiée (c'est notamment le cas des réserves chinoises).
*Sources* : BCE (2010) et BRI (2010).

Le dollar demeure aussi la principale unité de compte internationale, notamment sur les marchés de matières premières et énergie, même si c'est moins le cas pour les produits manufacturés. Le dollar reste également la monnaie de référence pour l'ancrage monétaire. Bénassy-Quéré, Cœuré et Mignon (2006) ont, par exemple, estimé que, sur un échantillon de 59 monnaies entre 1999 et 2004, 92 % des monnaies étaient de fait ancrées sur une autre devise. Dans 56 % des cas, la monnaie d'ancrage était le dollar, contre 14 % pour l'euro et 22 % pour les paniers de devises(5). Pour l'année 2007, Goldberg (2010) trouve que, sur un échantillon total de 207 économies, 96 étaient dollarisées ou avaient leur monnaie ancrée sur le dollar, et huit autres étaient en régime de flottement administré rapport à la monnaie américaine. Ainsi, l'ensemble des économies dont la monnaie est reliée au dollar représentait, en 2007, 36 % du PIB mondial hors États-Unis. Si l'on ajoute la part des États-Unis dans le PIB mondial (25 % en 2007), on aboutit ainsi à une « zone dollar » pesant plus de 60 % de l'économie mondiale.

(5) Les pays de la zone euro sont exclus de l'échantillon. D'après ces auteurs, l'érosion des régimes intermédiaires au cours de cette période est le résultat de l'unification monétaire en Europe, qui a transformé les régimes intermédiaires en régimes de change fixe.

Le rôle international du dollar est illustré par le graphique 1, qui fait figurer en abscisse le rapport entre le commerce de chaque pays avec l'Union européenne et son commerce avec les États-Unis, et en ordonnée, l'indice d'alignement de change de Cobham (2008) qui mesure, de manière simple, si une monnaie est plutôt alignée sur le dollar ou plutôt alignée sur l'euro. Dans l'ensemble, les pays ont tendance à ancrer leur monnaie sur la devise du pays avec lequel ils commercent relativement le plus. De nombreux pays figurent cependant dans le cadran inférieur droit, ce qui signifie qu'ils commercent davantage avec l'Union européenne mais alignent leur monnaie sur le dollar. La situation inverse n'apparaît qu'une fois. Cette observation confirme que l'euro est une monnaie d'importance régionale mais non mondiale (Pisani-Ferry et Posen, 2009).

**1. Orientation des échanges et des politiques d'ancrage en 2007**




*Source* : Calculs des auteurs à partir de Cobham (2008) et des statistiques de commerce du FMI, sur un échantillon de 140 pays.

Au total, le dollar demeure la monnaie dominante (mais non unique) pour les trois fonctions monétaires internationales (moyen de paiement, unité de compte et réserve de valeur). Certes, un groupe de pays avancés et de pays émergents a, dans les années 2000, rompu le lien avec le dollar et adopté des stratégies de ciblage d'inflation(6). Cependant, ces mêmes pays se sont montrés dépendants vis-à-vis de la Réserve fédérale pour la fourniture de liquidités lors de la crise, malgré les accords régionaux et l'extension des facilités de financement du FMI (tableau 2) : quelque peu délaissé par temps calme, le dollar a retrouvé sa place centrale au moment de la crise, prouvant par là qu'il était toujours la clé de voûte du système.

(6) En 2005, les pays suivants avaient adopté des régimes de ciblage de l'inflation : Israël, Thaïlande, Pérou, Pologne, Corée du Sud, Chili, Mexique, Hongrie, République tchèque, Colombie, Afrique du Sud, Philippines, Brésil (voir Mishkin et Schmidt-Hebbel, 2007).

## 2. Les accords de *swap* bilatéraux activés en réponse à la crise de 2008-2009

| Réserve fédérale (en milliards de dollars) | |
|---|---|
| Zone euro (BCE) | Sans limite |
| Japon | Sans limite |
| Royaume-Uni | Sans limite |
| Suisse | Sans limite |
| Australie | 30 |
| Canada | 30 |
| Corée du Sud | 30 |
| Mexique | 30 |
| Singapour | 30 |
| Suède | 30 |
| Brésil | 15 |
| Danemark | 15 |
| Norvège | 15 |
| Nouvelle-Zélande | 15 |

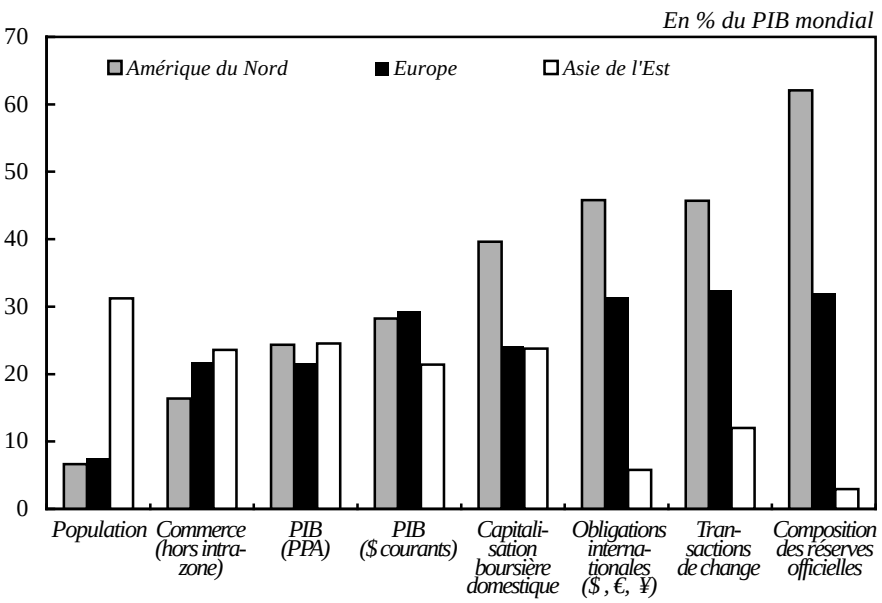
| Banque centrale européenne et pays nordiques (en milliards d'euros) | |
|---|---|
| États-Unis | 80 |
| Danemark | 12 |
| Pologne | 10(**) |
| Suède | 10 |
| Hongrie | 5(**) |
| Islande | 1,5(*) |
| Lettonie | 0,5(*) |

| Banque du peuple chinois (en milliards de yuans) | |
|---|---|
| Hong Kong | 200 |
| Corée du Sud | 180 |
| Indonésie | 100 |
| Malaisie | 80 |
| Argentine | 70 |
| Biélorussie | 20 |

*Notes* : (*) Accords de swap monnaie nationale contre euro avec les banques centrales danoise et suédoise (pas la BCE) ; (**) Accords de repo (et non de swap) entre la BCE et les banques centrales de Pologne et de Hongrie.

*Source* : D'après Allen et Moessner (2010).

## 2. Un système unipolaire dans un monde multipolaire




*Lecture* : Amérique du Nord = NAFTA ; Europe = UE + Suisse ; Asie de l'Est = ASEAN + 3.

*Sources* : Perspectives économiques mondiales du FMI 2009 (population, commerce et PIB), WFE décembre 2009 (capitalisation boursière), BCE 2009 (obligations internationales ; définition stricte), Enquête triennale BRI 2010 (transactions de change), COFER-FMI 2009 (réserves officielles) et calculs des auteurs.

Cette position encore centrale du dollar s'oppose au caractère « tripolaire » de l'économie mondiale, où l'Amérique du Nord ne pèse pas davantage que l'Europe ou l'Asie (graphique 2). Le maintien de changes fixes et le rôle dominant du dollar comme monnaie d'ancrage sont également incompatibles avec le besoin d'émancipation croissant des pays émergents vis-à-vis de la politique monétaire américaine. Celui-ci est devenu évident lors de la seconde vague d'assouplissement quantitatif aux États-Unis, à l'automne 2010.

### 1.2. Les défauts du régime actuel

Les débats sur les avantages et inconvénients de tel ou tel régime monétaire se concentrent aujourd'hui sur quelques questions centrales qu'il est utile de résumer d'emblée, et sur lesquelles nous reviendrons plus en détail plus bas :

- *les désajustements de change*. La recherche sur les effets des fluctuations de change a montré que la volatilité de court terme des taux de change était finalement moins dommageable que les désajustements marqués et persistants, lesquels conduisent à des distorsions dans les choix économiques (investissement, épargne, emploi, développements sectoriels). Cet argument a longtemps été utilisé contre les changes flottants, mais si ceux-ci peuvent s'écarter durablement de l'équilibre ils finissent généralement par y revenir (Rogoff, 1996). Aujourd'hui, c'est devenu un argument contre la fixité des taux de change qui, comme en témoigne le cas de la Chine, retarde les ajustements de taux de change réels ;
- *la volatilité des mouvements de capitaux et les moyens d'y faire face*. La libéralisation financière n'a pas produit les résultats escomptés. Au lieu de favoriser la stabilité macroéconomique en permettant l'absorption de chocs temporaires sur le revenu, elle s'est accompagnée d'une grande volatilité des flux et a donc souvent été facteur d'instabilité (Kose, Prasad, Rogoff et Wei, 2006). Lorsqu'ils font face à des retraits de capitaux massifs, les pays émergents doivent soit puiser dans leurs réserves, soit bénéficier d'un apport de liquidité, qui peut provenir du Fonds monétaire international ou de pays partenaires ;
- *l'accumulation de réserves dans les pays émergents*. La volonté des pays d'intervenir sur le marché des biens et l'incertitude sur l'accès à la liquidité ou sur les conditions associées à sa fourniture conduisent à une importante accumulation de réserves, qui servent ainsi d'auto-assurance. Ces réserves ont un coût qui tient à l'immobilisation par des pays pauvres de masses considérables d'épargne sous une forme peu rémunératrices, et parallèlement à l'orientation des flux d'épargne du Sud vers le Nord. Ces coûts doivent, bien sûr, être mis en regard des gains issus d'un développement économique extraverti ;

- *la discipline et la coordination des politiques macroéconomiques*. Du fait du rôle particulier des pays émetteurs de monnaie internationale, et d'abord des États-Unis, le régime monétaire international fonctionne de manière très asymétrique. Il ne contraint notamment ni les États-Unis, ni, à court et moyen termes, les pays en excédent extérieur[7] ;
- *l'orientation de la politique monétaire au niveau mondial*[8]. Une tâche essentielle du Système monétaire international est d'assurer que la combinaison des politiques monétaires nationales est cohérente avec la stabilité des prix au niveau mondial. Ce rôle était passé au second plan dans le contexte de la « grande modération » des années quatre-vingt-dix et 2000, il revient au premier plan dans un contexte de contraintes de ressources.

Dans ce contexte le régime monétaire international a été considéré comme en partie responsable de la crise, parce qu'il aurait favorisé un afflux de capitaux et la formation d'une bulle de crédit aux États-Unis (Larosière, 2009, Turner, 2009 et Rajan, 2010). Cette thèse est cependant controversée (*cf*. encadré 1). Au total, le régime monétaire international actuel est le résultat d'une série d'évolutions résultant de choix opérés individuellement par un grand nombre de pays, des choix des États-Unis et du rôle du FMI. Nombre de ses défauts sont connus de longue date et son rôle dans la genèse de la crise est débattu, mais il a fonctionné de façon satisfaisante une fois celle-ci déclenchée, grâce notamment à la coopération entre la Banque centrale européenne et la Réserve fédérale et à l'implication de cette dernière dans la fourniture de liquidités. Cela n'implique pourtant pas qu'il faille s'en tenir au *statu quo.* Un tel choix pourrait même être dangereux : le régime actuel est mal adapté à la nouvelle donne et à l'environnement économique de l'après-crise.

(7) À long terme, les pays excédentaires sont contraints par la mauvaise qualité des placements qu'ils peuvent effectuer dans les pays déficitaires.

(8) Encore appelée question de la liquidité mondiale. Le jargon distingue cette question de celle de la liquidité internationale, qui a trait à l'accès au crédit en situation de retraits de capitaux.

## 1. Le rôle du régime monétaire international dans la genèse de la crise financière

Au-delà des défaillances désormais bien identifiées de la régulation financière, un débat s'est développé au sujet de la responsabilité des politiques macroéconomiques et du système monétaire international dans la genèse de la crise. Deux grandes tendances peuvent être distinguées :

- un premier ensemble de travaux (voir notamment Taylor, 2008 et Rajan, 2010 et, pour une mise en garde *ex ante*, White, 2006) met l'accent sur les effets de la politique monétaire américaine. En conduisant, au nom de la lutte contre la déflation, une politique de taux bas et en s'en tenant à un objectif de stabilité du prix des biens et services, la Réserve fédérale (Fed) aurait favorisé le développement de la bulle immobilière et de l'endettement du système financier. La responsabilité du régime monétaire n'est alors qu'indirecte : il lui est reproché de n'avoir pas contraint la Fed à mener une politique plus stricte ;
- un second ensemble de travaux (voir notamment Caballero et Krishnamurthy, 2009) incrimine l'afflux de capitaux aux États-Unis et, en particulier, la demande de titres notés AAA. Cette demande de titres aurait, d'une part, déprimé les taux sur les obligations d'État, contribuant ainsi à l'endettement et, d'autre part, conduit au développement, par la titrisation et le *tranching* de crédits immobiliers à risque, d'une offre de titres apparemment sûrs parce que bénéficiant de la notation requise, mais fondés sur des actifs risqués (les fameux CDO, ou *collaterized debt obligations*). Cette analyse ne conduit à incriminer le régime monétaire que dans la mesure où une grande partie de la demande pour ces actifs AAA est venue, non du secteur privé, mais des banques centrales des pays en changes fixes vis-à-vis du dollar[1]. Les réserves en dollars déclarées au FMI par les pays en développement sont en effet passées de 255 milliards au premier trimestre 1999 à 1 353 milliards au deuxième trimestre 2008, à la veille de la débâcle de Lehman Brothers[2]. Warnock et Cadac Warnock (2009) estiment que les afflux de capitaux officiels aux États-Unis pourraient avoir réduit les taux longs de près de 100 points de base en 2005, ce qui est un effet notable. En outre, ces investissements se sont en partie portés sur les titres des agences de garantie des crédits immobiliers, Fannie Mae et Freddie Mac, ce qui a contribué à favoriser l'amplification de la bulle. Bernanke (2011) considère que la demande d'actifs apparemment sûrs a « fourni une incitation additionnelle » au développement des produits structurés par l'industrie financière.

(1) Les banques centrales, il est vrai, privilégient les titres publics. Selon Caballero, Farhi et Gourinchas (2008), cette demande dynamique pour les titres AAA a pu inciter les intermédiaires financiers à « créer » d'autres actifs AAA afin de satisfaire les demandes d'investisseurs privés.

(2) D'après données COFER du FMI. Celles-ci ne recensent pas toutes les réserves, car certains pays, dont la Chine, n'en notifient pas la composition.

## 2. Perspectives pour les prochaines décennies

### 2.1. Le basculement de l'économie mondiale

Le graphique 3a fournit une image synthétique de l'évolution de l'économie mondiale et de la répartition du pouvoir économique entre 1870 et 2050[9].

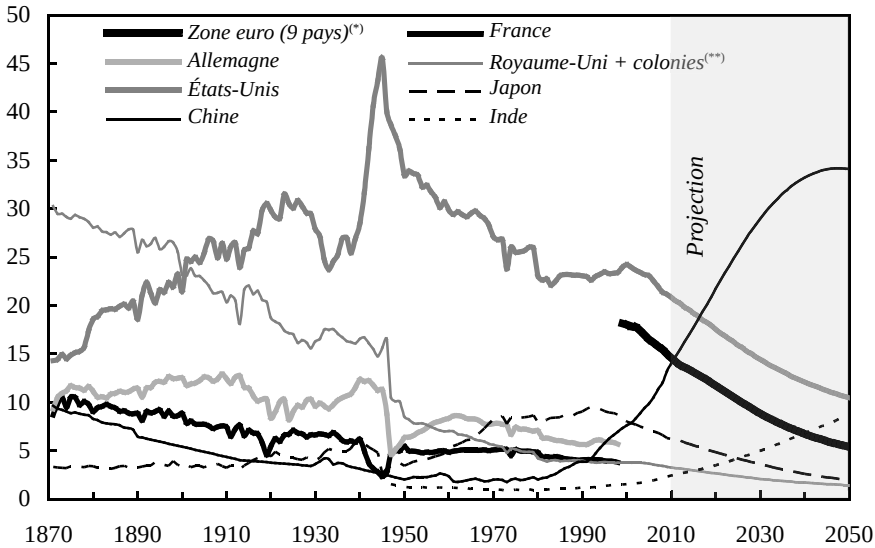
La zone sterling, composée du Royaume-Uni et de ses principales colonies, a dominé toute la période de l'étalon-or (1879-1913), en première position ou juste derrière les États-Unis. Les États-Unis ont incontestablement été en position dominante au cours de la période de Bretton Woods (1945-1973). Mais à en croire les projections de long terme, ils devraient être rattrapés par la Chine en 2015 et par l'Inde en 2040 (aux taux de change PPA). Ces deux économies sont les seules dont le poids économique mesuré en PPA pourrait dépasser 15 % de l'économie mondiale à l'horizon 2050. Les États-Unis ne devraient peser que 10 %, la zone euro 5 %. Même en supposant un élargissement de la zone euro à l'ensemble de l'Union européenne, voire au-delà, le poids de la région ne devrait pas dépasser 10 %.

Les projections à l'horizon 2050 sur la base des taux de change de PPA peuvent cependant exagérer les changements à venir dans la mesure où la conversion PPA revient à relever le poids des économies émergentes et en développement, dont les monnaies sont généralement sous-évaluées au regard de la parité des pouvoirs d'achat. Cette convention est pertinente lorsqu'on s'intéresse au poids des différents pays ou zones sur les marchés internationaux de facteurs ou dans les émissions de gaz à effet de serre. Elle ne l'est plus si l'on s'intéresse à leur puissance monétaire et financière, qui dépend non seulement des volumes de PIB mais aussi de leur valorisation. S'il est possible de relier l'évolution à long terme des prix relatifs entre pays au rattrapage économique (c'est l'effet Balassa-Samuelson), les séries n'existent pas pour la période historique. Une solution de compromis est alors d'évaluer les PIB aux prix et aux taux de change de 2005, moins favorables que les taux de PPA pour les pays émergents. Le monde qui se dessine entre 2010 et 2030 est alors clairement tripolaire : les États-Unis et l'Europe pèseront encore lourd et le pouvoir économique sera réparti de façon plus égale qu'à n'importe quel moment de l'histoire récente entre les trois premières puissances mondiales (Chine, États-Unis et Europe, *cf.* graphique 3b).

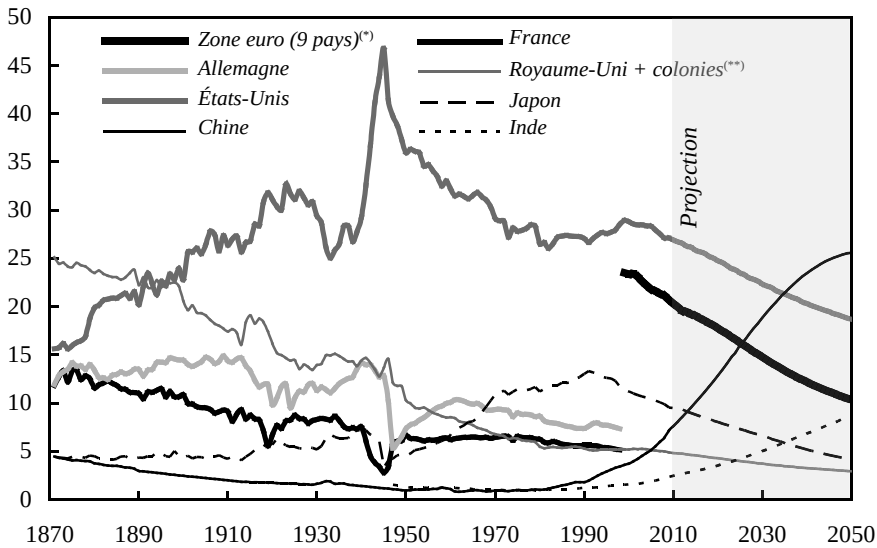
(9) Le graphique 3a est construit à partir des statistiques historiques d'Angus Maddison (publiées par le *Groningen Growth and Development Centre*, www.ggdc.net) et des projections de long terme réalisées par le CEPII (Fouré et *al.*, 2010). La plupart des projections de long terme aboutissant à des résultats qualitativement semblables, nos conclusions ne sont donc pas tributaires des projections retenues.

## 3. Parts de différents pays ou zones dans le PIB mondial (1870-2050)

**a. En % du total mondial, aux taux de change de PPA de 2005**




**b. En % du total mondial, aux prix et taux de change de 2005**




*Notes* : (*) Autriche, Belgique, Allemagne, Espagne, Finlande, France, Italie, Pays-Bas et Portugal ; (**) Australie (jusqu'à 1900), Nouvelle-Zélande (jusqu'à 1939) et Inde (jusqu'à 1946). Le Canada n'est pas inclus ici dans l'Empire britannique car il bénéficiait déjà d'une grande autonomie depuis 1867.

*Sources* : Statistiques historiques d'Angus Maddison et projections CEPII.

## 2.2. Conséquences monétaires

Les conséquences des changements des rapports de forces économiques sur l'ordre monétaire mondial doivent être appréhendées avec prudence : la livre britannique a conservé un statut important bien après la perte de la suprématie économique par la Grande-Bretagne à la fin du XIX$^{e}$ siècle. L'expérience historique montre que le poids économique n'a d'effet sur le pouvoir monétaire qu'après un certain délai(10), deux monnaies à dimension internationale peuvent fort bien coexister pendant une période relativement longue (Eichengreen et Flandreau, 2008), et le statut de monnaie internationale ne découle pas automatiquement d'un effet de taille, mais d'autres facteurs s'avèrent déterminants, notamment(11) :

- l'ouverture financière ;
- l'existence d'un marché obligataire profond et liquide ;
- la stabilité des prix et une politique monétaire prévisible ;
- la capacité du pays clé à absorber des chocs macroéconomiques ou financiers.

Des facteurs non économiques, tels que la cohésion politique ou la puissance géopolitique et militaire peuvent également jouer (Posen, 2008). L'exemple du Japon dans les années quatre-vingt et quatre-vingt-dix montre clairement qu'en dépit d'une ascension économique certaine, une monnaie ne peut pas s'internationaliser si une ou plusieurs de ces différentes conditions ne sont pas remplies.

Le tableau 3 résume les situations respectives de l'euro et du yuan par rapport à ces critères. Il montre que l'euro possède déjà plusieurs caractéristiques d'une monnaie internationale. Mais la monnaie européenne est toujours handicapée par une gouvernance incomplète et un manque de cohésion politique. Déjà importants en temps normal, ces facteurs prennent une place considérable en période de crise. En outre, la zone euro a jusqu'ici adopté une attitude neutre par rapport à l'internationalisation de sa monnaie, en proclamant qu'elle n'entendait ni l'encourager, ni la décourager (voir Bini Smaghi, 2008). Cette attitude peut se comprendre mais il n'en reste pas moins que l'internationalisation de l'euro nécessitera de créer un marché unifié d'actifs non risqués, sujet aujourd'hui très controversé. Elle ne pourra donc pas se réaliser pleinement sans une impulsion politique forte.

(10) Les raisons de cette inertie sont bien connues. Elles reposent sur des externalités de réseau qui tendent à favoriser la monnaie déjà en place. Toutefois, selon Eichengreen et Flandreau (2010), ces externalités ne doivent pas être surestimées. Le rôle des régulations financières et de la volonté publique (à travers le comportement de la Banque centrale) ont été clés pour l'émergence du dollar entre les deux guerres.

(11) Pour une estimation économétrique à partir de la répartition par devises des réserves de change, voir Chinn et Frankel (2008).

**3. Potentiel d'internationalisation : l'euro et le yuan en 2010**

| | Euro | Yuan |
|---|---|---|
| Taille | 20 % du PIB mondial, proportion en baisse | 7,6 % du PIB mondial, proportion en hausse |
| Ouverture financière | Parfaite liberté de circulation des capitaux | Circulation des capitaux restreinte |
| Marchés financiers | Deuxième en taille après les États-Unis, mais les marchés de bons du Trésor restent fragmentés en l'absence d'euro-obligations | Sous-développés |
| Stabilité des prix et prévisibilité de la politique monétaire | Très bonnes performances | Bonne performance passée mais avenir incertain, en partie du fait de l'ancrage de la monnaie au dollar et en partie du fait de la libéralisation à venir du système financier national |
| Capacité du système à réagir aux chocs, fonction de prêteur en dernier ressort | Limitée par le contexte institutionnel | Forte |
| Pouvoir et cohésion | Limités par la fragmentation politique | Forts |
| Volonté d'internationaliser | Faible (position neutre des autorités européennes) | Importante (programme « pilote ») |

*Source* : Auteurs.

S'agissant du yuan, les handicaps de court terme tiennent principalement à l'ouverture financière et au développement financier, tous deux insuffisants. La politique monétaire doit encore faire ses preuves, mais les fondamentaux en matière de gouvernance sont solides. Le yuan pourrait commencer à concurrencer sérieusement le dollar, voire devenir à terme son principal rival, si le pays décidait d'entreprendre des réformes financières de grande ampleur (voir Dobson et Masson, 2008 et Thimann, 2009). La Chine a montré clairement sa volonté d'internationaliser sa monnaie (Cheung et *al*., 2010).

Le dollar a donc deux rivaux (ou compléments) potentiels. L'euro remplit de nombreuses conditions nécessaires à son internationalisation mais l'évolution prévisible de sa base économique ne lui est pas favorable et ses fondamentaux politiques restent fragiles. De son côté, le yuan bénéficie de fondamentaux politiques et économiques plus solides mais la monnaie ne peut pas s'appuyer sur une infrastructure financière développée.

En tout état de cause, sauf crise du dollar, l'évolution vers un système multipolaire prendra du temps. Elle ne pourra en outre se réaliser que si chacun des pôles autorise sa monnaie à s'internationaliser. Dans le monde actuel, cela signifie autoriser les non-résidents à détenir des actifs *off-shore*

et domestiques libellés en monnaie nationale et permettre leur conversion en devises, sans aucune restriction et à tout moment. Le bon fonctionnement du marché implique également que les résidents puissent acquérir et vendre des actifs financiers libellés en monnaie étrangère sans aucune contrainte[12].

### 2.3. Une stabilité hégémonique ?

L'évolution du régime monétaire international vers la multipolarité pose de nombreuses questions, en particulier celle de la stabilité d'un tel régime. Les experts des relation s monétaires internationales soulignent souvent qu'un système unipolaire permet d'assurer une « stabilité hégémonique » (voir Kindleberger, 1981 ou Eichengreen, 1987, pour un examen critique) car la puissance hégémonique a intérêt à internaliser les externalités associées à ses politiques, de sorte à maintenir la stabilité d'ensemble du système. Par exemple, il évite de conduire une politique monétaire déstabilisatrice pour le reste du monde, même si cela comporte un coût, parce que cette discipline résulte de ses responsabilités mondiales et constitue la contrepartie de sa position privilégiée.

Malgré l'attrait de cette représentation, ce courant théorique exagère sans doute le degré de prise en compte de la stabilité internationale dans le processus de décision politique aux États-Unis, tant historiquement qu'au cours de la période récente. Par-delà la rupture du lien avec l'or au début des années soixante-dix, la gestion asymétrique du risque chère à Alan Greenspan n'avait, par exemple, pas complètement internalisé les effets internationaux de la fourniture de liquidité à bas prix. De la même manière, la Réserve fédérale n'a sans doute pas internalisé les conséquences de sa seconde politique d'assouplissement monétaire sur les flux de capitaux en direction des économies émergentes, à l'automne 2010.

La théorie de la stabilité hégémonique présente ainsi deux limites importantes. En premier lieu, elle considère que la « puissance hégémonique » jouit d'une prédominance économique incontestée, et a donc tout intérêt à assurer et préserver la stabilité internationale. En second lieu, cette théorie laisse de côté la possibilité, pour la puissance en question, d'exploiter son pouvoir de monopole ; en d'autres termes, d'utiliser son « privilège exorbitant » à des fins purement nationales, au détriment de la stabilité internationale. Une simple revue des fonctions traditionnelles de la puissance hégémonique suggère que le déclin de sa puissance relative peut peser sur la capacité de l'*hegemon* à remplir la fonction que lui assigne la théorie (tableau 4).

(12) Une ouverture financière dans un seul sens ne permet pas d'internationaliser une monnaie car elle limite les échanges au solde du compte financier (par opposition aux flux bruts). Imaginons, par exemple, que les non-résidents puissent acquérir des actifs en Chine sans que les résidents chinois ne soient autorisés à investir à l'étranger. Sauf à supposer que la Banque centrale compense toutes les entrées de capitaux, l'internationalisation du yuan serait comptablement impossible. À noter que le point essentiel est la liberté des mouvements de capitaux, non le signe du solde courant : la Chine n'a pas besoin d'un déficit courant pour internationaliser sa monnaie.

### 4. Pertinence contemporaine des rôles traditionnels de l'*hegemon* monétaire

| Rôle de la puissance hégémonique | Pertinence | La taille compte-elle ? |
|---|---|---|
| Faire respecter les règles du jeu international | Oui (avec les organisations internationales) | Oui |
| Ancre nominale | Oui (au moins pour les pays en change fixe) | Oui |
| Fournisseur de réserves | Oui | Oui |
| *Leader* de la coopération en cas de crise | Oui | Oui |
| Acheteur en dernier ressort | Secondaire | Oui |
| Prêteur en dernier ressort | Avec le FMI | Oui |

*Source* : Auteurs.

Un argument de nature différente en faveur de la stabilité d'un régime unipolaire provient de la substituabilité des devises entre elles : si les qualités de la monnaie-clé sont inégalées en termes de liquidité et de risque, alors un choc sur les rendements anticipés affecte peu les choix de portefeuilles, d'où une certaine stabilité des taux de change. À l'inverse, si deux (voire trois) devises devaient partager les mêmes caractéristiques en termes de liquidité et de risque, elles seraient automatiquement plus substituables. Les allocations de portefeuilles seraient alors nettement plus sensibles aux chocs sur les rendements, entraînant une volatilité plus forte des taux de change (voir, par exemple, Nations unies, 2009).

Cet argument ne concerne cependant que la volatilité à court terme, non les désajustements de change de moyen terme. Supposons, par exemple, que le rendement attendu sur les actifs américains devienne plus faible. Les investisseurs internationaux se tourneront alors vers les monnaies concurrentes, entraînant une dépréciation du dollar. Mais cette dépréciation aurait pour conséquence d'accroître le rendement attendu des actifs libellés en dollars et ainsi de stimuler la demande pour cette devise. En résumé, une substituabilité accrue pourrait limiter la capacité d'un pays à attirer des capitaux étrangers quel que soit le rendement attendu. En forçant des ajustements immédiats, elle limiterait les désajustements de moyen terme des taux de change[13]. Or ce sont ces désajustements de moyen terme des taux de change qui sont les plus nuisibles à la croissance, parce qu'ils sont difficiles à couvrir (contrairement à la volatilité de court terme) et parce qu'ils distordent les prix relatifs.

(13) Voir Bénassy-Quéré et Pisani-Ferry (2010a).

## 2.4. Avantages et inconvénients d'un système multipolaire par rapport à un système unipolaire

L'évaluation des propriétés et des performances des différents régimes monétaires est une tâche ardue. Par définition, il n'existe à un moment donné qu'un seul système monétaire mondial et une fois en place, ce système se maintient pendant plusieurs décennies. Les possibilités de comparaison, déjà restreintes par les spécificités historiques de chaque situation, sont ainsi très limitées[14]. Une autre raison tient au fait qu'un système monétaire international existe rarement sous une forme « pure ». Le régime actuel n'est déjà plus un système « pur » centré sur le dollar et ne se dirigera sans doute pas vers une multipolarité « pure » à l'avenir. L'observateur est ainsi confronté au fonctionnement de systèmes hybrides. Les affirmations selon lesquelles les performances de tel ou tel système seraient meilleures sont alors quasiment irréfutables[15].

La comparaison de deux systèmes schématiques peut cependant s'avérer fructueuse, notamment s'il s'agit d'évaluer les avantages et inconvénients d'un déplacement dans l'une ou l'autre des directions. Nous nous intéressons ainsi à deux systèmes clairement différenciés :

- un système hégémonique dans lequel une seule monnaie sert d'ancrage et de réserve de valeur à tous les pays, qui gèrent leur taux de change par rapport à elle. Différents degrés de fixité du change peuvent être considérés dans ce cadre, avec les conséquences que ces politiques impliquent pour la liberté des mouvements de capitaux. Ce système se rapproche du régime dit « Bretton Woods II » de Dooley, Folkerts-Landau et Garber (2004) ;
- un système multipolaire fondé sur la coexistence de plusieurs monnaies-clés en régime de flottement les unes par rapport aux autres, avec parfaite mobilité des capitaux. Les monnaies clés peuvent à leur tour servir d'ancrage régional pour des pays périphériques qui, dans ce cas, maintiennent des contrôles de capitaux pour soutenir leurs régimes de changes fixes ou abandonnent leur souveraineté monétaire dans le cadre d'une dollarisation ou d'une participation à une union monétaire. Les pays périphériques peuvent aussi choisir le flottement avec une mobilité des capitaux qui peut être ponctuellement limitée face à une volatilité perçue comme excessive.

Le régime actuel emprunte à chacun des deux systèmes : il comporte davantage de flottement que le premier régime (hégémonique) mais est moins symétrique que le second régime (multipolaire). Le but de la comparaison est d'évaluer les avantages et inconvénients de l'évolution en cours du système monétaire international et de comprendre quelles politiques

14) C'est une limite des analyses historiques à la Bordo (voir, par exemple, Bordo et Jonung, 2001) qui mettent en évidence des différences de performance entre périodes en matière de croissance ou d'inflation mais n'établissent pas qu'elles sont attribuables aux régimes monétaires.

(15) Par exemple, il est parfois avancé que la fin du régime de changes fixes a eu un coût pour la croissance mondiale. Cette proposition n'est ni démontrable ni réfutable.

d'accompagnement pourraient être mises en œuvre. Dans les deux cas, nous supposons que les poids économiques des trois principales régions sont comparables, suivant ainsi les enseignements du graphique 3.

Afin d'évaluer les deux systèmes, nous nous appuyons sur un nombre restreint de critères largement acceptés. *In fine*, le régime monétaire international devrait favoriser la croissance, la stabilité et l'équité au niveau mondial. Nous retenons donc trois critères :

- *un critère d'efficacité économique*. L'efficacité plaide pour un nombre limité de monnaies internationales (en vue de minimiser les coûts de transaction) ; pour la même raison, celles-ci doivent être les monnaies de pays ou de régions de grande taille (de manière à ce qu'elles soient déjà utilisées par un grand nombre d'agents). Par ailleurs, le système monétaire international devrait minimiser l'incitation, pour chaque pays, à l'accumulation économiquement coûteuse de réserves officielles(16). Il devrait aussi favoriser une allocation efficace du capital et donc, par exemple, être compatible avec des flux nets de capitaux Nord-Sud (des pays développés vers les pays en développement) en accord avec les différentiels de productivité marginale du capital, après prise en compte des facteurs limitatifs (notamment le risque politique et la profondeur des marchés financiers). De même, le système devrait limiter les désajustements de taux de change réels par rapport aux fondamentaux économiques, afin de réduire le risque d'une mauvaise allocation interne (entre les secteurs de biens échangeables et non échangeables) et internationale ;
- *un critère de stabilité économique et financière.* Celui-ci comprend plusieurs facettes complémentaires :

  – une grande leçon de la crise est que la stabilité financière est un bien public que les gouvernements doivent chercher à produire, aussi bien individuellement que collectivement, tout en en minimisant le coût en termes d'efficience. Le système monétaire international a ici un rôle à jouer, à la fois de façon préventive (en évitant l'accumulation de positions extérieures nettes non soutenables ou de nature à créer dans d'autres pays des situations insoutenables)(17) et de façon curative (en limitant les effets des chocs économiques et financiers tels que les entrées massives de capitaux et les *sudden stops*).

(16) Le coût d'opportunité des réserves est égal à l'écart entre leur rémunération et celle d'investissements alternatifs. D'un point de vue de finances publiques, leur coût est l'écart entre la rémunération des réserves et celle des bons de stérilisation émis par la banque centrale. Ce coût est significatif lorsque le taux d'intérêt interne est supérieur au taux sur la devise. Du point de vue du pays, on peut aussi prendre en compte l'écart entre la rémunération des réserves et celle des capitaux entrants. Ce coût est généralement élevé, puisque les pays émergents et en développement empruntent en dollars à des taux très sensiblement supérieurs à ceux qu'offre le Trésor américain. En outre, les pays n'internalisent pas l'ensemble du coût des réserves, qui comprend également les déséquilibres internationaux et les crises qui s'en suivent (voir Landau, 2009).

(17) Ce que l'on entend précisément par « position nette insoutenable » est bien entendu sujet à discussion.

La prévention doit aussi s'entendre d'un point de vue macroéconomique, en ce sens qu'il est souhaitable que les politiques monétaires nationales limitent les risques de bulles de crédit ou de déflation[18]. En somme, il s'agit principalement ici d'éviter une situation où il y aurait excès ou pénurie de liquidités au niveau mondial ;

– le système devrait laisser assez d'autonomie aux gouvernements et aux banques centrales pour qu'ils puissent utiliser les instruments nationaux pour répondre aux crises, tout en garantissant l'approvisionnement en liquidités internationales si cela s'avère nécessaire ;

– le système devrait contenir la volatilité des taux de change ou s'assurer que celle-ci demeure gérable (à travers le développement d'instruments de couverture à coût raisonnable, ce qui nécessite des marchés profonds). Il devrait empêcher ou limiter les externalités négatives, lorsque, par exemple, un choc sur un pays A déstabilise le taux de change entre les monnaies des pays B et C. Le système devrait également décourager et, si nécessaire, punir les politiques non coopératives de type « *beggar thy neighbour* », y compris les éventuelles « guerres de change » ;

- *un critère d'équité*. Le système devrait assurer la symétrie des ajustements, de façon à ce que les ajustements de balance de paiements ne reposent pas sur une catégorie particulière de pays (les pays déficitaires dont la devise n'aurait pas une dimension internationale). De même, le système devrait éviter d'accorder à un pays le « privilège exorbitant » consistant à échapper aux contraintes internationales, sauf si ce privilège est assorti de devoirs vis-à-vis de la communauté internationale.

À ces trois critères normatifs, il faut ajouter un *critère de faisabilité*. L'histoire monétaire post Bretton Woods a montré que la coopération internationale est l'exception plutôt que la règle et qu'elle est plus facile à mettre en place et à faire accepter au niveau régional que multilatéral. Ainsi, le système ne devrait pas être trop exigeant en termes de coopération internationale et devrait laisser à chaque région la liberté d'organiser la coopération en son sein et de mettre la politique monétaire au service de la stabilité interne. Enfin, le système devrait s'appuyer sur les forces du marché plutôt que tenter de s'y opposer.

Le tableau 5 propose une évaluation synthétique des deux régimes sur la base des critères détaillés ci-dessus. L'analyse laisse penser qu'un système multipolaire pourrait aider à pallier certains problèmes du système actuel[19] :

- concernant l'*efficacité économique*, dans la mesure où la multipolarité serait le reflet de l'émergence de blocs de grande taille et

(18) Nous n'évoquons pas ici le débat sur la capacité de la politique monétaire à éviter la formation de bulles sur les marchés boursiers ou de matières premières. Le débat est essentiellement le même au niveau national ou au niveau international.

(19) En se focalisant ici sur les régimes extrêmes, on ne discute pas si le fait de faire *quelques* pas en direction de la multipolarité pourrait dégrader la situation comme cela peut être le cas pour l'ouverture commerciale.

économiquement intégrés, dont les monnaies seraient flottantes entre les blocs mais non nécessairement au sein des blocs, les coûts de transaction associés au fait d'avoir plusieurs monnaies internationales, plutôt qu'une seule, devraient rester limités. L'allocation du capital serait améliorée grâce à la réduction de l'accumulation de réserves (elles-mêmes mieux diversifiées) et à une incitation plus forte à la mobilité du capital au sein des blocs. Les désajustements de taux de change seraient limités par la substituabilité accrue entre monnaies clés dans un contexte de changes flexibles ;

- concernant la *stabilité économique et financière,* la multipolarité pourrait diluer le dilemme de Triffin[20] et limiter l'une des causes des déséquilibres mondiaux persistants et de leur résorption brutale par les crises. Les externalités négatives affectant les taux de change bilatéraux seraient aussi réduites : un choc dans un pays A n'aurait pas de raison *a priori* d'affecter le taux de change entre deux monnaies tierces B et C. Cependant, la volatilité de court terme des taux de change serait accrue, pour les mêmes raisons qui réduiraient les désajustements de moyen terme ;
- concernant l'*équité,* à condition que les monnaies clés soient flottantes, un système multipolaire devrait atténuer le caractère asymétrique des ajustements. Le « privilège exorbitant » devrait être partagé.

Au total, l'évolution vers un système multipolaire apporterait des améliorations au regard des critères d'efficacité et d'équité. Pour ce qui concerne la stabilité, le gain en termes de réduction des déséquilibres l'emporterait sans doute sur la perte en termes de volatilité accrue des taux de change à court terme, compte tenu des possibilités de couverture de cette dernière. Cependant la question de la liquidité mondiale ne serait pas résolue : sa gestion concertée demanderait une coopération forte entre les banques centrales des pays-clés et le fait de passer à un système multipolaire ne modifierait pas fondamentalement la question de la fourniture de liquidités en temps de crise (dans la mesure où la Réserve fédérale pourrait ne plus se sentir investie de cette responsabilité, le problème pourrait même s'aggraver).

(20) En 1960, l'économiste belge Robert Triffin a montré que la seule manière pour les États-Unis de satisfaire la demande mondiale de liquidité était d'enregistrer des déficits de balance des paiements, et que ces déficits allaient inexorablement détériorer la confiance dans le dollar. Lorsque les capitaux sont mobiles, la portée du raisonnement est limitée car les États-Unis peuvent durablement fournir le monde en actifs liquides en dollars et simultanément investir en actifs moins liquides étrangers. Le *dilemme de Triffin* vient alors davantage du risque de transformation pris par les États-Unis que de l'accumulation de déficits. Notons qu'un système multipolaire répartirait le dilemme de Triffin entre les monnaies clés sans toutefois l'éliminer (voir Mateos y Lago et *al*., 2009 et Fan et *al*., 2010). Seule une monnaie mondiale serait susceptible d'éliminer le dilemme de Triffin (Nations unies, 2009). Cependant, comme l'écrit Eichengreen (2009) : « Plus les banques centrales et les investisseurs privés disposent d'alternatives, plus les décideurs de politique économique subiront de pression pour faire en sorte de maintenir la confiance des investisseurs ». Ceci est cohérent avec une atténuation du dilemme de Triffin.

## 5. Une évaluation sommaire du régime hégémonique et du régime multipolaire

| | Hégémonie | Multipolarité | Gains du passage à la multipolarité |
|---|---|---|---|
| Efficacité | | | |
| • Réserves | • Encourage l'accumulation de réserves officielles, à la fois pour s'auto-assurer et pour maintenir une parité déterminée | • L'incitation à accumuler des réserves pour ancrer le change ne concerne que les pays de la périphérie | + |
| | • Risque de change important sur les réserves | • Réduction du risque de change à travers la diversification des réserves | + |
| • Économies d'échelle | • Maximales | • Moindre efficacité (mais coût limité si le nombre de monnaies internationales reste faible) | – |
| • Équilibre épargne-investissement | • Flux de capitaux Sud-Nord, correspondant à l'accumulation de la monnaie de réserve par le Sud | • Réduction du biais, meilleure allocation du capital | + |
| • Désajustements de taux de change réels | • Risque important à cause d'un ancrage nominal sur la devise clé du système | • Risque limité aux bulles de change (monnaies clés) et aux taux de change intra-régionaux (ancrages nominaux) | + |
| Stabilité | | | |
| • Ancrage mondial | • Fourni par la puissance hégémonique, mais nécessite que cette dernière ne se consacre pas qu'à des objectifs nationaux. Biais déflationniste limité par la capacité de la puissance hégémonique à maintenir des déficits persistants « sans pleurs » | • Orientation monétaire mondiale résultant de politiques nationales indépendantes sans objectif explicite de stabilité mondiale | ? |
| • Incitations à mener des politiques stabilisatrices | • Susceptible de favoriser l'accumulation de déséquilibres (incitation à accumuler la monnaie clé pour les pays de la périphérie, aucune incitation à l'ajustement du côté de la puissance hégémonique – dilemme de Triffin) | • Concurrence entre monnaies clés favorables à davantage de discipline | + |

| | | | |
|---|---|---|---|
| • Résistance aux chocs, aux entrées de capitaux et aux « *sudden stops* »<br>• Volatilité des taux de change<br>• Symétrie des ajustements de taux de change | • Via l'accumulation de réserves par la périphérie. En temps de crise, la puissance hégémonique fournit des liquidités par le biais des lignes de swaps<br>• Portefeuilles relativement stables en raison d'une liquidité unique des marchés financiers du pays clé<br>• Asymétrie (par exemple, réaction de l'euro/dollar à l'augmentation de la richesse de la Chine) | • Le cadre multilatéral doit prévoir la fourniture de liquidités ; rôle accru des accords de swap régionaux<br>• Plus de stabilité au sein des blocs monétaires, moins de stabilité (nécessitant couverture) entre les blocs<br>• Pas d'asymétrie si les monnaies clés flottent librement | ?<br>–<br>+ |
| Équité<br>• Symétrie des ajustements de balance des paiements<br>• « Privilège exorbitant » | • Non : l'ajustement incombe aux pays en déficit qui ne sont pas émetteurs de la devise clé du système<br>• Oui : le fardeau de l'ajustement n'est pas réparti de façon équitable | • Plus de symétrie si les monnaies clés flottent, mais persistance de l'asymétrie pour les pays de la périphérie<br>• Privilège partagé | +<br>+ |
| Faisabilité<br>• Biais en faveur du *statu quo* / Incitation au changement<br>• Exigence de coordination | • À court terme, fort biais en faveur du *statu quo*, mais le déclin de la puissance hégémonique accroît les risques d'une crise majeure<br>• Faible | • Transition délicate, susceptible de ralentir le changement<br>• Faible (*hegemons* régionaux), possibilité d'une coordination régionale | –<br>+ |

*Lecture* : Nous résumons le gain (+) ou la perte (–) associé au passage d'un système « purement hégémonique » à un système « purement multipolaire ».

*Source* : Auteurs.

La faisabilité, enfin, dépendra de l'horizon temporel : sur le court terme, elle est naturellement faible mais elle augmentera progressivement. Dans l'ensemble, le passage d'un système de « pure hégémonie » à un système de « pure multipolarité » est donc porteur d'améliorations[21]. Cependant, ces gains seront conditionnels à un véritable flottement (avec libre circulation des capitaux) entre les monnaies-clés et à une évolution des politiques de change des pays tiers vers davantage de flexibilité et/ou une régionalisation des politiques d'ancrage. Or, l'ancrage sur le dollar a, jusqu'à présent, servi notamment en Asie de l'Est de coordination par défaut : il a permis de stabiliser les taux de change intra-régionaux sans qu'une véritable coordination monétaire régionale soit mise en place. La flexibilisation des taux de change entre grands pôles de l'économie mondiale passe donc par la régionalisation des politiques d'ancrage. Cette régionalisation pourrait être favorisée, en Asie, par l'internationalisation du yuan, qui limitera le besoin d'une stabilisation des monnaies périphériques par rapport au dollar au profit d'une stabilisation par rapport à la monnaie chinoise. Toutefois, de nombreux pays émergents chercheront sans doute encore demain à atténuer les fluctuations de leurs taux de change par rapport à d'autres monnaies que celles de leurs voisins. La volonté d'éviter une appréciation du change en recourant à des contrôles des capitaux peut vite déboucher sur des phénomènes de « guerres des changes » qui traduisent l'incapacité à gérer un problème d'action collective entre pays émergents.

Le risque de « guerre des changes » sera amoindri dans un système multipolaire où les monnaies-clés flottent librement les unes par rapport aux autres. Mais il ne sera pas éliminé. Au contraire, on peut imaginer des situations déflationnistes où tous les pays, y compris ceux émettant les monnaies clés, chercheraient simultanément à affaiblir leurs monnaies par rapport à ses concurrents. En l'absence d'*hegemon* acceptant de jouer la « douce insouciance » (*benign neglect*) en renonçant à avoir une politique de change et acceptant que son taux de change soit le résultat des préférences de ses partenaires, le risque de « guerre des changes » se trouverait exacerbé.

S'il n'est pas du ressort de la communauté internationale de décider de l'internationalisation de telle ou telle monnaie[22], elle se doit de tout mettre en œuvre pour que se matérialisent les bénéfices de la multipolarité tout en limitant les risques. Cela implique notamment d'exercer la surveillance des politiques de change nationales qui est inscrite dans les missions du FMI.

## 3. Implications à court et moyen termes

Nous prenons ici pour hypothèse que le système monétaire est appelé à évoluer, dans les décennies à venir, vers un système multipolaire. Cela suppose que la Chine poursuive sa politique d'internationalisation du yuan et que la zone euro surmonte sa crise d'endettement et de gouvernance et mette en place un véritable marché unifié d'euro-obligations. Comme nous

(21) Notre analyse rejoint partiellement les conclusions de Mateos y Lago et *al*. (2009) concernant les mérites comparés des deux régimes extrêmes.

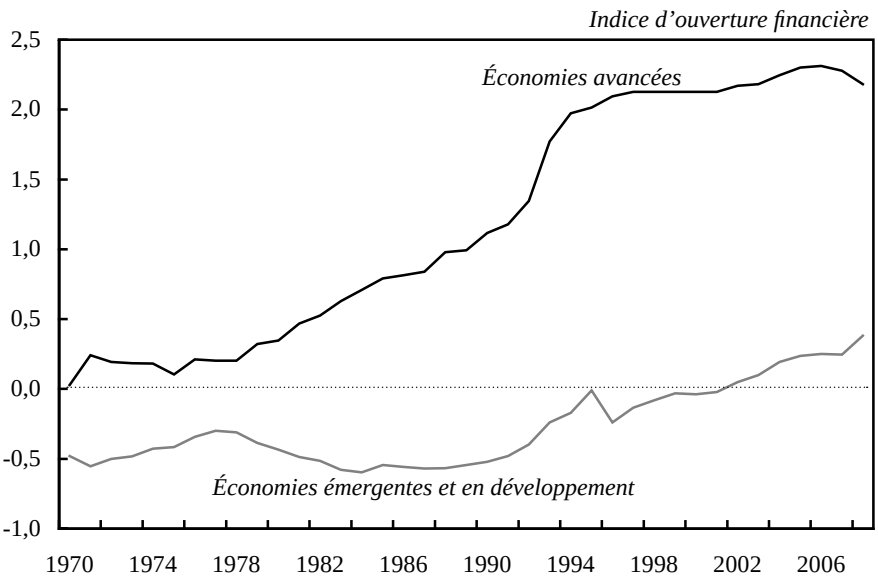
(22) Comme on l'a vu, l'internationalisation d'une monnaie résulte d'une combinaison entre les forces de marché et les politiques nationales.

l'avons vu en section 2, un tel mouvement pourrait apporter un certain nombre de bénéfices, mais sous deux conditions : la généralisation du flottement entre monnaies-clés et l'amélioration des filets de sécurité financière. Ces deux dossiers devraient donc être prioritaires pour la communauté internationale. À cela s'ajoutera la gestion de la transition elle-même, laquelle pourrait s'avérer longue et délicate.

### 3.1. Flottement des monnaies et flux de capitaux

La libéralisation des flux internationaux de capitaux est un phénomène relativement récent dans les pays émergents. L'ouverture date des années quatre-vingt-dix, une période où l'on pensait que cette libéralisation allait accélérer le développement en donnant aux pays pauvres un plus large accès aux financements extérieurs. Après la crise asiatique de 1997-1998, cet élément du Consensus de Washington a toutefois eu tendance à s'effriter. L'ouverture financière a nettement progressé mais elle reste aujourd'hui très en deçà de ce que l'on observe dans les pays avancés (graphique 4). En Asie de l'Est, elle n'a quasiment pas progressé depuis la fin des années quatre-vingt-dix. La crise financière récente a renforcé la circonspection de la communauté internationale vis-à-vis d'une ouverture financière complète des économies émergentes. Pendant la crise, plusieurs pays (notamment en Europe de l'Est) ont souffert d'arrêts brutaux (*sudden stops*) des financements étrangers (crédits bancaires et investissements de portefeuille) dont ils étaient dépendants, voire d'une inversion de ces flux ; en sortie de crise, les mêmes ou d'autres ont protesté contre un afflux massif de capitaux spéculatifs motivés par de forts écarts de rendements et susceptibles d'alimenter des bulles de prix d'actifs et d'endettement et une forte appréciation réelle de la monnaie.

**4. Indice de libéralisation du compte financier (1970-2008)**




*Source* : Chinn et Ito (2008), sur la base des notifications nationales auprès du FMI.

Il faut reconnaître que le bilan de l'ouverture financière est mitigé. On s'attendait à ce que, en abaissant le coût du financement des investissements, l'ouverture accélère l'accumulation du capital et, *in fine*, élève le niveau de bien-être des économies émergentes et en développement. Cependant ces gains se sont avérés très limités (voir Gourinchas et Jeanne, 2006). De fait, les flux de capitaux privés vers les économies émergentes ont été plus que compensés, en moyenne, par des flux officiels sortants des mêmes pays pour s'investir dans les bons du Trésor des pays avancés, particulièrement aux États-Unis. En l'absence d'ouverture financière, ces pays n'auraient pas bénéficié des financements étrangers mais leurs niveaux d'investissement n'auraient probablement pas souffert, en raison d'une épargne nationale abondante.

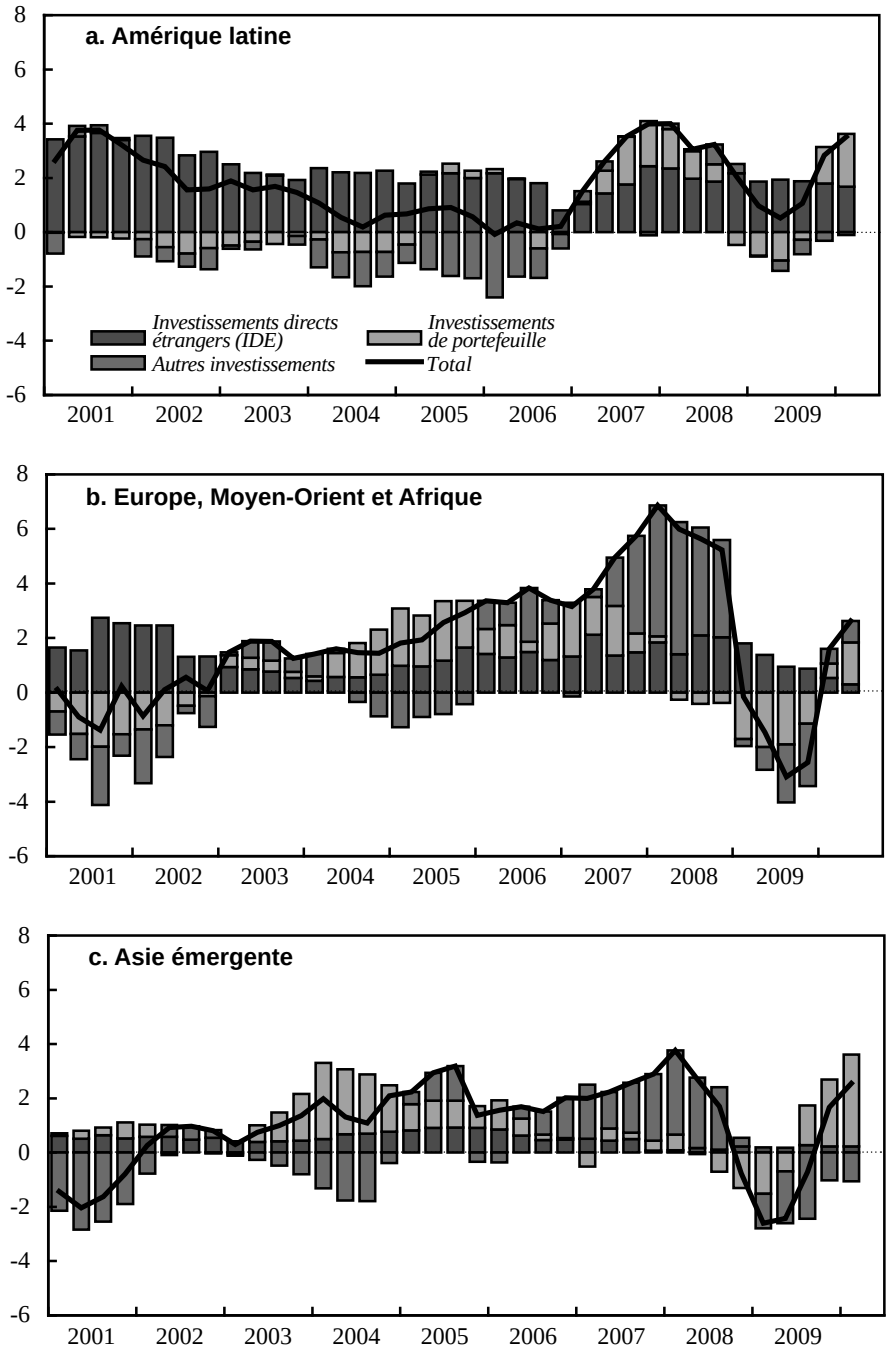
On s'attendait aussi à ce que, en améliorant les possibilités de diversification des portefeuilles nationaux, l'ouverture financière soit un facteur de stabilité macroéconomique – à l'instar du rôle que jouent les marchés financiers dans l'amortissement des chocs régionaux à l'intérieur des États-Unis, comme l'ont montré Asdrubali, Sorensen et Yosha (1996). Dans les faits, cependant, l'ouverture s'est souvent révélée économiquement et financièrement *déstabilisatrice*, en tout cas dans les pays qui ne s'étaient pas préalablement dotés d'une infrastructure de régulation et de supervision solide, et même parfois dans ceux qui avaient conduit les réformes nécessaires (Kose, Prasad, Rogoff et Wei, 2006).La période récente a encore une fois témoigné de la volatilité des flux de capitaux privés entre pays avancés et pays émergents. Après un retrait marqué consécutif à la chute de Lehman Brothers, au quatrième trimestre 2008, ceux-ci ont vigoureusement repris sous l'effet de l'écart des taux d'intérêt courts entre les États-Unis et le monde émergent. Toutefois, le volume atteint après la crise n'a rien d'exceptionnel au regard des flux enregistrés dans les années 2000 (graphique 5). C'est donc moins le volume total que sa volatilité, tirée par l'instabilité des flux de portefeuilles et des « autres investissements » (au premier chef, les prêts bancaires), qui pose problème. Plusieurs pays ont dès lors annoncé la mise en place de barrières temporaires aux entrées de capitaux et un débat s'est développé sur la bonne manière de gérer ces flux.

Au total, l'instabilité des flux de capitaux pose deux types de problèmes :

- *les afflux brutaux de capitaux* sont susceptibles de fragiliser les économies d'accueil en alimentant des bulles de crédit et de prix d'actifs, et/ou en déclenchant une appréciation rapide de la monnaie ;
- *les arrêts soudains des financements* (*sudden stops*), voire les sorties de capitaux sont à la source de crises de balances de paiements et de dépréciations monétaires brutales, souvent en conjonction avec des crises financières.

Ainsi, pour promouvoir la flexibilité des taux de change, il est nécessaire de clarifier la manière dont une économie, notamment émergente, peut faire face à des flux de capitaux potentiellement déstabilisants sans pour autant déclencher une « guerre des changes ». Le problème est de nature différente s'agissant des entrées et des sorties de capitaux.

**5. Flux nets de capitaux vers les économies émergentes, en % du PIB, 2000-2010**




*Lecture* : Les flux positifs sont des entrées nettes de capitaux, hors Banque centrale.
*Source* : Calcul des auteurs à partir des données FMI.

### 3.2. Entrées de capitaux et ajustement du taux de change

Face à un afflux soudain de capitaux, la balance des paiements peut être rééquilibrée de cinq manières non nécessairement exclusives les unes des autres :

- par le *simple jeu de l'offre et de la demande*, qui entraîne une appréciation de la monnaie nationale ;
- la Banque centrale peut *abaisser son taux d'intérêt* de manière à réduire la rémunération des différents actifs du pays et à freiner l'appréciation du change ; cependant cette politique est difficile à conduire dans la mesure où les entrées de capitaux provoquent généralement un développement du crédit, que la baisse des taux tend à amplifier ; le résultat est alors une appréciation du change réel via la hausse des prix internes ;
- la Banque centrale peut aussi compenser les entrées de capitaux en accumulant des *réserves de change* (ce qui correspond, dans la balance des paiements, à une sortie de capitaux) ; dans la mesure où celles-ci sont stérilisées, ces interventions n'ont pas d'impact sur la politique monétaire ; si elles ne le sont pas, elles se traduisent par une expansion monétaire, ce qui nous ramène au cas précédent ;
- il est possible de faire appel à la *politique budgétaire*. Une politique restrictive réduit le taux d'intérêt à long terme, ce qui freine à la fois les entrées de capitaux et l'expansion de la demande. C'est donc en principe une bonne réponse, qui rencontre cependant des limites lorsqu'elle impose de maintenir ou d'accroître des excédents budgétaires importants qui ne se justifient pas du point de vue de la gestion des finances publiques ;
- enfin, le gouvernement peut décider de *restreindre les entrées de capitaux* par des instruments réglementaires ou des taxes.

À cette panoplie s'ajoutent les mesures d'accommodement destinées à réduire le potentiel déstabilisant des entrées de capitaux pour l'économie locale. Il s'agit essentiellement des mesures macro-prudentielles permettant que ces entrées de capitaux ne se transforment pas en bulles de prix d'actifs et d'endettement. Certaines mesures prudentielles, comme la limitation des positions en devises des banques, peuvent s'apparenter à des contrôles de capitaux. Toutefois, elles n'affectent que les flux intermédiés, pas les investissements de portefeuille. Elles demeurent donc des mesures macro-prudentielles destinées à limiter le risque pris par les banques, et non des contrôles de capitaux qui devraient, pour être efficaces, toucher sans distinction les flux intermédiés et de portefeuille.

Initialement accueillie avec réserve, l'idée que les économies émergentes, dont les rendements du capital sont structurellement plus élevés que ceux des pays avancés, puissent dans certains cas être amenées à se protéger contre des afflux brutaux de capitaux est de plus en plus admise. Le FMI, notamment, a récemment amorcé un changement de doctrine (Ostry et *al*., 2010).

Toutes ces réponses présentent cependant des inconvénients.

Les *contrôles de capitaux*, ou plus exactement les mesures destinées à « filtrer » les entrées afin de laisser libres les mouvements de capitaux longs et à décourager les mouvements spéculatifs, ont des défauts notables : leur efficacité est limitée, surtout face à des afflux structurels car ils finissent régulièrement par être contournés ; ils provoquent des distorsions dans l'allocation des ressources ; ils sont, comme toutes les protections, générateurs de rentes. En outre, les pays émergents de l'Union européenne ne peuvent pas y avoir recours, car ils sont bannis par le Traité. C'est pourquoi ils sont considérés comme une dernière ligne de défense, utilisable lorsque les autres instruments macroéconomiques (interventions de change, politiques monétaire et budgétaire) et prudentiels se révèlent insuffisants.

Les *interventions officielles* sur le marché des changes posent des problèmes différents. D'abord, elles sont coûteuses dans la mesure où elles condamnent la Banque centrale à voir une part croissante de son actif rémunéré à un taux inférieur à ce qu'elle obtiendrait dans l'économie(23). Plus généralement, l'accumulation de réserves de change dans un pays pauvre stérilise de l'épargne qui pourrait être mobilisée pour des usages productifs. Ensuite, les interventions de change sont difficiles à stériliser entièrement à grande échelle. La partie non stérilisée peut alors déboucher sur une inflation interne génératrice d'appréciation réelle ainsi que sur des bulles de prix d'actif et de crédit. Enfin, les interventions officielles ne sont pas toujours efficaces pour empêcher une appréciation de la monnaie, notamment en l'absence de restrictions aux mouvements de capitaux privés (voir le cas du Japon en 2003).

La réaction par le *taux d'intérêt* pose les mêmes problèmes que les interventions de change non stérilisées (inflation, fragilisation financière). Une baisse de taux d'intérêt peut aussi échouer à endiguer un afflux de capitaux spéculatifs, si les investisseurs anticipent une forte appréciation de la monnaie. À titre d'exemple, il faudrait abaisser le taux d'intérêt de 20 points de pourcentage par rapport au taux étranger pour compenser une anticipation d'appréciation de la monnaie de 5 % à trois mois(24).

Enfin, l'appréciation du *taux de change*, qui résulte des forces de marché, a plusieurs avantages. D'abord, elle renchérit les actifs nationaux pour les investisseurs étrangers et, par là même, freine l'ardeur de ces derniers : à partir d'un certain niveau d'appréciation, la spéculation de type *carry trade* devient risquée car la monnaie de destination des flux peut se déprécier. Ensuite, l'appréciation nominale abaisse le prix des importations, ce qui atténue la pression interne sur les prix. Enfin, elle est stabilisante pour les pays d'origine des capitaux, dont la monnaie se déprécie. Cependant l'appréciation du taux de change pose deux problèmes essentiels. Le premier est que, si l'afflux de capitaux est temporaire, alors la variation du change

(23) Ce coût d'opportunité devient un vrai coût lorsque la Banque centrale émet des bons de stérilisation en contrepartie de ses interventions.

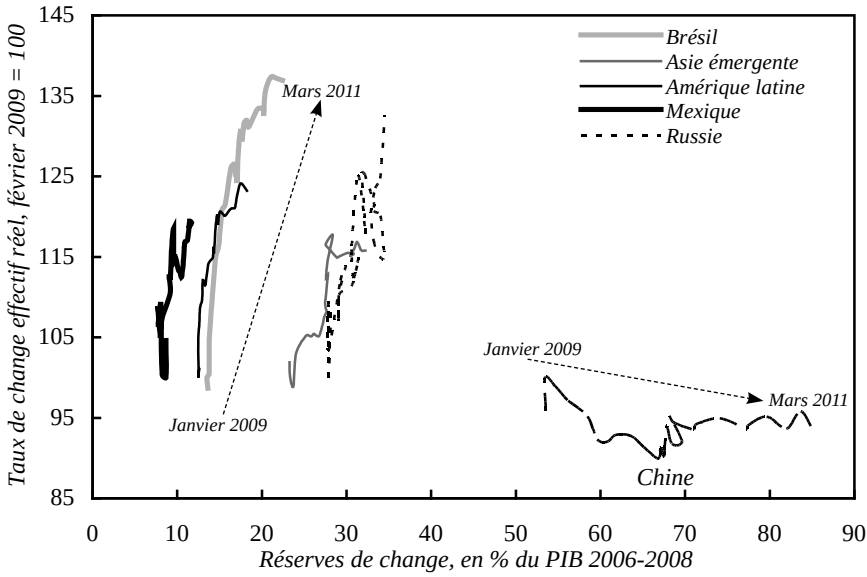
(24) En effet, une dépréciation de 5 % en trois mois correspond à une dépréciation de 20 % en rythme annuel.

l'est aussi. La volatilité du taux de change qui en résulte n'est pas facile à couvrir sur des marchés émergents peu liquides et elle brouille les signaux de prix des producteurs locaux. Par ailleurs, dans la mesure où les marchés n'ont pas forcément une vision correcte des rendements (*cf*. la période ayant précédé la crise asiatique de 1997-1998), les fluctuations du taux de change ne sont pas forcément conformes aux *fondamentaux* de l'économie (en particulier à la productivité). Le second problème de l'ajustement par le taux de change est qu'il peut facilement être excessif ou trop rapide. Dans ce cas, l'économie nationale n'a pas le temps de s'adapter aux nouveaux rapports de prix et le potentiel de production est réduit. Pour toutes ces raisons, on peut penser que la réponse par le taux de change est la meilleure qui soit pour répondre aux flux de capitaux durables et que ses inconvénients sont limités dans les pays disposant de marchés des capitaux développés, mais que d'autres instruments peuvent être légitimes lorsque les entrées de capitaux sont manifestement spéculatives, lorsque les agents intérieurs ne disposent pas d'instruments de couverture, et/ou lorsque l'appréciation de la monnaie est trop brutale.

La difficulté est alors de définir les conditions d'utilisation de ces instruments d'ajustement alternatifs. Les contrôles de capitaux peuvent en effet servir d'autres finalités que la stabilité macroéconomique. Ils peuvent être utilisés pour maintenir un taux de change artificiellement déprécié, pour des raisons mercantilistes, ou pour protéger de la concurrence étrangère un secteur financier inefficace. Il est donc souhaitable de pouvoir apprécier le caractère éventuellement non coopératif des politiques nationales. Ce jugement ne peut être réalisé que par une institution multilatérale ayant une capacité technique reconnue. La première condition serait donc que la compétence du FMI soit étendue au compte financier (et non plus seulement aux paiements courants)[(25)]. Cela implique ensuite de définir des critères. Les nombreux travaux ayant cherché à établir des normes de taux de change ou de réserves officielles conduisent à des résultats divergents peu propices à asseoir un accord international. En revanche, il est facile de mesurer la vitesse d'accumulation des réserves et la vitesse d'appréciation du change, afin de déterminer dans quel cas un pays fait démesurément porter l'ajustement sur les réserves. Le graphique 6 fournit une illustration pour 2010, année durant laquelle certains pays, notamment la Chine, ont résisté vigoureusement à l'appréciation de leurs monnaies par l'accumulation de réserves de change. À l'inverse, le Brésil a connu une appréciation de 39 % en termes effectifs réels entre janvier 2009 et mars 2011, malgré une accumulation raisonnable de réserves. Dans ce cas, une accumulation plus rapide de réserves ou la mise en place de contrôles temporaires aux entrées de capitaux peuvent se justifier.

(25) La limitation de la compétence du FMI date de la négociation des accords de Bretton Woods, qui reconnaissaient à chaque pays le droit de maintenir des mesures permanentes de contrôle des flux de capitaux. Elle n'est plus justifiée et s'avère même contre-productive dans un monde où la libéralisation des mouvements de capitaux s'est étendue.

**6. Variation des taux de change et variation des réserves de change dans les économies émergentes (janvier 2009-mars 2011)**




*Source* : Calculs des auteurs à partir de données FMI et BRI.

Au total, la réaction aux entrées de capitaux devrait être envisagée de manière lexicographique : d'abord l'appréciation du change nominal ; si l'appréciation est trop brutale, une accumulation « raisonnable » de réserves ; enfin, si les interventions ne suffisent pas, des contrôles ponctuels aux mouvements de capitaux. À chaque étape devraient être envisagées des politiques macro-prudentielles d'accompagnement, comme évoqué plus haut. La mise en œuvre de tels principes et sa cohérence internationale seraient surveillées par le FMI, le cas échéant en coopération avec les instances de coordination régionale.

### 3.3. Sorties de capitaux et financements d'urgence

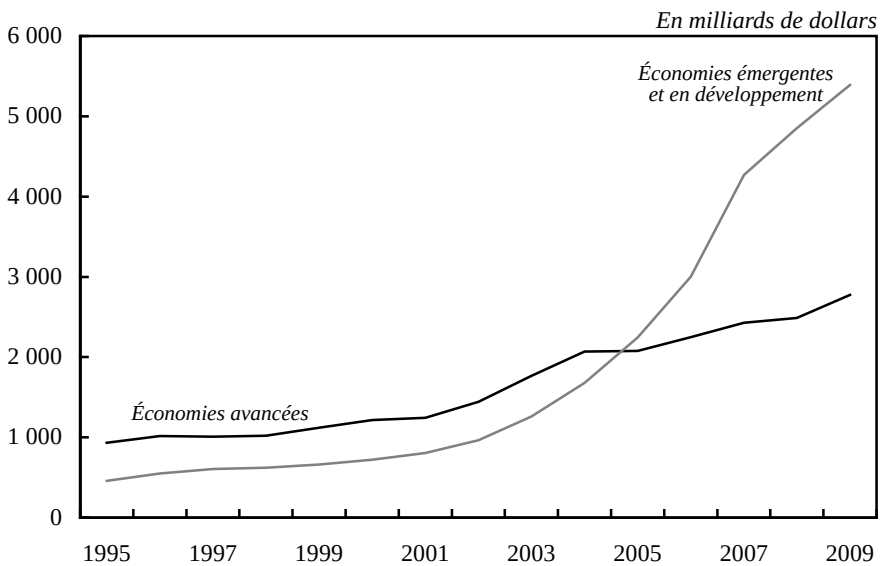
Un pays émergent ouvert aux mouvements de capitaux doit s'attendre à une grande volatilité des flux et, en particulier, à des arrêts brutaux (*sudden stops*), voire à des renversements de flux. En l'absence de financements d'urgence par la communauté internationale ou régionale, ces arrêts ou renversements des flux provoquent des crises de balances des paiements, avec dépréciation marquée du taux de change, crise financière et récession économique. La corrélation entre crise financière et crise de change est en particulier un fait avéré (Kaminsky et Reinhart, 1999 et Laeven et Valencia, 2008), notamment parce que la dépréciation du taux de change alourdit la dette en devises.

Il est presque impossible pour un pays de retenir des capitaux sortants. Les restrictions sont ici très inefficaces : d'abord en raison de limites juri-

diques (« piéger » des capitaux débouche facilement sur une atteinte au droit de propriété), ensuite parce que les sorties de capitaux se produisent généralement dans un contexte de montée brutale de l'aversion pour le risque, voire de panique, qui conduit leurs détenteurs à emprunter toute une série de canaux, y compris s'ils induisent un coût substantiel. Pour ces mêmes raisons, l'arme du taux d'intérêt est presque inemployable : seule une très forte hausse du taux d'intérêt peut compenser une anticipation de dépréciation rapide de la monnaie nationale, et aucun gouvernement ne souhaite nuire à son économie par un taux d'intérêt durablement élevé. Restent les interventions de change : en réduisant ses réserves de change, la Banque centrale compense, dans la balance des paiements, les sorties de capitaux. Cette dernière arme n'est opérante que si le matelas de réserves est suffisant pour que le marché n'anticipe pas leur épuisement rapide.

La peur d'être confronté à une crise de balance des paiements est la seconde grande raison, avec la politique de change, pour accumuler des réserves. Or, l'ouverture financière accroît le montant des réserves nécessaires pour faire face à une crise, puisque celle-ci touche le compte financier et que le potentiel de sorties brutales de capitaux est alors sensiblement plus important. C'est l'une des raisons, avec les politiques de sous-évaluation des monnaies, de l'accumulation très rapide de réserves dans les économies émergentes depuis le début des années 2000 (graphique 7). Cependant les travaux économétriques récents suggèrent que si l'accumulation de réserves dans les pays émergents s'explique en partie par le motif d'auto-assurance, ce dernier n'explique pas la poursuite de la hausse des réserves après 2005 (Obstfeld, Shambaugh et Taylor, 2010).

**7. Évolution des réserves de change**




*Source* : Données COFER du FMI.

Ces réserves officielles sont coûteuses pour le pays qui les accumule et potentiellement déstabilisantes si elles conduisent à financer sans limite le pays émetteur de la monnaie de réserve. Aussi la communauté internationale tente-t-elle de fournir des solutions alternatives à ces réserves de précaution, à l'aide de différents dispositifs de fourniture de liquidité en cas de crise :

- les facilités de financement du FMI, notamment la *Flexible Credit Line* (FCL) et la *Precautionary Credit Line* (PCL) qui offrent des financements automatiques à des pays pré-qualifiés ;
- les dispositifs régionaux en Europe (Fonds européen de stabilité financière) et surtout en Asie de l'est (initiative de Chiang Mai) ;
- les accords de swap bilatéraux, très actifs durant la crise financière de 2007-2009 (*cf. infra*).

Manifestement perçus comme insuffisants, ces dispositifs demandent à être renforcés et coordonnés, tout en contrôlant le problème d'aléa moral qu'ils soulèvent.

Les dispositifs régionaux posent deux problèmes : un certain nombre de crises ayant une composante régionale forte (par exemple, la crise asiatique), ils peuvent assez vite s'avérer insuffisants et ils s'appuient sur une surveillance régionale dont rien ne prouve qu'elle soit de meilleure qualité que la surveillance multilatérale. L'expérience européenne n'est pas très encourageante sur ce point. La surveillance régionale peut vite se transformer en un ensemble d'accords de « non-agression » mutuelle[26].

Les dispositifs bilatéraux, centrés sur la Réserve fédérale américaine, posent de leur côté trois difficultés : leur poids est appelé à diminuer avec le recul relatif de l'économie américaine ; on ne peut exclure une interférence avec des considérations politiques ; et parce que la Banque centrale est indépendante, il sera difficile d'obtenir de sa part des engagements pérennes et inconditionnels.

Le meilleur échelon pour développer les dispositifs d'apport de liquidité en cas d'urgence est donc l'échelon multilatéral, même s'il peut être complété par des accords régionaux ou bilatéraux. Les facilités PCL et FCL ont l'avantage d'associer des lignes de crédit automatiques à une pré-qualification revue chaque année, ce qui est de nature à limiter l'aléa moral. Pour éviter les risques de stigmatisation des pays bénéficiaires, une solution serait de rendre ces facilités obligatoires pour tous les pays pouvant se pré-qualifier. Cependant, les ressources du Fonds ne le permettent pas. Une solution alternative serait de transformer le système d'accords de *swap* décrit par le tableau 2 en un véritable réseau d'accords bilatéraux, sous surveillance du FMI.

Une voie complémentaire serait le développement et l'assouplissement des allocations de droits de tirage spéciaux (DTS), notamment parce que ces allocations sont indépendantes des déséquilibres extérieurs de chaque pays (voir les propositions de Cooper, 2009, Nations unies, 2009 et Julius DeAnne, 2010). Après tout, le principal objectif de la création du DTS en

(26) Voir Camdessus et *al*. (2011).

## 2. Une courte histoire du DTS(*)

La création du DTS (droit de tirage spécial) en 1969 intervient au terme de plusieurs années de discussions internationales, notamment dans le cadre du « Groupe des Dix » – un groupe de dix pays avancés (États-Unis, Japon et huit pays européens) représentés, selon les cas, au niveau des ministres des Finances, des directeurs du Trésor ou des gouverneurs de banques centrales (voir Solomon, 1996).

Après la Seconde Guerre mondiale, les États-Unis détiennent environ 60 % des réserves mondiales d'or. L'équivalence entre dollar et or, combinée avec le plan Marshall qui offre aux Européens des financements en dollars, permet alors de contourner le problème de la rareté de l'or. Cependant, la parité fixe entre le dollar et l'or est incohérente avec le rythme de la production mondiale d'or. Au début des années soixante, pour répondre à la rareté du métal jaune, les banques centrales des États-Unis et des pays d'Europe organisent le « *pool* de l'or » – un arrangement au gré duquel chacun s'engage à intervenir pour maintenir le cours à 35 dollars l'once. Cependant, ces interventions deviennent de plus en plus coûteuses. Elles se heurtent par ailleurs à l'hostilité du Général de Gaulle vis-à-vis du privilège qu'ont les États-Unis d'émettre la monnaie internationale. Après la dévaluation de la livre sterling en 1967, et devant le risque, exacerbé par la guerre du Vietnam, d'une dévaluation du dollar, les investisseurs convertissent leurs avoirs en or, rendant de plus en plus difficile la défense de la parité. En 1968, le *pool* de l'or cesse ses interventions. Le cours de 35 dollars l'once est conservé pour les échanges officiels, mais les échanges privés se font désormais sur la base d'un cours de marché qui se situe à un niveau plus élevé. Cette décision du *pool* de l'or revient à une dévaluation *de facto* du dollar, tandis que se pose toujours la question de la liquidité mondiale, fondée sur l'exportation de capitaux américains.

Le DTS est alors créé par le FMI pour servir d'actif de réserve. Il peut être vu comme un substitut à l'or (et un concurrent du dollar) ou bien simplement comme un mécanisme de gestion de la liquidité internationale indépendant de la balance des paiements américaine. Les États membres du FMI s'engagent, par un amendement des statuts du Fonds en 1978, à faire du DTS le principal actif de réserve du système monétaire international. Cependant, plus de trente ans après cet amendement, le DTS n'a pas atteint ces objectifs ni comme unité de compte, ni comme réserve de valeur.

(*) Cet encadré est fondé sur Bénassy-Quéré et Pisani-Ferry (2010a).

### *1. Unité de compte*

Initialement fixée à 0,888671 gramme d'or fin (ce qui l'amène exactement à parité avec la valeur officielle du dollar), la valeur du DTS doit être redéfinie après l'abandon du régime de Bretton Woods. En 1974, le DTS est redéfini comme un panier des monnaies des seize États membres du FMI réalisant chacun au moins 1 % du commerce mondial. Le panier est simplifié en 1981 pour ne plus retenir que cinq monnaies (dollar, yen, livre sterling, deutschemark et franc français), puis en 1999 pour substituer l'euro au mark et au franc. En 2001, le critère d'inclusion dans le panier est modifié. Les monnaies du panier doivent non seulement être celles des plus gros exportateurs, mais aussi les monnaies les plus utilisées pour la facturation du commerce. Ce dernier critère pose aujourd'hui problème pour l'inclusion du yuan dans le panier.

La valeur du DTS est déterminée quotidiennement par le FMI, en fonction des cours des monnaies qui le composent et des poids des différentes monnaies dans le panier. Par construction, le DTS est donc plus stable que les monnaies qui le composent. Cependant, le DTS n'est pas utilisé aujourd'hui comme unité de compte hors de la sphère des banques centrales et du FMI.

### *2. Réserve de valeur*

Le second objectif du DTS était de libérer la liquidité internationale de sa dépendance à l'égard de la politique économique américaine. Dans cette optique, trois allocations furent réalisées entre 1970 et 1972, pour un montant total de 9,3 milliards de DTS. Dans les années qui suivirent, la question de la liquidité disparut largement des préoccupations des gouvernements, les États-Unis affichant désormais un déficit extérieur courant dans un contexte d'inflation croissante. De nouvelles allocations, pour un montant total de 12,1 milliards de DTS, eurent lieu entre 1978 et 1981, puis plus rien ne se produisit jusqu'à la crise financière mondiale de 2007-2009 et la décision du G20 (sommet de Londres en avril 2009) de réaliser une allocation massive de 161,2 milliards de DTS.

Le DTS demeure un instrument relativement lourd pour gérer la liquidité internationale. La procédure normale est que le Directeur général du Fonds fasse une proposition d'allocation ou d'annulation de DTS au moins six mois avant la date souhaitée. Puis, le Conseil d'administration (24 administrateurs) doit approuver la proposition. Enfin, l'Assemblée générale (187 pays aujourd'hui) doit la voter à une majorité de 85 %.

Par ailleurs, les allocations de DTS se font selon une clé de répartition fixée (les quotes-parts des États membres au FMI), alors que les besoins de liquidité au niveau mondial n'ont pas de raison de suivre cette répartition.

1969 était bien de permettre une gestion multilatérale de la liquidité internationale, et les États-membres du FMI s'étaient engagés en 1978 à faire du DTS le « principal actif de réserve du système monétaire international » (voir encadré 2).

Pour rendre les allocations de DTS réellement réactives, il faudrait non seulement réformer des statuts du Fonds (actuellement les allocations sont décidées en Assemblée générale), mais aussi instaurer une étroite collaboration avec les banques centrales, particulièrement celles correspondant aux monnaies du panier DTS, puisque ce sont elles qui créent la monnaie internationale en échange des DTS qui, eux, ne sont que des « promesses » de monnaie (voir encadré 3). Placer les banques centrales du DTS au centre du dispositif multilatéral de gestion de la liquidité mondiale ferait sens pour que les besoins mondiaux en liquidités soient pris en compte dans les politiques monétaires des grands pôles monétaires. Ce serait aussi le forum naturel de coordination de la fourniture de liquidité en cas de crise. Un développement du DTS hors des sphères officielles ne serait pas une condition absolument nécessaire pour qu'un tel dispositif fonctionne. En revanche, l'appui du FMI serait indispensable pour contrôler l'aléa moral inhérent à tout dispositif d'assurance.

### 3.4. La transition

La transition vers un système multipolaire ne se fera pas en un mois ou une année. Il faut plutôt s'attendre à une transition longue : une dizaine d'années selon Barry Eichengreen (2011), l'un des spécialistes les plus « optimistes » sur cette question. Or cette transition comportera des risques spécifiques. En particulier, une diversification rapide des avoirs privés et publics (banques centrales) pourrait s'avérer déstabilisante pour le dollar. Une coopération sera donc nécessaire entre banques centrales durant cette transition de manière à éviter un scénario abrupt.

Une interprétation de la crise financière de 2007-2009 a été la pression internationale sur les États-Unis pour fournir des actifs de réserve en quantité suffisante, en principe sans risque. Un enjeu de la période de transition sera la diversification progressive des actifs de réserves par une expansion simultanée de l'offre et de la demande pour les actifs en yuans et/ou en euros. Les trois pays et zones concernés – États-Unis, Chine et zone euro – ont tous intérêt à coopérer pour que cette transition se passe bien.La transition sera facilitée par une coopération régionale accrue, notamment en Asie où l'ancrage au dollar a, jusqu'à présent, remplacé une véritable coordination régionale des politiques monétaires[27].

(27) Historiquement, la coopération régionale s'est avérée difficile en l'absence de pays dominant et les projets de coopération monétaire régionale en Asie (au-delà de l'accord multilatéral de swaps) s'est heurtée à l'absence de leader incontesté. Selon Park et Song (2011), l'émergence du yuan pourrait affaiblir les initiatives régionales dans le cadre du groupe ASEAN + 3, mais donner naissance à un bloc monétaire *de facto* autour de la monnaie chinoise. Il est possible néanmoins que la Chine retarde l'adoption du flottement précisément pour favoriser l'adoption de sa monnaie au niveau régional (qui resterait stable par rapport au dollar).

### 3. DTS, mode d'emploi(*)

Le DTS (droit de tirage spécial) n'est pas une monnaie. C'est une créance sur les États membres du FMI, lesquels s'engagent, dans certaines conditions, à convertir les DTS apportés par un pays en monnaies clés. Le mécanisme est le suivant :

- le FMI décide d'une allocation de DTS pour un certain montant ;
- les DTS sont répartis entre les États membres selon leurs quotes-parts au Fonds ;
- chaque DTS alloué donne lieu, pour l'État concerné, à la perception d'intérêts (le DTS est un actif) et au versement d'intérêts (c'est aussi un engagement) ; le département DTS du Fonds sert de chambre de compensation ; le taux d'intérêt étant le même dans les deux cas, l'opération est neutre au départ ;
- un État membre peut convertir ses DTS auprès d'un autre État membre, auquel cas il reçoit en échange l'une des devises du panier, qu'il peut alors utiliser pour faire face à ses engagements ; sa position en DTS devient déficitaire et il verse des intérêts nets au département DTS du Fonds ;
- l'État membre s'étant porté contrepartie se trouve en position nette créancière en DTS et reçoit donc des intérêts nets.

Les conversions de DTS en monnaies clés se font soit sur une base volontaire, soit par un mécanisme de désignation (FMI, 2001). Le taux d'intérêt fixé par le Fonds (sur la base des taux des marchés monétaires correspondant aux monnaies du panier) est faible par rapport aux taux des emprunts à court terme généralement pratiqués pour les pays émergents ou en développement. Cette forme de liquidité est donc d'un usage peu coûteux. De plus, ce système a l'avantage de mutualiser la liquidité au niveau mondial, rendant en principe inutile l'accumulation de réserves importantes (l'allocation des DTS est d'ailleurs indépendante des déséquilibres courants). Cependant, le DTS occupe aujourd'hui une place mineure dans les réserves officielles mondiales (de l'ordre de 0,4 %).

(*) Cet encadré est extrait de Bénassy-Quéré et Pisani-Ferry (2010a).

## 4. Conclusions

Il n'est pas du ressort de la communauté internationale de décider du nombre ni de l'identité de la(des) monnaie(s) internationale(s). Tel ou tel émetteur peut décider de favoriser, ou au contraire de décourager, l'internationalisation de sa monnaie, mais l'émergence d'une monnaie internationale est *in fine* le résultat des décisions individuelles d'une myriade d'acteurs publics et privés. Tout ce que l'on peut dire est que les poids économique et financier des grandes entités monétaires vont continuer à se modifier rapidement, que plusieurs monnaies peuvent coexister pendant une période

relativement longue et que la Chine a désormais annoncé son intention d'internationaliser sa monnaie. Dans un tel contexte, le dollar risque bien, à l'horizon d'une ou deux décennies, de ne plus être la seule monnaie-clé du système, même s'il est probable qu'il demeurera la plus importante d'entre elles. C'est dans cette perspective longue que doit s'inscrire la réflexion sur les moyens d'améliorer dès aujourd'hui le fonctionnement d'un régime monétaire hérité de l'histoire.

Dans cet esprit, on peut définir aujourd'hui quatre priorités :

- *créer un terrain favorable à la flexibilité des taux de change entre les principales monnaies*. L'objectif d'une flexibilisation du taux de change du renminbi est en parfaite cohérence avec celui d'une transformation graduelle du régime monétaire international. Cependant, flexibilisation n'implique pas laisser-faire. Au contraire, celle-ci devrait aller de pair avec la reconnaissance du caractère parfois excessif des ajustements de taux de change, qui justifie l'usage ponctuel d'interventions, de préférence concertées, et/ou des contrôles de capitaux ;
- *établir un cadre de surveillance des contrôles de capitaux* afin d'éviter que ceux-ci soient utilisés dans une optique mercantiliste ou non coopérative. La communauté internationale pourrait ainsi s'entendre sur un code de conduite, tandis que la surveillance serait exercée par le FMI. Cela suppose d'étendre le mandat de ce dernier à la surveillance des comptes financiers et d'accroître l'effectivité de la surveillance des politiques de change ;
- *améliorer les dispositifs de mise à disposition de liquidité en cas de crise*. Cela implique d'aller au-delà des facilités existantes et, en particulier, de donner à la fourniture de liquidités un caractère explicitement contra-cyclique. Une priorité devrait être donnée aux dispositifs multilatéraux par rapport aux accords régionaux et bilatéraux, qui ne peuvent agir qu'en complément des premiers. En réduisant le motif d'auto-assurance invoqué pour justifier l'accumulation de réserves, la communauté internationale mettrait plus facilement à jour les motifs moins avouables de « manipulation » des taux de change ;
- *créer un dispositif de gestion de la liquidité mondiale*. Si les projets de montée en puissance du DTS comme instrument de gestion de la liquidité voire comme monnaie internationale paraissent aujourd'hui hors de portée, un objectif plus modeste pourrait être d'institutionnaliser la concertation entre les gouverneurs des banques centrales des monnaies du DTS afin qu'ils évaluent l'évolution de la liquidité mondiale au regard des besoins de l'économie réelle et adaptent leurs politiques monétaires en conséquence. Le cadre du DTS est naturel dans la mesure où les banques centrales des monnaies clés ont déjà un pouvoir de création monétaire lorsqu'elles procèdent aux échanges de DTS contre leurs monnaies : l'impact des allocations

de DTS sur la liquidité mondiale dépend de leurs comportements de stérilisation, même si ce n'est pas aujourd'hui très important quantitativement. La perspective d'une entrée (sous conditions) du yuan dans le panier donnerait encore plus de sens à une telle initiative, la Chine ayant déjà commencé, par ses accords de swap, à créer de la liquidité internationale. Une telle concertation ferait ainsi émerger un G5 (États-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon et Chine) compétent pour les questions monétaires qui ne peuvent pas raisonnablement être traitées dans le cadre du G20. Ce G5 pourrait avoir également pour mission de coordonner les lignes de swaps en cas de crise, ce qui répondrait en partie au point précédent.

Au total, l'objectif devrait être aujourd'hui de créer les conditions pour que l'émergence d'alternatives au dollar se fasse sans à-coups majeurs et de maximiser les bénéfices de la multi-polarisation progressive du système.

## Références bibliographiques


Aglietta M. (2010) : *Reconstructing the International Monetary System: Key Questions*, Mimeo, décembre.

Allen W. et R. Moessner (2010) : « Central Bank Co-Operation and International Liquidity in the Financial Crisis of 2008-0099 », *BIS Working Papers*, n° 310, mai.

Asdrubali P., B.E. Sorensen et O. Yosha (1996) : « Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963-1990 », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 111, n° 4, novembre, pp. 1081-1110.

Banque centrale européenne (BCE) (2010) : *The International Role of the Euro*, juillet.

Banque des règlements internationaux (BRI) (2010) : « Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Market Activity in April 2010 – Preliminary Global Results – Turnover », 1er septembre.

Bénassy-Quéré A., B. Cœuré et V. Mignon (2006) : « On the Identification of *de facto* Currency Pegs », *Journal of the Japanese and International Economies*, n° 20, pp. 112-127.

Bénassy-Quéré A. et J. Pisani-Ferry (2010a) : « Le retour des controverses monétaires internationales », chapitre VI, in CEPII, *L'économie mondiale 2011*, La Découverte, pp. 74-87.

Bénassy-Quéré A. et J. Pisani-Ferry (2010b) : « China and the Euro-Dollar Exchange Rate », Communication au Groupe de travail Bruegel-CEPII '*Reform Options for the International Monetary System*', Paris, 7 décembre.

Bernanke B. (2011) : « International Capital Flows and the Return to Safe Assets in the United States », *Financial Stability Review*, n° 15, Banque de France, février.

Bini Smaghi L. (2008) : « The Internationalization of Currencies: A Central Banking Perspective » in *The Euro at Ten: The Next Global Currency?*, Pisani-Ferry et Posen (eds), Peterson Institute for International Economics et Bruegel.

Bordo M. et L. Jonung (2001) : « A Return to the Convertibility Principle? Monetary and Fiscal Regimes in Historical Perspective » in *Monetary Theory as a Basis for Monetary Policy*, Leijonhufhud (ed.), MacMillan.

Caballero R., E. Farhi et P-O. Gourinchas (2008) : « An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates », *American Economic Review*, vol. 98, n° 1, pp. 358-393.

Caballero R. et A. Krishnamurthy (2009) : « Global Imbalances and Financial Fragility », *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 99, n° 2, pp. 584-588.

Calvo G. et C. Renhart (2002) : « Fear of Floating », *Quarterly Journal of Economics*, vol. CXVII, n° 2, mai, pp. 379-408.

Camdessus M. (2009) : *Towards a New International Monetary System*, Discours prononcé lors de la Conférence internationale de Guanghua School of Management, Pékin, 17 novembre.

Camdessus M., A. Lamfalussy et T. Padoa-Schioppa (2011) : « Reform of the International Monetary System: A Cooperative Approach for the Twenty First Century », *Palais Royal Initiative*, 8 février.

Cheung Y-W., G. Ma et R.N. McCauley (2010) : « Renminbising China's Foreign Assets », *CESIfo Working Paper*, n° 3009, avril.

Chinn M.D. et J. Frankel (2008) : « Why the Euro Will Rival the Dollar », *International Finance*, vol. 11, n° 1, pp. 49-73.

Chinn M.D. et H. Ito (2008) : « A New Measure of Financial Openness », *Journal of Comparative Policy Analysis*, vol. 10, n° 3, pp. 309-322.

Cobham D. (2008) : *Changing Currency Alignments: Euro versus Dollar*, Miméo, juillet.

Cooper R. (2009) : « Necessary Reform? The IMF and the International Financial Architecture », *Harvard International Review*, n° 22, mars.

Dobson W. et P. Masson (2008) : « Will the Renminbi Become a World Currency? », *University of Toronto, IIB Paper*, n° 10, mars.

Dooley M.P., D. Folkerts-Landau et P. Garber (2004) : « The Revived Bretton Woods System », *International Journal of Finance and Economics*, n° 9, pp 307-313.

Eichengreen B. (1987) : « Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System », *NBER Working Paper*, n° 2193, mars.

Eichengreen B. (2008) : *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, Princeton University Press (2e édition).

Eichengreen B. (2009) : « The Dollar Dilemma: The World's Top Currency Faces Competition », *Foreign Affairs*, vol. 888, n° 5, pp. 53-68.

Eichengreen B. (2011) : *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford University Press.

Eichengreen B. et M. Flandreau (2008) : « The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency? », *NBER Working Paper*, n° 14154.

Eichengreen B. et M. Flandreau (2010) : « The Federal Reserve, the Bank of England and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914-1939 », *BIS Working Paper*, n° 328, novembre.

Fan Gang, Wang Bijun et Huang Yiping (2010) : « Intraregional Cross-Holding of Reserve Currencies: A Proposal for Asia to Deal with the Global Reserve Risks », *China Macroeconomic Research Center, National School of Development, Peking University, Working Paper*, n° 01, 24 novembre.

Fonds monétaire international (FMI) (2001) : « SDR Department », chapitre 3 in *Financial Organization and Operations of the IMF*, Pamphlet Series, n° 45, 6e edition, Washington DC.

Fouré J., A. Bénassy-Quéré et L. Fontagné (2010) : « The World Economy in 2050: A Tentative Picture », *CEPII Working Paper*, n° 2010-27, décembre.

Goldberg L. (2010) : « Is the International Role of the Dollar Changing? », *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 16, n° 1, janvier, Federal Reserve Bank of New York.

Gourinchas P.O. et O. Jeanne (2006) : « The Elusive Gain from International Financial Integration », Review of Economic Studies, vol. 73, n° 3, pp. 715-741.

Julius DeAnne S. (2010) : « A Roadmap for SDR Evolution » in *Beyond the Dollar: Rethinking the International Monetary System*, Subacchi et Driffill (eds), Chattham House Report, mars.

Kaminsky G. et C. Reinhart (1999) : « The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems », *American Economic Review*, vol. 89, n° 3, pp. 473-500.

Kindleberger C. (1981) : « Dominance and Leadership in the International Economy », *International Studies Quarterly*, vol. 25, n° 2, pp. 242-54.

Kose M.A., E. Prasad, K. Rogoff et S-J. Wei (2006) : « Financial Globalisation: A Reappraisal », *IMF Working Paper*, vol. 56, n° 1, août.

Laeven L. et F. Valencia (2008) : « Systemic Banking Crises: A New Data-Base », *IMF Working Paper*, n° 08/224, novembre.

Landau J-P. (2009) : *An International Financial Architecture for the 21st Century: Some Thoughts*, Discours prononcé lors du 17e Central Bank Seminar of the Bank of Korea, Séoul, 2 octobre. Version révisée disponible sur http://www.bis.org/review/r100603d.pdf

de Larosière J. (2009) : *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Bruxelles, février.

Mateos y Lago I., R. Duttagupta et R. Goyal (2009) : « The Debate on the International Monetary System », *IMF Staff Position Note*, n° SPN/09/26.

McGuire P. et G. von Peter (2009) : « The US Dollar Shortage in Global Banking and the International Policy Response », *BIS Working Paper*, n° 291, octobre.

McKinnon R. (1993) : « The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective, » *Journal of Economic Literature*, vol. 31, n° 1, mars, pp. 1-44.

Mishkin F. et K. Schmidt-Hebbel (2007) : « Does Inflation Targeting Make a Difference? », *NBER Working Paper*, n° 12876.

Nations Unies (2009) : *Report of the Commission of Experts of the President of the United Nations General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, juin.

Obstfeld M., J. Shambaugh et A. Taylor (2010) : « Financial Stability, The Trilemma, and International Reserves », *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 2, n° 2, avril, pp. 57-94.

Ostry J.D. A.R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M.S. Qureshi et D.B.S. Reinhardt (2010) : « Capital Inflows: The Role of Controls », *IMF Staff Position Note*, n° 10/04, février.

Padoa-Schioppa T. (2010) : *The Ghost of Bancor*, Discours à Louvain-la-Neuve, février.

Park Y.C. et C-Y. Song (2011) : « RMB Internationalization: Prospects and Implications for Economic integration in Asia », *Asian Economic* Papers, à paraître.

Pisani-Ferry J. et A. Posen (2009) : *The Euro at 10: The Next Global Currency?*, Bruegel/Peterson Institute for International Economics.

Posen A. (2008) : « Why the Euro Will Not Rival the Dollar », *International Finance*, vol. 11, n° 1, pp. 75-100.

Rajan R. (2010) : *Fault Lines*, Princeton University Press.

Rogoff K. (1996) : « The Purchasing Power Parity Puzzle », *Journal of Economic Literature*, vol. 34, n° 2, juin, pp. 647-68.

Rose A. (2006) : « A Stable International Monetary System Emerges: Inflation Targeting is Bretton Woods, Reversed », *NBER Working Paper*, n° 12711, novembre.

Solomon R. (1996) : « The History of the SDR » in *The Future of the SDR in Light of Changes in the International Monetary System*, Mussa, Boughton et Isard (eds), Fonds monétaire international, Washington DC.

Taylor J. (2008) : *Getting Off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis*, Hoover Institution Press, Stanford, mars.

Thimann C. (2009) : « Global Roles of Currencies », *ECB Working Paper*, n° 1031, mars.

Triffin R. (1960) : *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, Yale University Press.

Truman E.M. (2010) : « Strengthening IMF Surveillance: A Comprehensive Proposal », *Peterson Institute for International Economics Policy Brief*, n° 10-29, décembre.

Turner A. (2009) : *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, Financial Services Authority, Londres.

Warnock F.E. et V. Cacdac Warnock (2009) : « International Capital Flows and US Interest Rates », *Journal of International Money and Finance*, n° 28, pp. 903-919.

White W. (2006) : « Is Price Stability Enough? », *BIS Working Paper*, n° 205, avril.

Xiaochuan Zhou (2009) : *Reform the International Monetary System*, Miméo, PBOC, mars.

# Quelle réforme pour le système monétaire international ?

**Emmanuel Farhi**
*Professeur d'économie, Université de Harvard*
**Pierre-Olivier Gourinchas**
*Professeur d'économie, Université de Californie, Berkeley*
**Hélène Rey**
*Professeur d'économie, London Business School*

## 1. Historique

Le système monétaire international est l'ensemble de règles, conventions et institutions qui régissent la conduite des politiques monétaires, leur (non-) coordination, les taux de change et la provision de liquidité internationale. Il est intimement lié au système financier international dont le fonctionnement dépend en particulier des modalités de provisionnement de liquidité. Par bien des mesures, près de quarante ans après le passage aux taux de changes flexibles et la fin de la parité fixe entre le dollar et l'or de Bretton Woods, le dollar domine encore aujourd'hui le système monétaire international, même si une évolution vers un monde multipolaire est en cours.

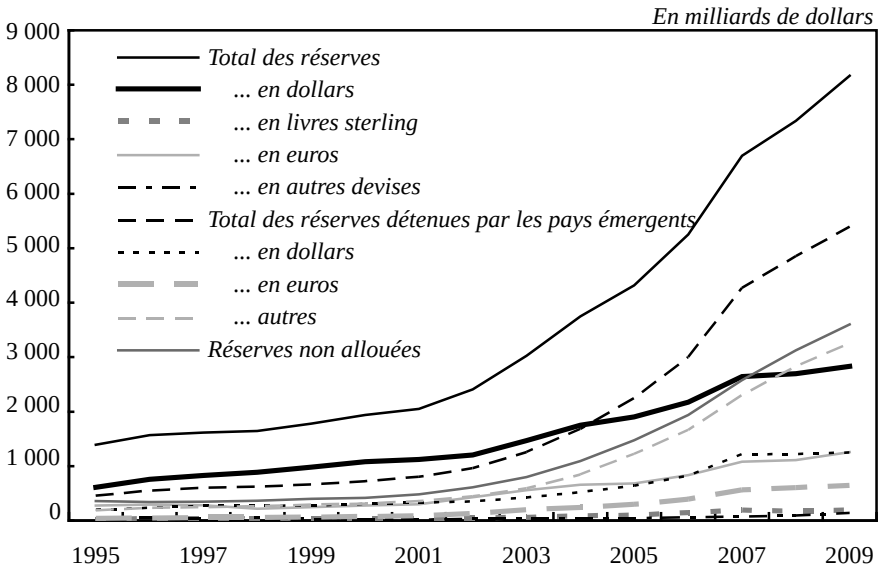
### 1.1. Monnaie de réserve et d'intervention

Le dollar est la monnaie de réserve la plus importante. Il représente à lui seul en septembre 2010 environ 60 % du montant des réserves mondiales dont la monnaie est identifiée. Cette part était d'environ 70 % au moment de la naissance de l'euro en 1999[(1)].

Cette part relative importante que le dollar conserve, en dépit du rôle accru de l'euro qui passe de 18 à 27 % des réserves identifiées durant cette

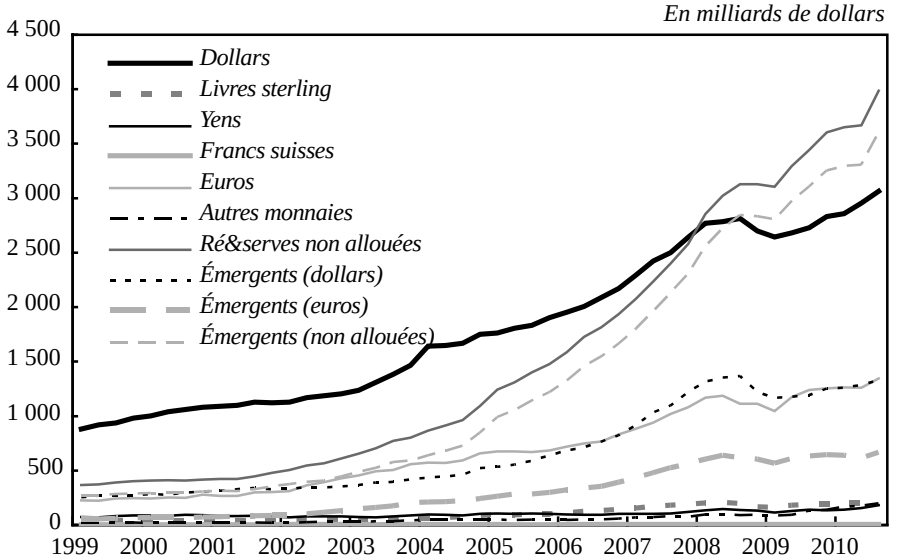
(1) Une partie de cette baisse s'explique mécaniquement par la dépréciation du dollar sur la période (dépréciation de 12 % environ en taux effectif nominal entre janvier 1991 et septembre 2010).

### 1. Réserves officielles de change




*Source* : FMI, COFER.

### 2. Encours mondiaux de réserves par monnaie




*Source* : FMI, COFER.

même période, est d'autant plus frappante que le montant *absolu* des réserves mondiales a augmenté de façon très significative. Les réserves officielles identifiées (resp. non allouées par monnaie) étaient de 1 200 milliards de dollars (resp. 1 600 milliards)au début de 1999 contre 5 000 milliards de dollars (resp. 9 000 milliards) à la fin de 2010 (voir graphiques 1 et 2).

Les économies émergentes ont fortement contribué à cette augmentation. En septembre 2010, la Chine détient à elle seule 42 % des réserves des pays émergents ou 27 % des réserves totales mondiales. Notons que la composition des réserves chinoises par monnaie n'est pas connue sur une base continue. Elle a néanmoins été révélée en septembre 2010 par le *China Securities Journal* qui décompose alors les 2 450 milliards de dollars de réserves de la Banque populaire de Chine de la façon suivante : 65 % en dollars, 26 % en euros, 5 % en livres sterling et 3 % en yens[2]. Cela signifie que la Banque populaire de Chine aurait détenu en septembre 2010 environ 1 600 milliards de dollars, dont la moitié au moins sous forme de bons du Trésor américains[3].

Le Japon (secteurs public et privé) possédait quant à lui, en septembre 2010, environ 870 milliards de dollars de bons du Trésor américains, contre 460 milliards pour le Royaume-Uni et 220 milliards pour les pays exportateurs de pétrole.

Comment expliquer la dominance continue du dollar comme monnaie de réserve ?

Elle tient à deux facteurs. Le premier est la profondeur des marchés de bons du Trésor américains, en particulier des *Treasury bills* (*T-bills)*. Le marché des obligations en zone euro, le seul ayant une taille potentielle comparable, n'est pas intégré en raison de la souveraineté budgétaire des États européens. Le second facteur est lié à la sûreté ou fiabilité (perçues) des bons du Trésor américains. Le risque d'érosion de leur valeur par l'inflation, la dévaluation du dollar ou par un défaut de l'émetteur est jugé faible. Ces caractéristiques de sûreté sont directement liées à la qualité institutionnelle perçue des États-Unis et à la capacité budgétaire de l'État américain dont la solvabilité n'est pas, pour le moment du moins, remise en question.

Cette solvabilité de l'économie américaine – la plus large du monde – est la condition *sine qua non* qui permet d'assurer la liquidité internationale des bons du Trésor américains. Elle est d'autant plus importante en temps de crise systémique, où les bons du Trésor américains contribuent à protéger leurs détenteurs des chocs globaux.

(2) À la fin de 2010, les réserves officielles chinoises s'élevaient à 2 850 milliards de dollars.

(3) *Cf.* Département du Trésor américain.

### 1.2. Autres fonctions du dollar en tant que monnaie internationale

Nous noterons brièvement que le dollar reste aussi dominant pour la plupart des autres fonctions de monnaie internationale. Les chiffres récents de l'enquête triennale de la Banque des règlements internationaux (BRI) d'avril 2010 sur les transactions sur les marchés des changes indiquent que le dollar est utilisé pour 85 % des transactions effectuées (sur 200 %), en léger retrait par rapport à son pic de 2001 (90 %). Par comparaison, la part de l'euro est de 39 %.

La monnaie de dénomination privilégiée dans les échanges internationaux commerciaux reste le dollar, et ce de façon disproportionnée par rapport à la taille des exportations américaines (Goldberg et Tille, 2008). L'euro a néanmoins un rôle régional. Pour les régimes de change, entre 2000 et 2007, près de la moitié des monnaies existantes étaient soit directement liées au dollar par un « *currency board* » (caisse d'émission monétaire servant à ancrer la monnaie nationale sur le taux de change d'une autre monnaie mondialement reconnue) ou un taux de change fixe, soit avaient le dollar comme référence pour limiter leurs variations de change (Goldberg, 2010).

Ces indicateurs concordants démontrent que le dollar demeure la monnaie internationale par excellence, en particulier face à l'euro, mais aussi face à certaines monnaies des pays émergents.

Les différentes fonctions d'une monnaie internationale (monnaie de réserve, d'intervention, d'échange pour les transactions commerciales et financières, unité de compte et de dénomination) sont complémentaires. Un pays qui fixe son taux de change vis-à-vis du dollar interviendra sur le marché des changes en dollar et accumulera tout naturellement des réserves en dollar. Le dollar sera une monnaie de choix pour ses transactions commerciales et financières (de manière à limiter le risque de change). Ces complémentarités, ainsi que les externalités de réseau associées au rôle de moyen d'échange de la monnaie (sa liquidité) contribuent à expliquer que les monnaies dominantes du système monétaire international le restent longtemps.

La livre sterling, monnaie internationale du XIX$^{e}$ siècle et du début du XX$^{e}$ siècle, ne se fera déloger par le dollar que progressivement, à partir des années vingt (Eichengreen et Flandreau, 2008), voire même seulement après la Seconde Guerre mondiale (Chinn et Frankel, 2008).

### 1.3. Rôles et bénéfices d'une monnaie internationale

Les bénéfices économiques d'une monnaie internationale – au-delà du seigneuriage (gains associés au monopole de l'émission de la monnaie internationale) traditionnellement évalué à quelques dixièmes de points de pourcentage du PIB – sont difficiles à quantifier.

Le rôle international du dollar diminue les coûts de transaction des États-Unis pour le commerce des biens et les échanges financiers, et contribue à amortir certains chocs externes sur l'économie américaine (les prix des matières premières sont fixés en dollars, par exemple). Il diminue le risque de change pour les décisions d'investissements. Il aide aussi au financement des déficits externes des États-Unis, la demande d'actifs en dollars étant importante.

Du point de vue de leur bilan externe, les États-Unis jouent le rôle d'un *capital-risqueur mondial*, empruntant en vendant principalement des actifs peu risqués (*T-bills*, bons du Trésor américains) et investissant dans des actifs étrangers plus risqués (investissements directs, actions). Ce faisant, les États-Unis empochent un différentiel de rendement positif sur leur bilan externe estimé à environ 2 % par an en termes réels sur la période 1952-2009 (Gourinchas, Rey et Govillot, 2010). Ce différentiel de rendement est dû à la fois à une prime de risque, l'actif étant plus risqué que le passif, et à une prime de liquidité sur la dette (en particulier sur la dette à court terme).

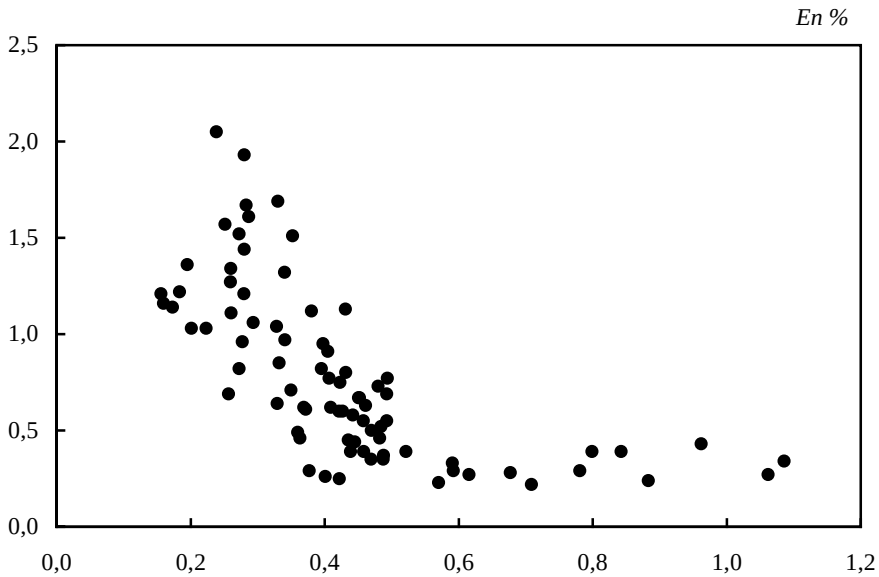
Ces éléments – financement externe aisé et différentiel positif de rendements – contribuent à relâcher la contrainte budgétaire externe des États-Unis, un phénomène parfois qualifié de « privilège exorbitant ». Cependant, il est important de réaliser que ce « privilège exorbitant » représente essentiellement la contrepartie du « devoir exorbitant » des États-Unis. En effet, l'émetteur de la monnaie de réserve fournit de la liquidité au reste du monde, en particulier en temps de crise. Ainsi, au plus fort de la crise financière de 2008, la position nette des États-Unis s'est dégradée de 19 % du PIB américain. Ce transfert en direction du reste du monde est la contrepartie du statut de monnaie de réserve des États-Unis (voir, en particulier, Gourinchas, Rey et Govillot, 2010).

### 1.4. Liquidité internationale

Les bons du Trésor américains s'exportent bien dans le reste du monde. Ils constituent une part importante du passif du bilan externe des États-Unis. Krishnamurthy et Vissing Jorgensen (2010) montrent que la grande liquidité et sûreté des *Treasury bills* les rend très substituables avec la monnaie et qu'ils bénéficient ainsi d'une prime de liquidité d'environ 70 points de base par rapport aux obligations privées AAA. Leur graphique, reproduit ci-après (graphique 3), montre, logiquement, que la prime de liquidité des bons du Trésor est plus importante lorsque leur offre baisse. Ils constituent un actif de réserve des banques centrales par excellence.

En effet, un actif de réserve doit être échangeable rapidement et sa valeur doit être stable. Ces caractéristiques sont déterminantes, surtout en temps de crise. En temps normal, la liquidité en dollars est fournie au secteur privé et officiel à la fois par les bons du Trésor mais aussi par les obligations des agences américaines comme Freddie Mac et Fannie Mae, voire les obligations privées AAA ou les actifs titrisés AAA. En temps normal, ces actifs

**3. *Spread* de taux entre dette privée AAA et bons du Trésor en fonction du ration dette sur PIB**

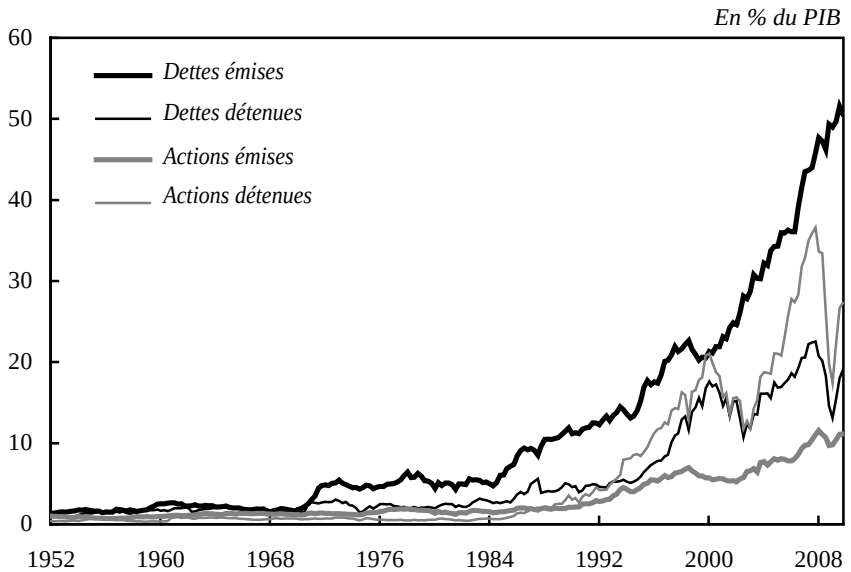



*Lecture* : La dette est mesurée comme le stock de bons du Trésor détenus par le secteur privé.
*Source* : Krishnamurthy et Vissing Jorgensen (2010).

sont de proches substituts. Ils sont fiables au sens *microéconomique* du terme (ils sont sûrs tant qu'il n'y a pas de choc macroéconomique). Cependant, en temps de crise, la liquidité et la prime de risque de tous ces actifs AAA divergent, et seuls les bons du Trésor conservent leur liquidité et leur sûreté. Le graphique 4 présente les évolutions des valeurs des actifs financiers détenus par les États-Unis et le reste du monde au cours du temps. Il est très frappant de constater que, grâce en partie à l'appréciation du dollar, la valeur des bons du Trésor américains se maintient très favorablement par rapport aux autres classes d'actifs financiers.

En d'autres termes, les bons du Trésor américains constituent une *protection contre le risque systémique* ; ils sont sûrs au sens *macroéconomique* du terme. Une partie de cette corrélation négative avec les chocs globaux vient des qualités intrinsèques de ces actifs – liquidité de par la taille de leur marché, « *backing* » budgétaire et institutionnel crédible donc peu susceptible d'être érodé par l'inflation ou par un défaut, absence d'asymétries d'informations – et une partie est endogène : les agents économiques en temps de crise se coordonnent sur l'achat de l'actif « *safe haven* » (valeur refuge), ce qui conduit à la hausse de son prix ainsi qu'à l'appréciation du dollar. Le tableau suivant, extrait de McCauley et McGuire (2010), illustre bien cette fuite vers les *T-bills* au moment ou la crise était la plus aigue, après la chute de Lehman Brothers.

### 4. Encours de dette et actions externes américains




*Source* : Gourinchas, Rey et Govillot (2010).

### Flux nets de titres dans la balance des paiements américaine

| | Avant-crise 2006-2007T2 | Phase 1 2007T3-2008T2 | Phase 2 2008T3-2008T4 | Phase 3 2009T1-2009T2 |
|---|---|---|---|---|
| Titres détenus par les investisseurs privés | 368,8 | – 36,0 | 358,4 | – 244,6 |
| Achats étrangers de titres américains | 765,0 | 189,9 | 60,0 | 12,7 |
| Trésor | – 19,7 | 73,2 | 323,1 | 62,0 |
| • obligations d'État | – 22,9 | – 10,3 | 49,9 | 73,5 |
| • bons du Trésor | 2,1 | 83,5 | 273,0 | – 11,6 |
| Agences | 20,9 | – 107,4 | – 183,0 | – 98,8 |
| Obligations privées | 572,8 | 82,5 | – 78,5 | – 34,3 |
| Actions | 191,0 | 141,6 | – 1,6 | 83,8 |
| Achats américains de titres étrangers | – 396,1 | – 225,9 | 298,4 | – 257,2 |
| • obligations | – 247,7 | – 113,3 | 200,7 | – 179,1 |
| • actions | – 148,5 | – 112,6 | 97,7 | – 78,1 |
| Réserves officielles d'actifs étrangers aux États-Unis | 494,7 | 614,3 | 199,1 | 391,8 |
| • obligations d'État | 194,2 | 172,1 | 103,9 | 275,9 |
| • bons du trésor | – 27,2 | 66,4 | 486,9 | 207,7 |
| Réserves officielles américaines d'actifs à l'étranger | 5,0 | – 62,1 | – 1048,7 | 875,9 |

*Source* : McCauley et McGuire (2010).

## 2. Quel avenir pour l'hégémonie américaine ?

Deux points sont à retenir de ce qui précède. Tout d'abord, un des attributs essentiels du dollar en tant qu'actif de réserve tient à la *liquidité* que les bons du Trésor américains peuvent fournir à l'économie globale. Cette liquidité se révèle essentielle en période de crise globale, ainsi que la crise financière récente a pu l'illustrer. Ensuite, cette liquidité repose en dernier ressort sur la *capacité fiscale* de l'émetteur, qui lui permet de garantir la contre-valeur de son passif, en particulier vis-à-vis de détenteurs étrangers, et ce même lorsque l'économie mondiale se trouve en péril(4).

Ces principes étant posés, nous pouvons évaluer les conséquences naturelles de certaines transformations structurelles qui sont en train de s'opérer dans l'économie mondiale. Ces transformations ont de profondes implications pour le rôle et la capacité des États-Unis à maintenir leur hégémonie monétaire.

### 2.1. Les tendances de l'économie mondiale

Nous identifions quatre tendances lourdes dont les conséquences sur le système monétaire international ne doivent pas être négligées. Les deux premières concernent la *demande d'actifs de réserve.* Les deux dernières concernent l'*offre* de ces mêmes actifs.

#### *2.1.1. La « grande convergence » et la demande d'actifs de réserve*

Nous assistons depuis le début des années quatre-vingt-dix à un phénomène de convergence massif entre les économies avancées et les économies émergentes. La part des pays avancés dans le PIB mondial est passée de 78,2 % en 1992 à 64,3 % en 2009(5). Une partie importante de cette convergence est la conséquence naturelle de la transition vers l'économie de marché des pays à économie planifiée (bloc soviétique, Chine). Une autre partie reflète simplement le processus de développement et de rattrapage des pays émergents à fort potentiel de croissance, en particulier, le Brésil et l'Inde, une fois que les verrous domestiques à la croissance sont levés. Une dernière partie reflète l'enrichissement rapide des pays producteurs de

(4) De ce point de vue, il est à noter que nous mettons l'accent dans notre discussion sur la provision *publique* d'actifs sûrs. Le secteur financier *privé* peut lui aussi peut créer des actifs « quasi » sans risque (par exemple, des créances privées avec notation AAA). Néanmoins, la crise récente a illustré de manière dramatique à quel point les actifs « quasi » sans risque ne sont pas vraiment sûrs lors d'une crise globale. La capacité du secteur public à mobiliser les ressources de la nation pour garantir la valeur des créances de l'État (« *deep pockets* ») n'a pas d'équivalent dans le secteur privé. Ces points sont développés plus en détail dans la section 3.

(5) Pour ce calcul, le groupe des pays avancés contient les pays industrialisés européens, les États-Unis, le Japon ainsi que l'Australie, le Canada et la Nouvelle-Zélande. Les données proviennent du *World Development Indicators* de la Banque mondiale.

Il est à noter cependant que la part des États-Unis dans le PIB mondial a peu changé au cours de la même période, passant de 25,6 % en 1992 à 24,3 % en 2009. Il en résulte que la baisse de la part des pays avancés se concentre sur les pays européens (de 36 à 29,5 %) et surtout du Japon (de 15,5 à 8,7 %).

matières premières (pétrole, minerais) suite à la forte augmentation des prix de ces produits, qui est elle-même une conséquence de l'accroissement de la demande en provenance des pays en cours d'industrialisation.

Cette *grande convergence* a des conséquences fondamentales sur la *demande* d'actifs de réserve. En particulier, il faut observer que le développement économique des pays émergents précède souvent leur développement financier. La croissance économique induit naturellement une demande *privée* d'actifs financiers stables chez les ménages des pays émergents, et ce afin de pouvoir transférer à moindre risque leur pouvoir d'achat dans le temps et subvenir à leurs besoins (retraite, santé, éducation, acquisition de logement). La croissance induit aussi une demande *publique* d'actifs sans risque dans une perspective *intertemporelle*, en particulier, chez les pays producteurs de matières premières, afin de lisser leurs recettes et de constituer un « trésor de guerre » pour les générations futures selon un mécanisme bien connu de « recyclage des pétrodollars ».

Or, les marchés financiers de nombreux pays émergents offrent peu d'actifs locaux véritablement sans risque, un déficit attribuable en partie à un sous-développement institutionnel(6). Dans le contexte d'une économie financière globalisée, cet *excès de demande* d'actifs sûrs se dirige vers les marchés financiers des pays développés et alimente la demande pour les actifs de réserve de la zone dollar(7) (*cf.* Caballero, Farhi et Gourinchas, 2008a).

Dans la mesure où le processus de convergence est enclenché mais encore loin d'être réalisé, nous devons anticiper un accroissement de la demande d'actifs de réserve de la part des pays émergents à fort potentiel de croissance, ainsi que des pays producteurs de matières premières, au moins tant que les facteurs institutionnels ne permettront pas une augmentation de l'offre locale d'actifs sans risque(8).

(6) Les facteurs institutionnels qui augmentent le risque de placement financier dans les pays émergents sont bien connus. On citera l'absence de droits de propriété bien définis, certaines faiblesses du cadre prudentiel et de réglementation financière, l'opacité dans laquelle opèrent certains marchés, ainsi que des risques plus macros, tels que la taxation (explicite ou implicite sous forme de corruption), le risque de défaut, voire même l'expropriation des créances. Certains de ces facteurs sont aussi présents sur les places financières des pays industrialisés, mais ils ne concernent en général que les actifs *privés*. En d'autres termes, la provision *publique* d'actifs sans risque est elle-même souvent immune à ces problèmes, au moins tant que la capacité fiscale de l'émetteur est maintenue. Cela justifie encore notre attention sur l'offre et la demande d'actifs *publics*.

(7) La demande privée d'actifs sans risque est souvent elle-même « intermédiée » par les banques centrales domestiques qui offrent à leur résidents des bons de stérilisation adossés aux actifs de réserve détenus en contrepartie.

(8) Il est à noter que dans un monde financièrement globalisé, la demande d'actifs de réserve ne s'identifie pas avec les surplus ou déficits du compte-courant. En particulier, il est tout à fait possible pour un pays d'accroître ses encours de réserves tout en finançant un déficit de son compte-courant par l'intermédiaire de flux de capitaux privés.

### *2.1.2. Crises financières et demande d'actifs de réserve des pays émergents*

Un deuxième facteur vient s'ajouter au premier et accroître la demande *publique* d'actifs de réserve. Les économies des pays émergents sont soumises depuis toujours aux aléas de l'économie mondiale : fluctuations des prix des matières premières (en 1974-1979 et plus récemment en 2006-2009 et en 2011), mouvements abrupts des taux d'intérêt mondiaux (en 1982 suite aux relèvements des taux directeurs américains), changements de direction soudains des flux privés de capitaux (en 1997 lors de la crise asiatique, ou encore en 2008 après la faillite de la banque d'affaires américaine Lehman Brothers). Ces corrections violentes sont souvent l'occasion de brusques soubresauts des économies nationales qui doivent faire face à un tarissement de leur financement externe, une baisse de leurs recettes d'exportations, une augmentation de la charge de la dette et un ajustement brutal de la valeur de leur monnaie. Suite à la crise financière asiatique de 1997, de nombreux pays émergents se sont mis à accumuler des actifs de réserve dans des proportions importantes, afin de faire face à ces chocs externes.

Cette stratégie, qui contribue à accroître la demande d'actifs de réserve libellés en dollars s'est trouvée *renforcée* lors de la récente crise financière. Ainsi, certaines études empiriques suggèrent que les pays détenant plus de réserves ont mieux géré la crise[9]. Il suffit d'observer la rapidité avec laquelle les pays émergents ont repris leur accumulation de réserve en 2009 pour conclure que cette leçon a été retenue par les dirigeants des pays émergents.

### *2.1.3. L'émergence de monnaies de réserve alternatives*

Du côté de l'offre, la naissance de l'euro en 1999 a créé une zone monétaire d'une taille comparable à la zone dollar. En 2009, le PIB de la zone euro s'établissait à 12 400 milliards de dollars, contre 14 100 milliards de dollars pour les États-Unis et 5 000 milliards de dollars pour la Chine. Bien qu'encore loin derrière, cette dernière a ouvertement déclaré ses ambitions globales pour le yuan et poursuit une stratégie active d'internationalisation de sa monnaie. Dans les court et moyen termes, ces développements ne suffisent pas à modifier substantiellement l'offre d'actifs de réserve. La Chine n'offre pas encore d'actifs de réserve à proprement parler. Quant à l'euro, au plus fort de la crise financière, le repositionnement des portefeuilles internationaux (publics et privés) en direction du dollar et non de l'euro, a contribué à l'appréciation de la monnaie américaine[10]. Depuis, les incertitudes face à la crise des pays de la périphérie ont continué de peser sur la monnaie commune.

(9) *Cf.* Frankel et Saravelos (2010), FMI (2010) ainsi que Obstfeld, Shambaugh et Taylor (2009). D'autres études, en particulier Rose et Spiegel (2010) ou bien Blanchard, Faruqee et Das (2010) ne trouvent pas d'effet significatif de l'accumulation de réserves sur l'incidence de la crise. Il est à noter cependant que de nombreux pays détenant des stocks considérables de réserves, tels la Corée, ont préféré ne pas utiliser ces réserves au plus fort de la crise, de peur d'envoyer un signal de détresse aux marchés financiers.

(10) Le taux de change de l'euro passant de 1,60 dollar en avril 2008 à 1,26 dollar en novembre de la même année.

### *2.1.4. Tendances fiscales et démographiques des pays industrialisés et offre d'actifs de réserve*

Enfin, il convient de noter que de nombreux pays industrialisés, et notamment les États-Unis, auront à faire face dans les années à venir à de sérieuses pressions fiscales, liées au vieillissement de leur population, à l'augmentation rapide de la part – socialisée – des dépenses de santé dans le budget des États, ainsi qu'à la stabilisation de dépenses publiques sérieusement affectées par le ralentissement dû à la crise financière (stabilisateurs automatiques) ainsi qu'aux dépenses nécessaires au renflouement du secteur bancaire et financier(11). De ce point de vue, la consolidation fiscale de long terme des comptes publics américains est nécessaire afin de préserver aussi la liquidité et la sécurité des bons du Trésor américains, préalable indispensable à l'offre d'actifs de réserve. Ces développements indiquent que la capacité fiscale des États-Unis n'est pas illimitée.

Ce rapide panorama permet d'anticiper un accroissement du déséquilibre entre offre et demande d'actifs de réserve dans un avenir proche(12).

À quelles conséquences pouvons-nous nous attendre ? La réponse à cette question dépend de l'horizon auquel on raisonne.

## 2.2. À court terme : les déséquilibres s'exacerbent

Les mécanismes déstabilisateurs qui ont pu jouer un rôle important pendant la crise financière risquent de se renforcer. En particulier, l'excès de demande pour les actifs sans risque pourrait contribuer à faire augmenter le coût de la liquidité, autrement dit à faire baisser les taux d'intérêt mondiaux. Dans la mesure où un faible coût de l'argent alimente des dynamiques spéculatives (recherche de rendement, augmentation des effets de levier par recours à un endettement bon marché), l'accroissement de ce déséquilibre peut contribuer à fragiliser l'économie mondiale (*cf.* section 3).

Les déséquilibres mondiaux ou « *global imbalances* » pourraient donc persister. La demande d'actifs sans risque émanant des pays émergents et producteurs de matières premières se dirigeant vers les États-Unis pourrait ainsi contribuer à maintenir les déséquilibres externes (du compte-courant) des dernières années(13).

(11) D'après les projections du *World Economic Outlook* (FMI), la dette publique nette des États-Unis, du Royaume-Uni et du Japon devrait atteindre 78, 78 et 142 % des PIB respectifs en 2013.

(12) Nous noterons, par ailleurs, que les différentes propositions de réforme des marchés financiers suite à la crise financière ont aussi potentiellement un impact sur la demande et l'offre d'actifs de réserve. Par exemple, si la régulation contribue à diminuer la capacité du secteur financier à manufacturer des actifs sans risque, cela exacerbera le déséquilibre entre offre et demande d'actifs de réserve.

(13) De ce point de vue, une interprétation possible est que les déficits du compte-courant ne sont pas nécessairement en eux-mêmes à la source de la crise. Ils reflètent, entre autres choses, les déséquilibres entre la demande et l'offre d'actifs de réserve de différentes régions géographiques. Si cette interprétation est correcte, il en découle qu'un rééquilibrage des comptes-courants (par exemple, en augmentant la demande interne en Asie en la réduisant

### 2.3. Le moyen terme : dilemme de Triffin et monde multipolaire

Les observations précédentes indiquent l'émergence d'une version moderne du dilemme de Triffin. Dans les années soixante, Robert Triffin identifia une faiblesse fondamentale du système de Bretton Woods. Dans le cadre de ce système, les monnaies des pays membres s'échangeaient à un taux fixe contre le dollar, tandis que la valeur du dollar était fixée en or, au prix de 35 dollars l'once.

Triffin observa que dans un système de changes fixes, la demande de liquidité mondiale croît avec l'économie mondiale. L'économie mondiale connaissait alors une phase de forte croissance, suite à la reconstruction d'après-guerre en particulier des économies européennes et japonaise. Le stock de dollars détenu à l'étranger allait donc augmenter en conséquence. Cependant, les encours d'or des États-Unis, liés à la quantité physique d'or disponible allaient rester plus ou moins constants.

Maintenir la valeur en or du dollar allait donc devenir de plus en plus difficile, et la crise du dollar inéluctable, à moins d'adopter une politique monétaire extrêmement déflationniste (d'où le dilemme). Dix ans avant la fin du système de Bretton Woods, Triffin pronostiqua donc son effondrement.

La valeur en or du dollar n'est plus fixée, mais nous vivons toujours dans un monde à la Triffin. La source du problème dans les années soixante tenait à l'inadéquation entre les encours d'or de la Réserve fédérale (le « *backing* » du dollar) et les encours de dollars détenus à l'étranger. De la même manière, il y a maintenant une inadéquation grandissante entre la capacité fiscale des États-Unis (le « *backing* » des bons du Trésor américains) et la détention d'actifs de réserve, autrement dit, les encours externes de dette américaine.

La forte croissance de l'économie mondiale stimule la demande d'actifs libellés en dollar. Mais la capacité fiscale des États-Unis a vocation à diminuer par rapport à la taille de l'économie mondiale. Au-delà du régime de taux de change, c'est bien la capacité à fournir la liquidité en période de tensions sur l'économie mondiale qui définit l'émetteur de la monnaie de réserve. Cette capacité dépend de la capacité fiscale. Dans un monde élargi, les États-Unis seront donc amenés inéluctablement à perdre le monopole de la monnaie de réserve.

Nous allons donc entrer, plus ou moins rapidement, mais inéluctablement, dans un monde *multipolaire*. Quelles seront les monnaies de réserve qui viendront concurrencer le dollar ? De par la taille des économies qu'ils recouvrent, seuls l'euro et le yuan sont des candidats sérieux. L'euro est déjà une monnaie de réserve régionale. Les autorités chinoises préparent activement l'internationalisation du yuan.

---

aux États-Unis) ne ferait pas forcément changer beaucoup l'offre et la demande globale d'actifs de réserve, n'aurait qu'un impact secondaire sur les taux d'intérêt mondiaux et ne contribuerait pas en tant que tel à stabiliser l'économie mondiale. Cette interprétation ne fait pas consensus et certains observateurs voient dans la réduction des grands déséquilibres (« *global imbalances* ») un objectif en soi, qui contribuerait à améliorer le fonctionnement de l'économie mondiale.

### 2.4. Monde multipolaire et offre d'actifs : un monde plus stable

L'émergence de ce monde multipolaire contient une source importante de *stabilisation* de l'économie mondiale. En augmentant l'offre d'actifs de réserve, le monde multipolaire résout naturellement le dilemme de Triffin.

En d'autres termes, le monde multipolaire élargit la capacité fiscale derrière la provision d'actifs sûrs. Cette capacité fiscale est désormais déterminée par la capacité collective des pays émetteurs de monnaie de réserve, et peut donc s'adapter et croître avec les besoins de l'économie mondiale. Cet accroissement pourrait contribuer à dissiper la pénurie d'actifs sûrs. Nous renvoyons à la section 3 pour une exposition des bénéfices d'un tel développement en termes de stabilité financière.

Par ailleurs, dans un monde multipolaire, chaque pays émetteur de réserve pourra bénéficier d'une partie de la prime de liquidité (privilège exorbitant), du moins tant que sa capacité fiscale lui permettra de maintenir son statut d'émetteur de réserves. La concurrence fiscale qui en résultera, pourrait encourager une certaine prudence des politiques budgétaires, afin de préserver la capacité fiscale, caractéristique essentielle du statut de monnaie de réserve.

Enfin, en augmentant le degré de substitution entre différents actifs de réserve, un monde multipolaire peut contribuer à limiter les fluctuations de taux de change ou de prix des actifs de réserve (taux d'intérêt)[14].

Dans cette perspective, il est souhaitable de favoriser les efforts visant à accélérer la transition vers un monde multipolaire. Il faut réfléchir aux moyens concrets de développer un marché liquide et stable de bons du Trésor libellés en euro et en yuan.

En particulier, il est souhaitable de favoriser l'émission d'obligations européennes avec co-garanties ou « *euro bonds* », en s'inspirant, par exemple, des « *blue bonds/red bonds* » proposés par Delpla et von Weizsäcker (2010). Ainsi, chaque pays de la zone euro pourrait émettre une quantité maximale d'« *euro bonds* » (*blue bonds*), correspondant à une fraction déterminée de son PIB. Ces « *euro bonds* » bénéficieraient de la garantie budgétaire collective des pays émetteurs, et seraient seniors par rapport au reste de la dette. Ce mécanisme mutuel d'assurance rendrait les « *euro bonds* » très sûrs. Le reste de la dette (*red bonds*) ne disposerait pas de ces garanties. Le fait qu'elle soit junior la rendrait plus risquée. Le rôle de discipline du marché ne serait donc pas éliminé. Le risque d'aléa moral suscité par l'assurance fournie par les co-garanties sur une partie de la dette pourrait être limité par des règles budgétaires nationales, un système renforcé de surveillance multilatérale et de sanctions graduées.

(14) La volatilité des prix (taux de change, taux d'intérêt et, plus généralement, prix des actifs financiers) et des quantités (flux de capitaux) dépend de l'élasticité des courbes d'offre et de demande pour ces actifs. À court terme, l'offre est sans doute inélastique. Plus la demande est élastique, plus les chocs d'offre font bouger les quantités plutôt que les prix. En ce sens, si les actifs de réserve deviennent plus substituables, leurs prix relatifs devraient se stabiliser.

Ce mécanisme permettrait de créer un marché d'« *euro bonds* » à la fois large et liquide, offrant ainsi la possibilité aux États de la zone euro de financer une partie de leur dette à des taux d'intérêt faibles. L'émission d'obligations européennes de ce type devrait susciter un fort engouement de la part des marchés[15].

En ce qui concerne la Chine, étant donné son niveau de développement financier plus limité, il est souhaitable d'encourager une libéralisation progressive avec ouverture du compte de capital, convertibilité de la monnaie, et émergence progressive d'un marché de la dette d'État libellé en yuans.

**Proposition 1**

Favoriser le développement d'alternatives aux bons du Trésor américains comme actifs de réserve privilégiés, afin d'accélérer la transition inéluctable vers un système multipolaire. Dans cette perspective, l'émission d'obligations européennes avec co-garanties semble particulièrement souhaitable. À un horizon sans doute plus lointain, l'ouverture du compte financier chinois, la convertibilité du yuan et le développement du marché des bons en yuans seront aussi nécessaires.

## 2.5. Monde multipolaire et complémentarités stratégiques : un monde plus risqué

Le scénario décrit plus haut n'est guère dangereux. Malheureusement, ce n'est pas le seul. Il faut en effet considérer la possibilité que le monde multipolaire *exacerbe* les chocs financiers et économiques.

Quel en serait le mécanisme ? L'émergence d'un monde multipolaire implique la coexistence d'actifs sûrs libellés dans des monnaies différentes. Pour être sûrs, ces actifs doivent partager un certain nombre de caractéristiques. Autrement dit, ils doivent être perçus comme largement substituables. Un corollaire de cette substituabilité est que de faibles changements dans les fondamentaux, ou dans la perception de ces fondamentaux, peuvent provoquer des mouvements massifs de capitaux. Une mauvaise nouvelle fiscale, par exemple, dans un des pays de réserve pourrait déclencher une fuite des capitaux, et ce d'autant plus facilement que des placements alternatifs existent désormais.

(15) Les coûts d'emprunt de l'Allemagne pourraient augmenter selon ce scénario – puisque l'Allemagne bénéficie d'une prime de liquidité dans le contexte européen. Mais ils pourraient aussi diminuer. En effet, l'émission sur une grande échelle de bons européens avec co-garanties pourrait susciter l'intérêt de larges investisseurs étrangers qui préfèrent actuellement rester en dehors du marché des emprunts nationaux étant donné leur taille.

Imaginons, pour fixer les idées, un monde où les États-Unis, la Chine et la zone euro coexistent, chacun avec leur monnaie de réserve. Leurs actifs sont considérés comme très substituables du point de vue de leur liquidité, sûreté et rendement. Imaginons maintenant que l'une de ces régions, par exemple la zone euro, connaisse une crise financière nécessitant une intervention budgétaire qui teste la capacité fiscale de la région. Les investisseurs choisiront immédiatement de basculer leur portefeuille en euros sur des actifs libellés en yuans ou en dollars, perçus comme moins risqués.

Ce phénomène sera renforcé par des *complémentarités stratégiques* entre investisseurs. En effet, la valeur d'une monnaie pour un investisseur dépend de la perception des autres investisseurs. Ainsi, il est possible qu'une monnaie perde brutalement son statut de monnaie de réserve, suite à une perte de confiance collective dans sa valeur. Ce basculement s'accompagnerait de violents mouvements de capitaux et de fluctuations potentiellement importantes de taux de change et de taux d'intérêt(16). Les répercussions de cet arrêt brutal « *sudden stop* » sur l'économie de la zone euro pourraient être sévères.

De plus, un épisode de ce type aurait pour conséquence de réduire, de façon endogène, l'offre d'actifs sûrs dans l'économie mondiale, accentuant ainsi le dilemme de Triffin.

De telles crises pourraient aussi trouver leur origine dans des phénomènes auto-réalisateurs, en l'absence de chocs fondamentaux. Le monde multipolaire est susceptible de connaître des périodes de stabilité alternant avec des périodes de crises. Ces crises seront d'autant plus sévères qu'elles activeront des dynamiques de ruées (« *run* »), chaque investisseur ayant intérêt à anticiper la crise en convertissant ses réserves avant les autres.

Ces fragilités pourraient conduire à des biais dans les politiques budgétaires, chaque pays émetteur cherchant à démontrer qu'il est plus vertueux que ses concurrents.

On a pu voir certains de ces mécanismes opérer à une échelle moins globale au sein de la zone euro depuis le début de la crise de la dette souveraine. Jusqu'à l'été 2009, les titres de dette d'États européens étaient considérés comme relativement substituables, avec des écarts de taux relativement faibles. Cette perception a volé en éclat avec la crise grecque. On a alors assisté à des réallocations massives de portefeuilles en direction des pays perçus comme sûrs (Allemagne).

Les deux sections qui suivent identifient certaines des inefficacités systémiques présentes dans le système monétaire international (section 3) et proposent certaines réformes pour y répondre (section 4). Les propositions que nous développons permettent en partie de « gérer » l'instabilité du monde multipolaire, ainsi que de gérer l'instabilité du monde de Triffin.

(16) À la différence de l'effet stabilisateur sur les taux de change du monde multipolaire décrit plus haut, la perte du statut de réserve entraînerait un effondrement de la demande pour ces actifs, et déclencherait des ajustements importants sur les prix.

## 3. Inefficacités liées à l'accumulation de réserves

Dans cette section, nous nous penchons sur les inefficacités que l'on peut identifier sur le marché des actifs de réserve. Nous identifions deux inefficacités profondes sur la demande et l'offre d'actifs de réserve.

D'une part, l'accumulation d'actifs de réserve est excessive. Cette demande excessive pousse les taux d'intérêt mondiaux à la baisse.

D'autre part, les taux d'intérêt faibles fragilisent l'ensemble du système financier mondial en favorisant l'émergence d'actifs *quasi* sûrs mais qui se révèlent vulnérables, en facilitant l'émergence de bulles financières qui fragilisent l'économie, ou en poussant les acteurs économiques, en particulier les institutions financières et les États, à accroître leur endettement, en particulier à court terme.

### 3.1. La demande d'actifs de réserve

Une partie importante de la demande mondiale de réserves peut être attribuée à des motifs de précaution. Cette terminologie renvoie au concept *d'épargne de précaution* dans la théorie du consommateur. Il est utile de commencer par développer cette analogie.

La théorie de l'épargne de précaution (Leland, 1968 et Sandmo, 1970) considère un consommateur dont le revenu est soumis à des aléas futurs. Soucieux d'amortir les chocs de revenus futurs sur sa consommation, ce consommateur souhaite constituer un coussin d'épargne sans risque (bons du Trésor). Ce comportement d'épargne s'apparente à une forme d'auto-assurance.

Il s'agit toutefois d'une assurance très imparfaite puisqu'elle se traduit par une accumulation d'actifs non contingents. D'une certaine manière, le consommateur dispose d'une épargne trop abondante après une succession de chocs positifs et d'une épargne trop faible suite à des chocs négatifs.

Il serait économiquement préférable de signer un *contrat d'assurance* qui garantirait un meilleur lissage de la consommation. Un tel contrat spécifierait les transferts reçus en cas de choc négatif, et les primes à verser dans le cas contraire. En présence de marchés financiers complets, autrement dit dans la situation idéale où les actifs financiers existants permettraient de couvrir tous les risques, ce contrat d'assurance pourrait aussi être implémenté par un portefeuille d'actifs financiers.

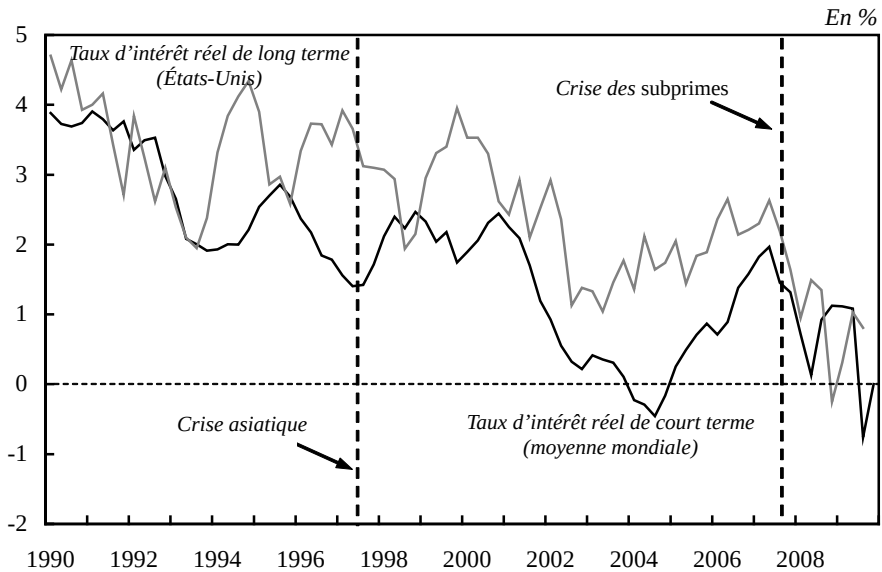
En pratique, de nombreux obstacles empêchent l'établissement de contrats d'assurance aussi sophistiqués. Certains sont liés à des problèmes d'agence (l'aléa moral, les asymétries d'information, la non-exclusivité des contrats, l'inconsistance temporelle, etc.). D'autres sont liés aux coûts de mise en place des infrastructures de marché pour certains instruments financiers. En l'absence de contrats d'assurance ou de marchés complets, l'auto-assurance par l'épargne de précaution est la seule alternative.

Cette volonté de s'auto-assurer est parfaitement justifiée au niveau microéconomique d'un consommateur. Mais il est bien établi qu'elle peut être source d'inefficacités au niveau macroéconomique. Elle peut, en effe,t conduire à un excès d'épargne agrégée, et par conséquent à des taux d'intérêt trop faibles (Aiyagari, 1994 et 1995). Il s'agit là de la manifestation d'une imperfection de marché – une externalité pécuniaire en présence de marchés incomplets. Le problème tient au fait qu'individuellement, un consommateur ne prend pas en compte les effets de ses décisions d'épargne sur les taux d'intérêt.

Cette analyse peut être transposée pour analyser l'accumulation de réserves *par un pays*. Il suffit de remplacer le consommateur par un pays, les chocs de revenus par des chocs macroéconomiques et, enfin, l'accumulation d'actifs par l'accumulation de réserves. En l'absence de possibilités d'assurance plus sophistiquées, il est donc dans l'intérêt d'un pays d'accumuler des réserves pour faire face aux divers chocs macroéconomiques auxquels il pourrait être confronté. Au niveau de l'économie mondiale, ceci donne lieu à une *suraccumulation de réserves*. Cette accumulation excessive de réserves exerce une pression à la baisse sur les taux d'intérêt réels mondiaux (voir graphique 5).

Qui plus est, cette baisse des taux réels augmente la probabilité que l'économie mondiale ne se retrouve dans une trappe à liquidité (taux d'intérêt nominaux égaux à zéro), avec des effets dépressifs sur l'économie mondiale.

**5. Taux d'intérêt réels, 1990-2009**




*Sources* : Caballero, Farhi et Gourinchas (2008a) et calculs des auteurs.

### 3.2. L'offre d'actifs de réserve

Aux imperfections de marché liées à la *demande de réserves* se superposent des imperfections de marché associées à l'*offre d'actifs sûrs*. Comme nous l'avons vu, une demande excessive de réserves contribue à faire baisser les taux d'intérêt mondiaux. Le faible niveau des taux d'intérêt peut engendrer des distorsions de plusieurs natures.

Tout d'abord, la baisse des taux encourage l'effet de levier. Ceci s'accompagne souvent de fragilité, en particulier dans le secteur financier (Caballero et Krishnamurthy, 2009, Diamond et Rajan, 2010 et Farhi et Tirole, 2010). En effet, pour un même choc, l'impact sur le bilan sera d'autant plus important que le levier financier est élevé.

Ensuite, une baisse excessive des taux d'intérêt peut enclencher des phénomènes pervers de prise de risque communément appelés « *search for yield* ». La baisse des taux peut également déclencher des phénomènes de bulles spéculatives, par exemple, sur l'immobilier ou les matières premières (Caballero, Farhi et Gourinchas, 2008b). Ces bulles sont, par nature, sources d'instabilité. Leur émergence et leur disparition sont à l'origine d'un surcroît de volatilité macroéconomique. Ceci contribue à renforcer les comportements d'épargne de précaution, créant ainsi un cercle vicieux.

Il faut également se pencher sur la *nature* des actifs de réserve. Le mot « réserve » renvoie à l'une des trois fonctions traditionnellement dévolues à la monnaie : servir de réserve de valeur. Comme nous l'avons déjà souligné, les caractéristiques principales qui déterminent le potentiel de réserve d'un actif financier sont sa *sûreté* et sa *liquidité* : il faut être assuré que l'actif ne perdra pas de valeur et que cette valeur pourra être réalisée rapidement. Il est particulièrement important que ces actifs maintiennent leur valeur lorsqu'ils sont liquidés par les pays qui les avaient accumulés. Il s'agit là d'une caractéristique rare, puisque les conditions qui conduisent un pays à liquider une partie de ces réserves sont souvent associées à une période de stress de l'économie et de faible liquidité des marchés mondiaux.

Une forte demande de réserve crée donc une incitation à *créer* des actifs sûrs : la rareté d'actifs sûrs met le système financier sous pression. L'essor récent et considérable de l'industrie de la titrisation peut être analysé comme une tentative collective de créer des actifs sûrs, en jouant sur le « *pooling* » et le « *tranching* » du risque. Certains États ont également répondu à cette pression en relâchant leurs efforts budgétaires et en laissant filer leur dette publique. L'emballement de ce processus débouche sur la création d'actifs quasi sûrs. La réalisation brutale que ces actifs quasi sûrs ne sont pas *réellement* sûrs donne lieu à de violents ajustements de marché – *cf.*, par exemple, lors de la récente crise financière, les tranches notées AAA de certains produits issus de la titrisation des prêts immobiliers américains, ou la dette de certains États comme la Grèce et l'Irlande. Ces ajustements de marché augmentent la volatilité macroéconomique (Caballero, 2009).

Cette incitation à créer des actifs sûrs ne se manifeste pas simplement sur l'émission et la structuration des actifs financiers. Elle influence aussi la structuration du passif des institutions financières. En effet, elle fait de la dette de court terme – et donc sans risque – un outil de financement attractif puisque la demande pour ce type d'actif est forte. L'inconvénient de la dette de court terme est qu'elle fragilise les bilans, et augmente le risque de détresse financière. Après un choc négatif, les institutions financières doivent vendre des actifs à maturité plus longue pour honorer cette dette. Ceci peut conduire à des « *fire sales* » (ventes en détresse), autrement dit des ventes à prix bradés, et enclencher un cercle vicieux : en bradant ses actifs, une institution financière fait baisser leur prix, forçant les autres institutions financières à liquider plus d'actifs pour couvrir leur dette de court terme. Ce phénomène est la manifestation d'une imperfection de marché – une autre externalité pécuniaire. Les acteurs privés ne prennent pas en compte l'effet de leurs décisions de financement sur le prix de liquidation des actifs. Le recours à la dette de court terme est donc excessif et fragilise l'économie (Stein, 2010).

## 4. S'attaquer aux inefficacités liées à l'accumulation de réserves

L'analyse de la section précédente identifie la *rareté des actifs de réserve* – ou actifs sûrs – comme un des problèmes principaux du système monétaire international. Pour résoudre ce problème, il est possible d'agir à la fois sur l'offre et sur la demande pour ces actifs. Cette section propose un menu de réformes du système monétaire international visant à atteindre cet objectif.

### 4.1. Développement et ouverture des marchés financiers

Tout d'abord, il est important de reconnaître que le développement, la liquidité et l'ouverture des marchés financiers dans les pays émergents doivent naturellement contribuer à augmenter l'offre mondiale d'actifs de réserve. Comme nous l'avons déjà souligné, cette évolution est inéluctable. Elle doit être *encouragée*. De ce point de vue, rappelons qu'il est également crucial que les monnaies des pays émergents soient à terme librement convertibles, de façon à ce que les actifs libellés dans ces monnaies puissent être considérés comme réellement liquides.

Il est également souhaitable de pousser les autorités publiques des pays émergents à développer un système efficace de prêteur en dernier ressort *vis-à-vis de leurs économies respectives*. Ceci fait partie intégrante d'une bonne infrastructure de marché. Les autorités publiques ont un avantage comparatif dans l'offre de liquidité en temps de crise macroéconomique. Cet avantage tient au pouvoir régalien de taxation qui confère aux autorités publiques des ressources importantes (« *deep pockets* ») et un horizon long. Il est donc naturel que les autorités publiques fournissent de la liquidité en

temps de crise – sous forme de recapitalisations, de garanties de dette, de prêts contre collatéral auprès des banques centrales, de rachats d'actifs, etc. (Holmström et Tirole, 1998). La contrepartie naturelle de cette fonction de prêteur en dernier ressort est l'obligation de réguler les institutions financières qui en sont les bénéficiaires, de manière à contrôler l'aléa moral (Farhi et Tirole, 2011).

Un mécanisme de prêteur en dernier ressort efficace au niveau des pays peut ainsi contribuer à transformer des actifs sûrs au sens *microéconomique* en actifs sûrs au sens *macroéconomique*. Un tel mécanisme peut contribuer à diminuer la demande d'actifs sûrs émanant des acteurs privés.

### 4.2. Développement des systèmes de protection sociale

Il convient aussi d'encourager le développement de systèmes d'assurance sociale dans les pays émergents. Par le même mécanisme, ceci contribuera à réduire l'épargne de précaution de leurs consommateurs et, par là même, à réduire la demande mondiale d'actifs sûrs.

### 4.3. Dépasser l'auto-assurance par accumulation de réserves

Comme nous l'avons déjà souligné, l'auto-assurance par accumulation de réserves est une forme inefficace d'assurance, puisqu'elle se traduit par une accumulation d'actifs dont le rendement ne dépend pas des aléas que connaît le pays (actifs non contingents). Le pays dispose de trop de réserves après une succession de chocs positifs et de réserves trop faibles suite à des chocs négatifs.

D'un point de vue théorique, il serait économiquement plus efficace de mettre en place une forme de *contrat d'assurance* entre États au niveau mondial. Un tel système permettrait une utilisation plus économe des actifs sûrs. Ce faisant, il contribuerait à soulager le déficit chronique d'actifs sûrs au niveau mondial, et à prévenir le cortège d'effets négatifs qui lui sont associés (*cf.* section 3).

On peut se demander pourquoi de tels arrangements assuranciels ne sont pas déjà en place. L'explication tient sans doute aux problèmes d'agence et aux coûts associés aux infrastructures de marchés. De ce point de vue, il est clair qu'une agence internationale telle que le FMI aurait un avantage comparatif dans la gestion des problèmes d'agence, et serait en mesure de catalyser la coordination nécessaire à la création d'une infrastructure d'assurance de grande échelle, tout en disposant de la solidité financière et de la crédibilité nécessaire pour remplir les fonctions d'assurance et de discipline de l'aléa moral qui en résulte.

Il existe plusieurs implémentations possibles pour parvenir à la réalisation partielle ou totale de cet objectif.

### *4.3.1. Systématiser les accords de « swap » entre banques centrales*

Une manière limitée de répondre à cet objectif serait de systématiser les accords de fourniture temporaire de liquidité (accords dits de « swap ») entre banques centrales tels que ceux qui se sont multipliés durant la récente crise financière. En effet, un des motifs de précaution qui justifie l'accumulation de devises tient à la volonté de se prémunir contre une situation de détérioration du fonctionnement des marchés de change. Dans ces conditions, il peut être difficile pour la Banque centrale d'un pays donné d'obtenir de la liquidité dans une monnaie étrangère sur le marché. L'encadré suivant détaille de manière simplifiée le fonctionnement des accords de « swap » entre banques centrales.

**Le mécanisme des accords de « swap » entre banques centrales**

Considérons un accord de swap entre les banques centrales de deux pays, A et B. La logique est très simple. La Banque centrale A crédite temporairement le compte de la Banque centrale B sur son bilan en monnaie A. En échange, la Banque centrale B crédite temporairement le compte de la Banque centrale A sur son bilan en monnaie B, pour un montant équivalent.

Un accord de « swap » est donc essentiellement la combinaison de deux prêts : la Banque centrale A prête de la monnaie A à la Banque centrale B, et la Banque centrale B prête un montant équivalent de monnaie B à la Banque centrale A. Les deux prêts servent mutuellement de collatéral.

En théorie, les deux banques centrales peuvent utiliser les devises étrangères ainsi mises à leur disposition. En pratique, le plus souvent, seule une partie fait usage des devises étrangères mises à sa disposition ; l'autre partie conserve les devises obtenues en dépôt en tant que collatéral.

Dans un accord de « swap », chaque partie s'expose donc au risque de défaut (souverain) de l'autre partie. Ce risque est diminué, mais pas éliminé, par la présence de collatéral (Allen et Moessner, 2010).

En pratique, dans l'exemple de l'encadré, les raisons pour lesquelles la Banque centrale du pays B doit pouvoir disposer de monnaie A en temps de crise sont variées. Il peut s'agir de défendre sa monnaie face à une attaque spéculative. Comme l'a illustré la récente crise financière, ces raisons peuvent aussi trouver leur origine dans la déconnexion entre la responsabilité de la Banque centrale B sur les institutions financières du pays, et dans le fait que ces mêmes institutions financières ont des opérations mondiales. Les institutions financières du pays B peuvent ainsi acquérir des actifs du pays A qu'elles cherchent à financer en empruntant directement en monnaie A de façon à ne pas s'exposer au risque de change. Une autre manière de couvrir leur risque de change consiste à emprunter en monnaie B et à « swaper » la monnaie B pour des devises A sur les marchés. En pratique, ces emprunts en monnaie étrangère peuvent être de maturité très courte et doivent donc être fréquemment renouvelés.

Lors d'une crise, il peut devenir difficile voire impossible aux institutions financières du pays B d'emprunter *directement* en devises A. Si les marchés des changes fonctionnent mal en temps de stress, il peut être également difficile pour ces institutions financières d'emprunter en monnaie B et de « swaper » cette dernière contre devises A via les marchés. N'ayant pas accès aux facilités de liquidité de la Banque centrale du pays A, les institutions financières du pays B peuvent donc se retrouver dans une situation difficile, sans accès direct aux devises étrangères nécessaires au financement de leurs opérations internationales.

Du fait de cette quasi-segmentation des marchés monétaires en temps de crise, la seule alternative à la liquidation d'actifs à des prix « *fire sale* » consiste donc à se tourner vers la Banque centrale du pays B afin d'obtenir de la liquidité *en monnaie A* – le plus souvent sous la forme de prêts contre collatéral ou de « swaps », la Banque centrale B absorbant l'éventuel risque de contrepartie.

Il est donc crucial que la Banque centrale B dispose de *liquidités suffisantes en monnaie A*. Soit elle dispose de réserves de change en monnaie A, soit elle doit s'en procurer. Si la Banque centrale B se contente de faire un achat sur le marché « spot », elle prend un important risque de change, qui pourrait potentiellement créer des pertes en capital conséquentes. Pour neutraliser ce risque de change, il lui faudrait soit combiner cette position avec une position opposée sur le marché à terme, soit réaliser ces deux transactions simultanément sur le marché « swap », soit encore emprunter directement en devises A sur les marchés. Les volumes nécessaires dépasseraient dans bien des cas la capacité d'absorption de marchés en état de stress. Qui plus est, un ordre massif d'achat de devises A par la Banque centrale B risquerait de provoquer un ajustement baissier très fort de la monnaie B relativement à A sur les marchés de change, et comporterait donc des risques de dislocation économique supplémentaires.

Seul un accord de « swap » avec la Banque centrale A (ou une autre Banque centrale disposant de monnaie A) permet à la Banque centrale B de disposer de monnaie A sans encourir de risque de change. En entrant dans un accord de « swap », la Banque centrale A répond à la demande accrue de monnaie A dans le pays B en augmentant l'offre disponible de monnaie A pour les agents du pays B. Elle élimine ainsi la pénurie de monnaie A dans le pays B. Ce faisant, elle contient également l'appréciation de sa propre monnaie.

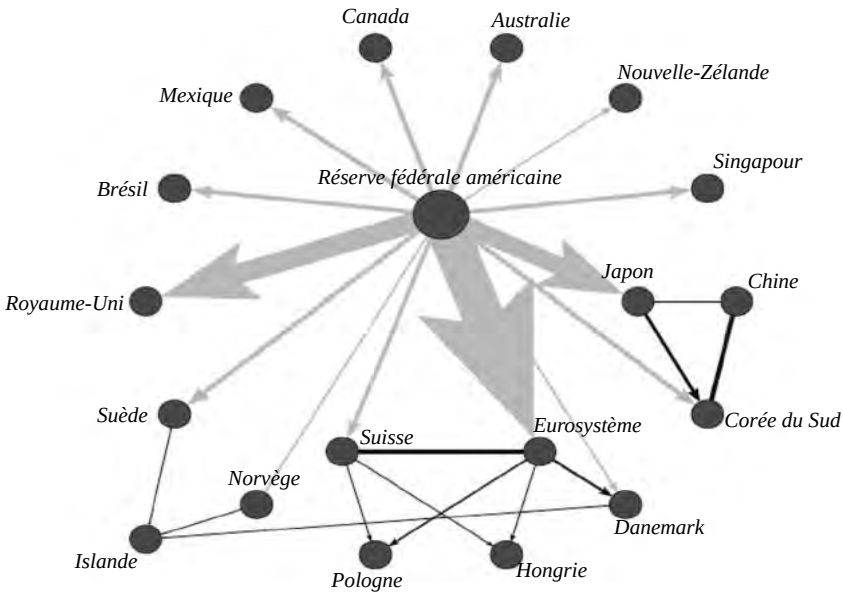
En l'absence d'accords de « swap », il faut donc avoir recours à l'auto-assurance par l'accumulation de réserves. Comme nous l'avons souligné, cette auto-assurance est inefficace. Les accords de « swap » constituent un mécanisme d'assurance supérieur.

Durant la récente crise financière, ces accords de « swap » bilatéraux entre banques centrales et, en particulier, les accords de « swap » consentis par la Réserve fédérale américaine (Fed) ont joué un rôle crucial de stabilisation des marchés (Goldberg, 2010, Allen et Moessner, 2010, Aizenman, Jinjarak et Park, 2010). Ces accords ont pour la plupart été conclus dans l'urgence, au plus fort de la crise. (*cf.* graphique 6).

## Proposition 2

Il est souhaitable de systématiser et de pérenniser la fourniture de liquidité internationale sous forme d'accords de « swaps » entre banques centrales.

### 6. Le réseau d'accords de swap des banques centrales




*Source* : McGuire et von Peter (2009).

Cette pérennisation est souhaitable pour deux raisons. La première raison est que si les accords de « swap » présentent des avantages mutuels pour les parties prenantes, ils présentent aussi des risques pour chaque partie, en particulier le risque de défaut (souverain) de l'autre partie. En cas de défaut, le collatéral est saisi, mais il peut avoir perdu de sa valeur si la devise en question s'est dépréciée, et il peut être difficile de liquider des volumes importants de collatéral rapidement sur les marchés.

Pour cette raison, de nombreux pays émergents n'ont pu avoir accès aux accords de « swap » des grandes banques centrales. Les accords de « swap » ne présentent donc pas une alternative complète à l'accumulation de réserves. Mais pour en faire une alternative au moins partielle, on ne peut se contenter d'accords négociés et mutuellement consentis à la dernière minute. Ces accords de swap ne pourront devenir de véritables outils d'assurance mutuellement bénéfiques *ex ante*, que s'ils sont négociés et conclus *à l'avance*, fournissant ainsi une source crédible de liquidité en cas de besoin.

La seconde raison est que l'on peut craindre que les contraintes politiques limitant ces accords de liquidité *ex post* ne se renforcent à l'avenir, en particulier aux États-Unis, qui reste pour l'instant le prêteur en dernier ressort de l'économie mondiale. Pour les raisons mentionnées ci-dessus, la provision de liquidité en dollars aux banques centrales étrangères constitue une prise de risque de la Réserve fédérale américaine, et donc *in fine*, une prise de risque du Trésor américain qui pourrait être amené théoriquement à recapitaliser la Banque centrale en cas de pertes importantes. Ces considérations restent pour l'instant théoriques, puisque les accords de « swap » conclus lors de la dernière crise n'ont occasionné aucune perte pour la Fed. Néanmoins, la réalisation de la prise de risque afférente, ainsi que le problème « optique » que constitue la fourniture massive de dollars au reste du monde peuvent sérieusement réduire la capacité *ex post* de la Fed de s'engager sur cette voie à l'avenir.

Il nous paraît donc souhaitable de systématiser et de pérenniser ces accords en mettant en place un réseau organisé d'accords établis et codifiés à l'avance. Il s'agit d'une condition nécessaire pour faire des accords de « swap » une alternative partielle mais crédible à l'accumulation de réserves et d'alléger les contraintes politiques domestiques qui pourraient entraver la fourniture de liquidité nécessaire.

Bien qu'établies sur une base apparente de réciprocité, puisque les deux banques centrales reçoivent une quantité équivalente de devises étrangères, il est important de reconnaître que les lignes de swap fonctionnent en pratique de manière asymétrique : le pays B est demandeur de liquidité en monnaie A afin de soutenir son système financier ou de lutter contre une attaque spéculative, alors que la Banque centrale A conserve simplement la monnaie B en collatéral sur son bilan. En d'autres termes, les lignes de swap ont pour fonction d'augmenter l'offre mondiale de liquidité en *devises de réserve*. Par définition, toutes les monnaies ne sont pas des monnaies de réserve !

Cette asymétrie, clairement mise en évidence durant la dernière crise puisque les lignes de swap ont essentiellement permis la fourniture de liquidité en dollars, a une conséquence importante sur la mise en place d'un réseau de lignes de swap *permanentes*. En effet, elle implique que les banques centrales contrôlant l'offre de monnaies de réserve soient *compensées ex ante* pour le service de fourniture de liquidité lorsque les lignes de swap viennent à être activées. Cette compensation, qui vient rémunérer les risques encourus, s'apparente conceptuellement à la collecte d'une prime d'assurance. Les modalités de détermination du montant de ces primes sont complexes et dépassent le cadre de ce rapport, mais il est important de noter qu'en leur absence, il n'est pas de l'intérêt des pays à monnaie de réserve à s'engager *ex ante* à fournir de la liquidité. Même s'il peut être de leur intérêt de fournir cette liquidité *ex post*, l'absence de garantie conduira nécessairement un certain nombre de pays à opter plutôt pour l'accumulation de réserves internationales.

Enfin, comme dans tout mécanisme d'assurance, il est aussi nécessaire de contrôler le risque d'aléa moral qui en résulte. Nous discutons cet aspect en détail dans la section 3.5. Notons juste ici que des critères de qualification d'accès aux lignes de « swap » devront être établis. Dans ce système, les fonctions de surveillance, de détermination des critères d'éligibilité et des sanctions devront être effectuées par les banques centrales en coordination et avec le FMI, seul à même d'assurer le pilotage d'ensemble du système.

Un tel système aurait de nombreuses vertus. Directement, en augmentant la fourniture de liquidité en temps de crise, il améliore la distribution des risques dans l'économie. Avec une meilleure couverture assurantielle, les pays n'ont plus besoin de s'auto-assurer dans les mêmes proportions. La baisse de la demande de réserves qui en résulte est bénéfique à de multiples titres. D'abord elle redistribue les avoirs des pays vers des ressources productives, les réserves pouvant être investies afin de favoriser le développement ou la croissance. La baisse de la demande d'actifs de réserve contribue aussi à faire remonter les taux réels, ce qui élimine une source potentiellement importante d'instabilité financière en limitant le levier financier, les possibilités de bulles, ou encore en disciplinant l'offre d'actifs. Enfin, dans la mesure où les accords de « swap » croissent et évoluent avec l'économie mondiale, ils permettent de résoudre le dilemme de Triffin.

Pour les raisons mentionnées ci-dessus, un système d'accords de « swap » nécessite la mise en place de compensation pour les pays fournisseurs nets de liquidité. On peut légitimement penser que la mise en place d'un système décentralisé avec négociations bilatérales du niveau de compensation requis et des modalités d'activation des lignes de liquidité deviendrait vite impossible à gérer.

Comment imaginer, par exemple, qu'un large nombre de pays négocient chacun des lignes de swap bilatérales avec la Réserve fédérale, la Banque centrale européenne et la Banque populaire de Chine ? En pratique, un tel système risquerait de se limiter à un petit nombre d'accords préalables de swap et concernerait seulement les pays dont la réputation est absolument sans faille. Les bénéfices d'un tel système s'en trouveraient fortement réduits.

Une possibilité serait de centraliser l'organisation de ces lignes de « swap » au FMI, organisant ainsi une sorte de *multilatéralisation des lignes de « swap »*. Cela permettrait de remplacer un réseau complexe de « swaps » bilatéraux, par une structure en étoile, où le FMI, au centre du système, entrerait dans des accords de « swap » avec les banques centrales des pays participant. Le FMI pourrait ainsi redistribuer de la liquidité aux pays qui en auraient besoin en temps de crise en entrant simultanément dans deux accords de « swap » entre un pays émetteur de liquidité et un pays receveur de liquidité.

### *4.3.2. Facilités de crédit et droits de tirage*

Il est également possible d'imaginer un schéma plus ambitieux, qui résoudrait en grande partie ces problèmes de coordination. On peut ainsi penser à une version à grande échelle des « *flexible credit lines* » (FCL), « *precautionary credit lines* » (PCL) et « *global stabilization mechanism* » (GSM) du FMI. Les facilités FCL et PCL permettent déjà au FMI de fournir de la liquidité avec peu ou sans conditionnalités, sous critères de qualification.

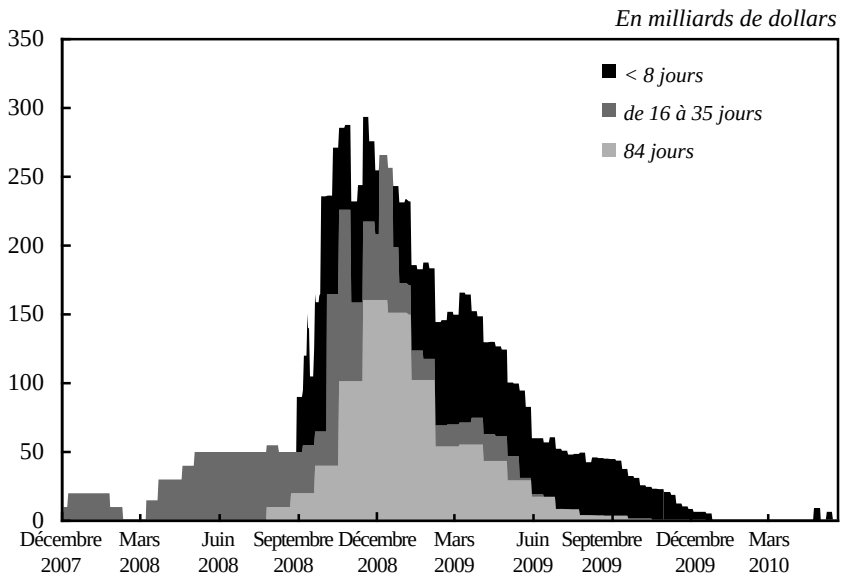
Une fois qualifié, un pays aurait la *garantie* de pouvoir bénéficier d'une quantité importante de liquidité en temps de crise. Le risque lié à la provision de cette liquidité serait alors porté par le FMI, en d'autres termes par ses actionnaires, et non plus seulement par les pays à monnaie de réserve comme c'est le cas avec les accords de swap. Ce risque pourrait être encore plus limité si les lignes de crédit obtenues auprès du FMI bénéficient de la même super séniorité que les financements traditionnels du FMI.

Le GSM permet au FMI d'étendre de manière temporaire ces facilités de crédit en direction de plusieurs pays qualifiés et d'assouplir les critères de qualification. De manière à encourager les pays à utiliser ces facilités suffisamment tôt pour prévenir les risques de contagion, le GSM prévoit également des mécanismes pour atténuer les effets de « *first mover* » et les effets de « *signaling* ». Ainsi, le FMI pourrait lancer une invitation générale à participer, mettre ces facilités à disposition de manière unilatérale pour un groupe de pays, ou ne pas publier la liste des pays concernés.

En pratique, l'élargissement de ces facilités de crédit remplit la même fonction que les accords de « swap » bilatéraux : il permet l'obtention de liquidité en situation de crise. Mais notre proposition centralise au niveau du FMI cette fourniture de liquidité ainsi que les fonctions de surveillance et de qualification afférentes.

Le financement de ces lignes de crédit peut se faire selon des modalités variées. Tout d'abord, on peut penser à une version étendue du « *new arrangement to borrow* » (NAB) du FMI. Le NAB permet actuellement au FMI d'emprunter directement auprès de 26 pays membres environ 51 milliards de dollars (34 milliards de droits de tirage spéciaux – DTS). Dans le cadre du renforcement de la capacité financière du FMI, la puissance de feu du NAB doit prochainement passer à environ 550 milliards de dollars (367,5 milliards de DTS) levés auprès de 39 pays. Cette augmentation, d'ores et déjà approuvée par le FMI, attend la ratification des pays membres. Il faut rapporter la taille de ces arrangements aux demandes potentielles de liquidité. Ainsi, au plus fort de la crise financière, la Banque centrale européenne a tiré près de 300 milliards de dollars sous forme d'accords de swaps auprès de la Fed (*cf.* graphique 7).

**7. Encours des accords de swaps BCE-Fed, par maturité**




*Sources* : ECB et calculs des auteurs.

Ainsi, la capacité actuelle du FMI à fournir la liquidité nécessaire serait tout à fait insuffisante et il nous semble indispensable d'engager une discussion sur l'élargissement du NAB. En 2010, les réserves de change s'établissaient à environ 9 000 milliards de dollars. Il paraît raisonnable d'envisager une facilité de crédit pour au moins le tiers de cette somme, *soit environ 3 000 milliards de dollars*. Nous estimons donc qu'une augmentation massive du NAB serait nécessaire afin de permettre au FMI d'assumer une véritable fonction de provision de liquidité.

Le FMI disposerait ainsi d'un droit prédéfini de tirage sur les trésors ou les banques centrales nationales(17). Il est aussi possible d'imaginer d'autoriser le FMI à emprunter sur les marchés financiers. Les obligations du FMI étant garanties par les États, elles bénéficieront de la meilleure notation possible. Autoriser le FMI à emprunter permettrait de lever des fonds en temps de crise, de fournir aux investisseurs des actifs de réserve à un moment où ils en ont besoin, et de redistribuer la liquidité aux pays en crise.

Il est cependant probable que le système monétaire international nécessitera une augmentation de la liquidité nette en monnaie de réserve en temps de crise, ce qui obligera à activer les lignes de crédit auprès des banques centrales concernées.

(17) À la différence des accords de « swap » multilatéralisés, avec le NAB, les banques centrales des pays fournisseurs de liquidité ne recevraient pas de contrepartie en devise étrangère.

Enfin, pour les mêmes raisons que celles évoquées ci-dessus, il faudra réfléchir dans un tel système au mode de compensation du FMI pour la couverture assuran-cielle fournie. De même que pour le système de swap décrit plus haut, cette compensation s'apparente à la collecte d'une prime d'assurance[18]. À la différence du système précédent, la centralisation de cette couverture par le FMI permet de simplifier et de coordonner le système monétaire international.

Dans la mesure où des « primes d'assurance » sont collectées, se pose la question de la manière dont elles sont investies. On pourrait imaginer un portefeuille constitué en partie de titres de dette publique et en partie de positions diversifiées dans d'autres classes d'actifs. Ainsi, le FMI pourrait fournir, outre un service d'assurance efficace avec accès contingent à la liquidité des banques centrales nationales en temps de crise, un service de transformation de liquidité et de maturité au niveau mondial, avec pour bénéfice des rendements financiers supérieurs à ceux des réserves utilisées pour l'auto-assurance.

On peut imaginer qu'un pays désirant bénéficier d'une ligne de crédit plus importante devrait concéder en retour un droit de tirage plus important, payer une prime d'assurance plus élevée et/ou contribuer à hauteur plus importante à la garantie des obligations du FMI si celui-ci était autorisé à emprunter sur les marchés financiers.

### Proposition 3

Renforcer et élargir les facilités du FMI du type « *flexible credit lines* » (FCL), « *precautionary credit lines* » (PCL) et « *global stabilization mechanism* » (GSM), et étendre les mécanismes de financement du FMI du type « *New Arrangement to Borrow* » (NAB). À ces NAB, il sera aussi souhaitable d'ajouter la possibilité pour le FMI d'emprunter directement sur les marchés.

Comme dans tout mécanisme d'assurance, nous rappelons qu'il est important de contenir le risque d'aléa moral. Il convient donc d'associer à ce système un mécanisme de surveillance et de régulation dont nous décrivons certains éléments dans la section 3.5.

Un tel mécanisme d'assurance est plus efficace que l'auto-assurance. Il permet de mettre en place une meilleure assurance. Il permet une utilisation plus économe des actifs sûrs. Ce faisant, il contribue à soulager le déficit chronique d'actifs sûrs au niveau mondial et de prévenir le cortège d'effets négatifs qui lui sont associés. Il permet une offre d'assurance et de liquidité qui croît naturellement avec le « *fiscal backing* » (capacité fiscale) des États et donc avec l'économie mondiale. Il constitue une réponse possible au dilemme de Triffin.

(18) La FCL prévoit déjà le paiement de frais d'engagement (« *commitment fee* ») qui s'apparentent à une prime d'assurance.

Il est à noter aussi que l'accumulation de réserves de change de nombreux pays émergents, notamment asiatiques, s'est accélérée après la crise financière de 1997. Certains pays touchés par cette crise ont mal vécu les conditions macroéconomiques parfois sévères dont étaient assortis les programmes de stabilisation négociés par le FMI. Afin d'éviter tout recours futur au FMI, ces pays décidèrent d'accumuler des réserves de change suffisantes. Cette évolution est donc exactement *l'inverse* de celle que nous préconisons. Afin de réduire l'instabilité financière globale, il est nécessaire que les pays émergents choisissent d'utiliser les ressources du FMI plutôt que l'auto-assurance. À cette fin, il sera probablement nécessaire d'assortir toute extension des facilités de liquidité du FMI d'une discussion sur la *gouvernance du Fonds*, visant à renforcer le poids des pays émergents parmi l'actionnariat. La réforme récente des quotas, avec une augmentation de 6 % de la représentation des pays émergents va dans cette direction.

### *4.3.3. Mise en commun des réserves*

Enfin, nous pouvons imaginer que le FMI renforce son action aussi du côté de la demande d'actifs de réserve. Pour ce faire, le Fonds pourrait offrir des comptes de dépôts liquides libellés dans les monnaies de réserve, aux pays désireux de participer à un tel système. Ce « *pooling* » des réserves permet naturellement d'implémenter un accès supérieur à la liquidité, similaire en ce sens aux accords existants à une échelle bien plus réduite pour certains groupes de pays (*cf.* l'initiative de Chiang Mai en 2009 : Accord de coopération financière entre les pays de l'ASEAN).

**Proposition 4**

Mettre en place des facilités de dépôt des réserves en devises auprès du FMI (« *reserve pooling* ») qui permettra de fournir une assurance supérieure à l'auto-assurance aux pays participants et accessoirement de recycler les réserves vers des investissements productifs.

En complément des lignes de crédit (NAB), cette dernière proposition permettrait d'augmenter significativement les ressources disponibles auprès du FMI. Qui plus est, il est possible d'envisager que le FMI investisse une partie des dépôts dans un portefeuille constitué en partie de titres de dette publique et en partie de positions diversifiées dans d'autres classes d'actifs. Ainsi, le FMI pourrait fournir un service de transformation de liquidité au niveau mondial, avec pour bénéfice des rendements financiers supérieurs à ceux des réserves utilisées pour l'auto-assurance. Cette fonction de transformation de liquidité est similaire à celle d'une banque classique qui transforme des prêts non liquides en dépôts liquides, les lignes de crédit sur les banques centrales (NAB) servant à garantir la liquidité des dépôts.

Du point de vue des pays participant à ce programme de « *pooling* » de réserves, les avantages sont immédiats : accès accru à la liquidité lors des crises, rendement supérieur des réserves en dépôt auprès du FMI comparé au rendement de celles utilisées pour l'auto-assurance. Enfin, du point de vue systémique, la transformation de la maturité vient réduire la demande nette d'actifs sûrs, contribuant à renforcer encore la stabilité financière globale.

### *4.3.4. Quel rôle pour le DTS ?*

De nombreuses discussions récentes concernant la réforme du système monétaire international mettent en avant le rôle possible des DTS et leur possible émergence comme monnaie de réserve (Camdessus, Lamfalussy et Padoa-Schioppa, 2011). Ces débats se sont intensifiés suite aux déclarations du gouverneur Zhou en faveur de l'émergence du DTS comme monnaie internationale (Zhou, 2009).

Notre analyse nous conduit à des conclusions différentes, et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, il nous paraît difficile d'envisager la création d'une monnaie de réserve internationale *déconnectée des nations*. Un aspect fondamental de toute monnaie de réserve tient à la capacité fiscale du pays qui en contrôle l'émission, à la liquidité et fiabilité du marché de ses bons du Trésor. Envisager une monnaie de réserve internationale sans ce « *fiscal backing* » est donc impensable. Une monnaie internationale émise par le FMI nécessite donc un recours explicite auprès des trésors publics nationaux.

En deuxième lieu, il est encore plus difficile d'envisager le retour vers un *ancrage* du système monétaire international. Les autorités monétaires de différents pays ont à faire face à des environnements macroéconomiques et financiers extrêmement différents. La théorie économique indique que la flexibilité des taux de change nominaux représente une dimension importante des ajustements nécessaires lorsque les chocs sont asymétriques (par exemple, lorsqu'un pays connaît une récession isolée, ou un choc démographique). Le taux de change absorbe alors une partie des chocs. Au contraire, la flexibilité des changes est inutile, voire contreproductive, lorsque les chocs sont communs (par exemple, lors d'une augmentation forte des prix de matières premières, ou bien au plus fort de la crise financière récente), puisqu'il faut alors éviter les politiques prédatrices de chacun pour soi (« *beggar-thy-neighbor* ») cherchant à exploiter le taux de change au détriment de ses partenaires commerciaux.

Imposer un ancrage monétaire revient à limiter la marge de manœuvre des autorités monétaires dans le premier cas de figure, et ce afin d'éviter des réponses inadaptées dans le second. Il s'agit donc d'un déplacement des objectifs internes de la politique monétaire (stabilité des prix, croissance, et stabilité financière) au profit d'objectifs externes (la valeur de la monnaie).

La théorie économique identifie certaines conditions sous lesquelles ce déplacement peut être souhaitable (*cf.* Mundell, 1961, et la littérature

sur les zones monétaires optimales) : les chocs communs doivent être les plus fréquents, les facteurs de production (travailleurs et capital) doivent pouvoir circuler librement entre nations et des transferts fiscaux doivent s'effectuer. Il est évident que ces conditions ne sont pas remplies à l'échelle de l'économie mondiale.

Il ressort de cette discussion que les monnaies nationales devraient donc coexister avec la monnaie internationale quelle qu'elle soit, sur une base de changes flexibles[19].

Ceci pose deux problèmes immédiats. Tout d'abord, il faudrait penser les conditions sous lesquelles les autorités fiscales nationales seraient en mesure de garantir à la fois la contre-valeur de la monnaie domestique, ainsi que leur quote-part de la monnaie internationale. Il n'est pas évident qu'il soit possible de juxtaposer les deux mandats à tout instant. Ensuite, avec des changes flottants, le DTS, constitué comme un panier de monnaies, devient un actif risqué puisque la demande ultime s'exprimera en termes de dollars, yuans, euros… La question se pose donc de savoir qui porte le risque de change qui en résulte (*cf.* les discussions sur les comptes de substitution). Aucune réponse *satisfaisante* n'a pu être apportée à ce jour à ces questions.

Enfin, le DTS en l'état actuel n'est qu'une proto-monnaie, une unité de compte pour des transactions très limitées entre banques centrales. En faire une véritable monnaie mondiale supposerait de surmonter des obstacles considérables : étendre sa circulation, développer son utilisation dans les transactions commerciales, développer des marchés liquides en DTS, donner au FMI la possibilité d'émettre rapidement et sous son autorité des DTS afin de jouer un rôle de prêteur en dernier ressort en DTS.

Si, comme nous le croyons, le problème essentiel du système monétaire international tient à la provision contingente de liquidité en période de crise et à la demande d'assurance, l'extension de l'usage des DTS n'est ni nécessaire, ni suffisante. Il est possible de maintenir leur usage actuel en tant qu'outil de financement du FMI et d'attribution de liquidité. Mais ce financement pourrait aussi se faire par d'autres mécanismes du type NAB, PCL, FCL et GSM. Par ailleurs, deux caractéristiques du fonctionnement actuel des DTS (qu'il serait bien sûr possible de modifier) – leur caractère non contingent et leur absence de conditionnalité – en font des instruments moins flexibles que ces mécanismes alternatifs.

En d'autres termes, si les facteurs à l'origine de l'instabilité du système monétaire international tiennent principalement à la *pénurie d'actifs de réserve*, alors ils ont très peu de choses à voir avec des problèmes de *coordination monétaire*. Il en résulte que la solution n'est pas liée à l'émergence d'une monnaie internationale.

(19) Les propositions d'ancrage par rapport à un taux de change dit « d'équilibre », qui pourrait varier avec les conditions nationales, ne sont pas réalistes non plus. Il nécessite la détermination de cette valeur d'équilibre. D'un point de vue opérationnel, il s'agit d'un exercice difficile et imparfaitement maîtrisé.

Il est possible néanmoins d'envisager un rôle *limité* pour le DTS sur les marchés privés. Dans la mesure où le DTS serait étendu au yuan, l'émission de DTS permet aux investisseurs privés de détenir implicitement une position longue en yuans. Ceci peut-être avantageux, surtout si le compte financier chinois n'est pas encore ouvert. L'émission d'obligations en DTS – par le FMI, par exemple – permettrait donc d'accélérer la transition vers un monde multipolaire.

Dans cette perspective, il est possible de proposer : l'entrée du yuan dans le DTS et l'émergence d'un marché privé du DTS, avec possible émission de dette libellée en DTS par le FMI. Nous insistons toutefois sur le fait que cette option n'est ni nécessaire ni suffisante pour la stabilisation du système monétaire international.

Pour conclure, notre analyse indique donc que la réforme du système monétaire international ne devrait pas passer par une redéfinition de l'ancrage monétaire. La coordination des politiques de change peut se faire après coup, lorsque les intérêts des parties sont alignés (*cf*. Accords du Louvre et du Plaza). Il paraît très difficile de définir un cadre systématique et précis *ex ante*[20].

### *4.3.5. Instruments pour limiter l'aléa moral*

Nos trois propositions – pérennisation des « swaps » bilatéraux, droits de tirage via le FMI et mise en commun des réserves – conduisent à une augmentation des problèmes d'aléa moral. Il faut donc ajouter un mécanisme de sélection, de surveillance et de régulation. Ceci suppose un effort de collecte d'informations et d'analyses, ainsi qu'un mécanisme de corrections ou de sanctions. Il paraît naturel de confier ces fonctions au FMI, potentiellement en coordination avec la Banque des règlements internationaux (BRI).

Une question difficile est le réglage du curseur entre un système avec des critères explicites et des sanctions mécaniques et un système plus discrétionnaire. Les avantages d'un système explicite et mécanique sont la prévisibilité et la responsabilité le rendant de fait moins sujet aux manipulations. L'inconvénient principal en est la rigidité. En effet, l'aléa moral se manifeste sous des formes variées et le risque d'un pays est difficilement réductible à une liste immuable de critères quantitatifs.

Une piste pour un mécanisme de sanctions et de corrections serait un système de bonus-malus. Un pays qui prendrait trop de risques se verrait ainsi pénalisé. Les sanctions pourraient porter sur :

- les critères de qualifications de manière à ajuster les montants des lignes de crédit ;
- les niveaux de conditionnalité ;
- le niveau des primes d'assurances ;
- la séniorité des lignes de crédit.

(20) Un tel cadre supposerait par ailleurs probablement une remise en cause partielle de l'indépendance des banques centrales. Cette évolution ne nous paraît pas souhaitable.

Les secteurs financiers des pays assurés pourraient être tentés de ne pas couvrir suffisamment leurs risques de financement en monnaie étrangère puisqu'ils seraient mieux assurés contre le risque de liquidité. Rappelons que dans la crise récente la pénurie de dollars sur les marchés européens a été une source de tension majeure sur les marchés interbancaires et les marchés des changes.

Il paraît donc nécessaire d'acquérir des données à intervalles réguliers (semi-annuel, voire trimestriel) sur les risques de financement par pays. L'indicateur adéquat semble devoir être construit selon le modèle des indices élaborés par la BRI pour suivre la pénurie de dollars dans le système bancaire (voir McGuire et Von Peter, 2009 et Fender et McGuire, 2010). Il consiste à estimer le risque encouru par les banques qui se financent (en partie à court terme) dans une monnaie étrangère et investissent (en partie à long terme) dans une autre monnaie ou dans la même monnaie étrangère. La pénurie de dollars des banques européennes, par exemple, est définie comme la différence entre leurs actifs en dollars à longues maturités et leurs besoins de financement court terme en dollar.

En pratique, cet indicateur, que nous baptiserons *indicateur de risque de financement international* est difficile à construire avec précision car les données collectées par les banques centrales nationales ne présentent pas de décomposition du bilan des banques par monnaies et maturité mais seulement par monnaie et type de contrepartie, ce qui est une approximation très imparfaite de la maturité. En outre, les données recueillies ne contiennent pas d'indications sur les encours de produits dérivés (tels que les marchés de swaps de change « *forex swaps* ») ou plus généralement sur le hors-bilan, ni sur les positions du secteur financier non bancaire (fonds spéculatifs). Sans bonne mesure, il n'est pas possible d'observer avec précision la montée des déséquilibres financiers. Il serait donc souhaitable de remédier le plus rapidement possible à ces problèmes de collecte de données.

Basés en particulier sur ces indicateurs, des critères de qualification pourraient alors être établis. Des mécanismes de corrections et de sanctions lorsque les déséquilibres financiers deviendraient trop importants pourraient combiner communication avec les superviseurs nationaux ou régionaux ou avec les marchés, pression des pairs, conditionnalités, réductions de la fourniture de liquidité, augmentation des taux d'intérêt ou des exigences de collatéral de ces accords en direction du pays visé.

### *4.3.6. Applicabilité des propositions de réforme*

Nos trois propositions pour améliorer la provision de liquidité internationale en temps de crise – pérennisation des swaps bilatéraux, droits de tirage via le FMI et mise en commun des réserves – sont applicables quelles que soient les phases du système monétaire international et les diagnostics de la crise.

Que le monde soit unipolaire ou multipolaire, nos propositions contribuent à « gérer » la provision de liquidité. Un système monétaire interna-

tional plus multipolaire implique que les monnaies importantes sont plus substituables dans les portefeuilles des investisseurs publics et privés. Nous avons décrit comment cette substitution renforce l'instabilité d'un système multipolaire qui pourrait être soumis à des phénomènes de « *sudden stops* ». Nos propositions contribuent à limiter ce risque.

Parallèlement, dans un monde multipolaire, nos propositions d'augmenter l'offre d'actifs sûrs en développant des obligations européennes avec co-garanties ou en favorisant le développement financier des pays émergents ainsi que la convertibilité de leur monnaie seraient également bénéfiques. En effet, dans le long terme, elles contribueraient à améliorer la liquidité des différentes zones monétaires et à décroître les effets-prix liés aux mouvements de capitaux.

De même, il est possible d'attribuer la faiblesse des taux d'intérêt réels non pas à un excès de demande pour les actifs sûrs, mais à une prise de risque excessive accompagnée de phénomènes d'emballement des flux de capitaux (« *capital flow bonanzas* » selon la terminologie de Reinhart et Rogoff, 2010 et Reinhart et Reinhart, 2008). Ces capitaux s'investissent dans toutes les catégories d'actifs – pas seulement dans les actifs sûrs. Ils poussent les prix des actifs à la hausse, compriment les primes de risque, mettent les secteurs financiers sous pression et se tarissent brutalement en causant des crises financières. Améliorer la provision internationale de liquidité renforce la stabilité du système, en diminuant la fréquence et en limitant les conséquences de tels « *sudden-stops* ». C'est ainsi que nos propositions rejoignent certaines des propositions discutées dans Portes (2010) ou Obstfeld (2010).

## 5. Le compte financier des pays émergents

Le consensus des années 2000 selon lequel il suffisait de poursuivre une politique monétaire de stabilité des prix, sans considération directe pour les fluctuations des taux de change, a volé en éclats avec la crise financière et les revirements brutaux des flux de capitaux vers les pays émergents qui en ont résulté. Nombreux sont les pays qui essaient maintenant de prévenir une appréciation trop rapide de leur monnaie en imposant des contrôles de capitaux, ou bien en intervenant directement sur les marchés des changes.

L'évolution sur ces questions est très sensible puisque des institutions telles que le FMI reconnaissent désormais le bien-fondé de *contrôles ciblés et temporaires*, en particulier lors de phase d'emballement des flux de capitaux (Ostry et *al*., 2010). À côté de ces problèmes de volatilité excessive des flux de capitaux, se pose également la question des ajustements externes alors que l'économie mondiale se trouve toujours coincée dans une trappe à liquidité.

Les flux de capitaux n'ont pas uniquement une influence sur le compte-courant, ils influencent aussi la fragilité de la structure de bilan externe des pays. Il est donc important d'analyser les conséquences de flux de capitaux sur les bilans des intermédiaires financiers et des pays.

### 5.1. Emballement des flux de capitaux

Lorsque la liquidité internationale est abondante, les flux de capitaux vers les marchés émergents sont massifs et sont susceptibles de se renverser brutalement. De tels influx de « *hot money* » sont potentiellement générateurs d'instabilité financière et macroéconomique.

Ainsi, ces épisodes peuvent donner lieu à la formation de bulles spéculatives. Ces bulles sont par nature fragiles. Leur explosion peut déstabiliser les bilans des intermédiaires financiers et des entreprises. On assiste aussi souvent à l'accumulation de déséquilibres sur la liquidité, la maturité – « *maturity mismatches* » – ou la devise de dénomination – « *currency mismatches* » – des bilans. Ces phénomènes sont d'autant plus déstabilisateurs que les systèmes financiers des pays émergents sont peu développés.

Ces flux massifs de capitaux conduisent aussi souvent à une appréciation excessive du taux de change des économies concernées, grevant ainsi la compétitivité du secteur échangeable et, en particulier, du secteur manufacturier.

### 5.2. Options de politique économique et restrictions temporaires du compte financier

Plusieurs options de politique économique sont envisageables pour gérer ces déséquilibres, et doivent être adaptées en fonction de circonstances particulières : le type de flux de capital, le degré d'ouverture financière initial du pays concerné, sa structure administrative et ses engagements internationaux. Il faut associer des leviers macroéconomiques aux leviers prudentiels. Les mesures prudentielles sont plus ciblées, ce qui constitue à la fois leur force et leur faiblesse dans la mesure où elles sont plus facilement contournées. Les contrôles de capitaux peuvent faire partie du « *policy mix* ». Leur incidence multilatérale explicite – par nature, ils reposent sur des discriminations directes en fonction du pays d'origine ou de résidence des acteurs – en fait des instruments particulièrement délicats[21]. Il faut éviter qu'ils soient utilisés comme une excuse pour mettre en place une forme de répression financière en protégeant artificiellement les secteurs financiers domestiques de la compétition internationale.

Tout d'abord, il est possible de gérer ces emballements de flux de capitaux par des politiques macroéconomiques. Une manière de lutter contre l'appréciation excessive du taux de change est d'intervenir sur le marché des changes. Ceci conduit à l'accumulation de réserves de changes qui pourront être utilisées pour défendre la monnaie dans la phase de retournement des flux de capitaux.

(21) Sur le plus long terme, le *développement de marchés obligataires en monnaie locale* peut contribuer à limiter l'apparition de « *currency mismatches* » et à consolider la stabilité financière. De ce point de vue, il y a beaucoup à apprendre de l'expérience du Brésil qui a réussi à réduire sa dépendance au dollar en développant les marchés financiers en real. Notons que nous avions déjà fait cette proposition pour améliorer la stabilité du système monétaire international dans les sections 2 et 3 de ce rapport.

En pratique, ces interventions de change sont souvent stérilisées, dans une tentative de contenir les tensions inflationnistes qui résulterait de l'accroissement de la masse monétaire. Mais les limites de la stérilisation sont bien connues. Les autorités sont alors confrontées à un dilemme symptomatique d'une perte de contrôle monétaire : augmenter les taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation peut contribuer à renforcer les influx de capitaux en renforçant l'attractivité du « *carry trade* » (stratégie financière consistant à emprunter les monnaies dont le taux d'intérêt est faible pour placer dans les monnaies dont le taux d'intérêt est plus élevé). De la même façon, l'accumulation sans fin de réserves est coûteuse puisqu'elle immobilise des ressources.

Il est alors possible de mener une politique macroéconomique de restriction budgétaire, doublée d'une baisse de taux d'intérêt. Mais cette option peut se révéler coûteuse, inefficace ou difficile à implémenter à court terme.

Il peut alors être préférable pour les marchés émergents de chercher à imposer des *contrôles de capitaux* temporaires *sur les flux entrants.*

Ces politiques macroéconomiques ne peuvent se substituer à la mise en place de mesures prudentielles. Tout d'abord, il est nécessaire de renforcer la *régulation prudentielle* dans les pays receveurs de flux de capitaux[22]. Sont envisageables, par exemple :

- la constitution de dépôts non rémunérés auprès de la Banque centrale en proportion de tout emprunt d'origine étrangère ou « *unremunerated reserve requirements* » qui peuvent être ajustés en fonction de la maturité de l'emprunt ;
- l'imposition de réserves ou de limites sur le levier sur les positions de change ;
- la taxation de tout élément de passif libellé en devise étrangère ;
- le provisionnement dynamique des pertes potentielles en cas de changement abrupt des conditions de financement.

Les mesures habituelles visant à éviter l'emballement du crédit peuvent également être utilisées, comme par exemple l'imposition de limites sur les ratios « *loan-to-value* » ou « *debt service to income* » (exigeant des emprunteurs plus d'apport ou une proportionnalité plus grande entre leurs revenus et les mensualités de remboursement)[23].

(22) La régulation prudentielle des intermédiaires financiers *dans les pays exportateurs de capital* est également importante. Toutefois, elle n'est pas, par définition, du ressort des pays receveurs de capitaux. Les régulateurs et superviseurs de pays exportateurs de capitaux doivent prévenir une prise de risque transfrontalière de leurs intermédiaires financiers excessivement concentrée dans certains secteurs ou marchés. Les outils à leur disposition sont, par exemple, un *accroissement des réserves obligatoires, ou des exigences de capital liées aux investissements concernés.*

(23) On peut aussi envisager la mise en place de mesures prudentielles pour protéger les consommateurs. On peut ainsi, par exemple, veiller à limiter les possibilités pour les consommateurs de contracter des emprunts immobiliers en monnaie étrangère.

Si ces options sont difficilement praticables ou insuffisantes, on peut envisager d'imposer des restrictions temporaires sur les flux de capitaux entrants.

### 5.3. Y a-t-il une nécessité de surveillance multilatérale ?

Pour les raisons mentionnées ci-dessus, l'impact des flux de capitaux ne se limite pas au compte-courant. Il est donc naturel de renforcer la surveillance de ces déséquilibres au niveau du compte financier. Cette surveillance devrait aller de pair avec la mise en place d'*indicateurs de risque de financement international* au FMI ou à la BRI.

L'amélioration, l'approfondissement, l'uniformisation et la coordination internationale de la surveillance prudentielle des institutions financières internationales devraient également permettre de freiner les afflux de « *hot money* » et de contenir les effets de leur renversement. On pourrait s'appuyer sur les discussions et travaux sous-tendant les accords de Bâle III et les décisions du *Financial Stability Board*.

**Proposition 5**

Étendre le mandat du FMI au compte financier et améliorer la coopération en matière de régulation financière.

### 5.4. Efficacité des contrôles de capitaux

Les instruments de contrôle des capitaux sont multiples et leur efficacité est difficile à estimer. Elle dépend en particulier de leur capacité administrative à implémenter les mesures et à empêcher les marchés de les circonvenir au cours du temps, ainsi que du degré initial d'ouverture du compte financier. L'évidence en faveur de leur efficacité à réduire les flux de capitaux entrants agrégés est faible. Il semble néanmoins que lors de périodes d'augmentations massives de flux de capitaux, les pays ayant mis en place de fortes restrictions sur leur compte financier réussissent à diminuer le montant des flux entrants (voir Cardarelli et *al*., 2007). Plusieurs études montrent également la capacité des contrôles de capitaux à altérer la composition des flux, en allongeant leur maturité ou encore à permettre une plus grande autonomie des politiques monétaires (voir notamment Ostry et *al*., 2010, pour une excellente synthèse).

Les contrôles de capitaux sont parfois substituables aux instruments prudentiels. Ils peuvent être plus efficaces que ces derniers si une partie importante des flux de capitaux n'est pas « intermédiée » par le secteur bancaire.

### 5.5. Problèmes d'ajustement externe[24]

Après avoir examiné les phénomènes d'emballement des flux de capitaux à court terme, nous nous interessons maintenant aux problèmes d'ajustement à moyen terme.

Les déficits du compte-courant peuvent avoir des causes économiques fondamentales. Par exemple, des termes de l'échange temporairement défavorables ou des perspectives de croissance fortes entraînent un taux d'épargne faible. De la même façon, des rendements élevés du capital favorisent un fort taux d'investissement. Les déficits du compte-courant peuvent également s'expliquer par des distorsions économiques locales : politique budgétaire irresponsable, régulation financière trop molle, etc.

Les surplus du compte-courant peuvent avoir des causes économiques symétriques. Par exemple, un vieillissement démographique favorise un taux d'épargne élevé. De même, des rendements faibles du capital entraînent un taux d'investissement faible. Ils peuvent aussi se justifier en cas d'externalités positives associées au développement d'un secteur des biens échangeables, favorisant une stratégie de croissance par l'exportation. Des distorsions économiques locales pouvant également intervenir : infrastructures de protection sociale limitées ou déficientes, mauvaise gouvernance des entreprises locales, secteur financier domestique inefficace limitant les possibilités d'investissement, etc.

Il faut aussi garder à l'esprit une asymétrie fondamentale entre les déficits et les surplus. La discipline des marchés agit comme une force de stabilisation et de correction des déficits. Cette force de rappel n'a pas d'équivalent pour les surplus.

Ainsi, des déficits ou surplus importants et persistants de la balance courante peuvent avoir lieu pour des raisons très diverses. S'ils reflètent des forces économiques fondamentales, alors il n'y a *a priori* aucune raison de mettre en place des politiques pour les réduire, sauf dans certaines circonstances que nous explicitons ci-dessous. S'ils reflètent des distorsions économiques à l'échelle du pays, la meilleure politique est de corriger ces distorsions. Cela ne nécessite, en principe, aucune coordination internationale. Les distorsions peuvent également être liées à des facteurs internationaux. Il en va ainsi des excédents du compte-courant liés à l'autoassurance par l'accumulation inefficace de réserves (voir nos sections 2 et 3) ; la solution est alors à chercher du côté de nos propositions en section 4.

Ces réflexions suggèrent plusieurs choses. D'une part, des restrictions *a priori* sur la *taille* des déficits ou surplus sont rarement opportunes. D'autre part, il peut, dans certains cas, être difficile de faire la différence entre causes fondamentales et distorsions. Mais surtout, en l'absence d'externalité claire, chaque pays devant gérer son compte-courant, il est difficile d'invoquer un rôle pour une surveillance ou une coordination multilatérale.

(24) Nous remercions particulièrement Olivier Blanchard pour des discussions très utiles sur ce sujet.

Dans quels cas existe-t-il des externalités justifiant une solution coordonnée au niveau international ? Nous pouvons identifier plusieurs cas :

- externalité de type systémique ;
- trappe à liquidité et faiblesse de la demande agrégée ;
- distorsion de la compétition internationale ;
- problèmes d'ajustement au sein d'une union monétaire.

Nous développerons les deux premiers.

De la même façon qu'une banque de grande taille ou une banque très interconnectée peut engendrer un risque systémique, un grand pays ou un pays clé dans le processus d'intermédiation mondial peut être à l'origine d'externalités systémiques en laissant se développer des déséquilibres externes importants. Dans la mesure où ils ne sont pas pris en compte au niveau du pays concerné, ces effets externes justifient une solution coordonnée au niveau international. Nous rejoignons ici les problématiques de stabilité financière, abondamment discutées *supra*. Nos propositions pour garantir la stabilité financière du système monétaire international semblent encore une fois appropriées(25).

En temps normal, les déficits et surplus des balances courantes des pays n'affectent pas les autres économies. Lorsque les pays utilisent des cibles d'inflation, par exemple, les taux d'intérêt et les taux de change s'ajustent pour que la production soit à son potentiel. En revanche, si le taux d'intérêt des autres pays ne peut pas s'ajuster – comme c'est le cas dans une situation de trappe à liquidité –, alors les surplus des balances courantes d'un pays conduisent à une demande agrégée trop faible et à une production trop faible dans les autres pays – surtout s'ils ne peuvent utiliser l'arme budgétaire pour stimuler leur demande – et font donc peser une externalité négative sur le reste du monde. Dans ce cas, une appréciation du taux de change réel du pays en surplus et une augmentation de sa demande nationale permettrait une augmentation de la demande et de la production au niveau mondial. Une trappe à liquidité justifie donc plus de coordination des politiques économiques, monétaires et budgétaires entre les pays.

La coordination temporaire des politiques doit se faire sur le mode de la négociation. En effet, il est difficile *a priori* de quantifier l'effort d'ajustement qui devrait être consenti par le ou les pays concernés. Si la réponse est aisée lorsque les surplus trouvent leur origine dans des distorsions économiques – il faut alors pousser à l'élimination de ces distorsions –, elle l'est moins lorsque les surplus sont le reflet de forces économiques fondamentales. Ainsi, même dans les cas où il existe des externalités et où une surveillance et une politique multilatérale se justifient, de simples limites sur la balance courante ne semblent pas appropriées.

(25) Notre *indicateur de risque de financement international* semble aussi utile dans cette situation. Les positions brutes (bilans externes des pays) sont déterminantes. Il est donc particulièrement important de disposer de bonnes données sur les bilans externes des pays au niveau macroéconomique et sur le bilan des intermédiaires financiers, surtout pour les grands pays ou les pays spécialisés dans l'intermédiation financière. Lorsqu'un problème est détecté, les régulateurs nationaux doivent être alertés.

### 5.6. Ouverture structurelle graduée du compte financier des pays émergents pour augmenter l'offre mondiale d'actifs de réserve

Comme nous l'avons décrit dans les sections précédentes, il est souhaitable d'augmenter l'offre d'actifs de réserve au niveau mondial. Dans cette optique, nous avons déjà mentionné que le développement et l'ouverture des marchés financiers locaux dans les pays émergents sont désirables. Il s'agit ici d'*ouverture structurelle du compte de capital*, et ceci ne s'oppose donc en rien aux mesures temporaires de contrôle des capitaux que nous avons évoquées plus haut.

De même, l'ouverture graduée et ciblée du compte financier chinois, par exemple, pour garantir la convertibilité du yuan serait désirable. Il est à noter que les mesures récentes, comme le « *Supplementary Memorandum of Cooperation on the Expansion of the RMB Trade Settlement Scheme* » de juillet 2010, vont contribuer à accroître la circulation du yuan en dehors des frontières chinoises. Charles Li, Chairman du Hong Kong Stock Exchange et avocat de l'internationalisation du yuan, prédit que la monnaie chinoise deviendra un instrument de règlement du commerce international dans les cinq à dix ans[26]. Le développement du marché obligataire en yuans sera également une condition *sine qua non* pour permettre au yuan d'atteindre une stature plus internationale et contribuer ainsi à accroître la stabilité du système monétaire international et à transférer une partie des privilèges des monnaies internationales vers la Chine.

(26) *Cf.* http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/speech/2010/sp100920.htm

## Références bibliographiques


Aiyagari R.S. (1994) : « Uninsured Idiosyncratic Risk and Aggregate Saving », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 109, n° 3.

Aiyagari R.S. (1995) : « Optimal Capital Income Taxation with Incomplete Markets, Borrowing Constraints, and Constant Discounting », *Journal of Political Economy*, vol. 103, n° 6, décembre, pp. 1158-75.

Aizenman J., Y. Jinjarak et D. Park (2010) : « International Reserves and Swap Lines: Substitutes or Complements », *NBER Working Paper*, n° 15804.

Allen W.A. et R. Moessner (2010) : « Central Bank Cooperation and International Liquidity in the Financial Crisis of 2008-2009 », *BIS Working Paper*, n° 310.

Bénassy-Quéré A., B. Mojon et A-D. Schor (1998) : « The International Role of the Euro », *CEPII Working Paper*, n° 1998-03.

Blanchard O., H. Faruqee et M. Das (2010) : « The Impact Effect of the Crisis on Emerging Market Countries », Communication lors de la Conférence IMF-BDE-PS, 22 janvier.

Blanchard O.J., F. Has et D. Mitali (2010) : « The Initial Impact of the Crisis on Emerging Market Countries », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 41, n° 2, pp. 263-307.

Caballero R.J. (2009) : *The 'Other' Imbalance and the Financial Crisis*, Miméo, Bank of Italy's Pablo Baffi's Lecture.

Caballero R.J., E. Farhi et P-O. Gourinchas (2008a) : « An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rate », *American Economic Review*, vol. 98, n° 1, pp. 358-93.

Caballero R.J., E. Farhi et P-O. Gourinchas (2008b) : « Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances », *NBER Working Paper*, n° 14521, décembre.

Caballero R.J. et A. Krishnamurthy (2009) : « Global Imbalances and Financial Fragility », *American Economic Review*, vol. 99, n° 2.

Camdessus M., A. Lamfalussy et T. Padoa-Schioppa (2011) : *La réforme du système monétaire international : une approche coopérative pour le vingt-et-unième siècle*, Rapport, Initiative du Palais Royal.

Cardarelli R., S. Eleckdag et A. Kose (2007) : « Managing Large Capital Inflow », *World Economic Outlook*, octobre.
Disponible sur http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/pdf/c3.pdf

Chinn M.D. et J.A. Frankel (2005) : « Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? », *NBER Working Paper*, n° WP 11510.

Chinn M.D. et J.A. Frankel (2008) : « The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency », *NBER Working Paper*, n° 13909, avril.

Delpla J. et J. von Weizsäcker (2010) : « The Blue Bond Proposal », *Bruegel Policy Brief*, 6 mai.

Despres E., W.S. Salant et C.P. Kindleberger (1966) : « The Dollar and World Liquidity: A Minority View », *The Economist*, 5 février.

Eichengreen B. et M. Flandreau (2008) : « The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency? », *NBER Working Paper*, n° 14154, juillet.

Eichengreen B. et M. Flandreau (2010) : « The Federal Reserve, the Bank of England and the Dollar as an International Currency, 1914-39 », *BIS Working Paper*, n° 328.

Farhi E. et J. Tirole (2011) : « Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch, and Systemic Bailout », *American Economic Review*, à paraître.

Fender I. et P. McGuire (2010) : « European Banks US Dollar Funding Pressure », *BIS Quarterly Review*, juin.

Fonds monétaire international (FMI) (2010) : *How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?*, Miméo, Strategy, Policy, and Review Department.

Frankel J.A. et G. Saravelos (2010) : « Are Leading Indicators of Financial Crises Useful for Assessing Country Vulnerability? Evidence from the 2008-09 Global Crisis », *NBER Working Paper*, n° 16047.

Goldberg L. (2010) : « Is the International Role of the Dollar Changing? », *NY Fed Quarterly Review*, vol. 16, n° 1, janvier.

Goldberg L. et C. Kenney et J. Miu (2011) : « Central Bank Dollar Swap Lines and Overseas Dollar Funding Costs », *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, mai.

Goldberg L.S. et C. Tille (2008) : « Macroeconomic Interdependence and the International Role of the Dollar », *NBER Working Paper*, n° 13820.

Gourinchas P-O. et H. Rey (2007a) : « From World Banker to World Venture Capitalist: US External Adjustment and the Exorbitant Privilege » in *G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, Clarida (éd.), University of Chicago Press, pp. 11-55.

Gourinchas P-O. et H. Rey (2007b) : « International Financial Adjustment », *Journal of Political Economy*, vol. 115, n° 4, pp. 665-703.

Gourinchas P-O., H. Rey et N. Govillot (2010) : *Exorbitant Privilege and Exorbitant Duty*, Miméo, University of California.

Holmstrom B. et J. Tirole 1998) : « Private and Public Supply of Liquidity », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 1, février, pp. 1-40.

Jordà O., M. Schularick et A. Taylor (2010) : « Financial Crises, Credit Booms and External Imbalances: 140 Years of Lessons », *NBER Working Paper*, n° WP1657.

Kenen P. (1983) : « The Role of the Dollar as an International Currency », *Occasional Papers*, n° 13, Group of Thirty, New York.

Krishnamurthy A. et A. Vissing Jorgensen (2010) : *The Aggregate Demand for Treasury Debt*, Miméo, Northwestern University.

Leland H. (1968) : « Saving and Uncertainty: The Precautionary Demand for Saving », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 82, n° 3, août.

McCauley R. et P. McGuire (2009) : « Dollar Appreciation in 2008: Safe Haven, Carry Trades, Dollar Shortage and Overhedging », *BIS Quarterly Review*, décembre.

McGuire P. et G. Von Peter (2009) : « The US Dollar Shortage in Global Banking and the International Policy Response », *BIS Working Paper*, n° 291, mars.

Mundell R. (1961) : « A Theory of Optimum Currency Area », *American Economic Review*, vol. 51, n° 4, septembre.

Obstfeld M. (2009) : « Lenders of Last Resort in a Globalized World », *IMES Discussion Paper*, n° 09-E-18. Disponible sur http://www.imes.boj.or.jp

Obstfeld M., J.C. Shambaugh et A.M. Taylor (2009) : « Financial instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008 », *American Economic Review*, vol. 99, n° 2, pp. 480-86.

Ostry J., A. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M.S. Qureshi et D.B.S. Reinhardt (2010) : « Capital Inflows: The Role of Controls », *IMF Staff Position Note*, n° SPN/10/04.

Papaioannou E. et R. Portes (2008) : « The International Role of the Euro: A Status Report », chapitre 3 in *EMU*, European Commission, n° DG-EC/FIN, 2010.

Portes R. (2010) : « Global Imbalance » in *Macroeconomic Stability and Financial Regulation: Key Issues for the G20, 2010*, Dewatripont, Freixas et Portes (eds), CEPR e-Book.

Portes R. et H. Rey (1998) : « The Emergence of the Euro as an International Currency », *Economic Policy, CEPR, CES, MSH*, vol. 13, n° 6.

Reinhart C.M. et V. R. Reinhart (2008) : « Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present », *NBER Working Paper*, n° 14321.

Rose A.K. et M.M. Spiegel (2010) : « Cross-Country Causes and Consequences of the Crisis: An Update », *CEPR Discussion Papers*, n° 7901.

Sandmo A. (1970) : « The Effect of Uncertainty on Saving Decisions », *Review of Economic Studies*, n° 37, pp. 353-360.

Stein J. (2010) : *Monetary Policy as Financial Stability Regulation*, Miméo, Harvard University.

Triffin R. (1960) : *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, Yale University Press, New Haven.

Xiaochuan Z. (2009) : *Reform the International Monetary System*, Miméo People's Bank of China, mai.

Zhou X. (2009) : *Reform the International Monetary System*, Discours, Banque populaire de Chine, Beijing, 24 mai.

# Commentaire

**Benoît Cœuré**
*Directeur général adjoint du Trésor*

Ce rapport est particulièrement important alors que la réforme du Système monétaire international (SMI) occupe une place centrale dans les discussions du G20. Il balaie l'ensemble des questions que soulèvent le fonctionnement actuel du SMI et les défis auxquels il doit et devra faire face. La perspective dans lequel s'inscrivent les deux contributions est bien celle de la présidence française du G20 : il s'agit d'accompagner la transition déjà amorcée vers un monde multipolaire. À un horizon encore incertain, qui pourrait être de dix ou vingt ans, les grands pays émergents joueront un rôle majeur dans l'économie mondiale. Leurs comptes financiers seront ouverts et leurs taux de change seront flottants. Il s'agit d'anticiper au mieux les risques associés à cette configuration nouvelle, mais aussi de se doter dès aujourd'hui des instruments et des institutions qui permettront d'absorber les chocs qui ne manqueront pas de survenir durant la période de transition.

Je suis en accord avec l'essentiel de l'analyse qui est présentée dans les deux textes composant le rapport et notamment avec l'accent mis sur :

- les défis associés à l'émergence d'un SMI multipolaire ;
- le rôle des droits de tirage spéciaux (DTS) et la gestion de la liquidité mondiale ;
- la gestion des mouvements internationaux de capitaux, trois sujets que je développe ci-dessous.

## 1. La perspective de long terme : la stabilité d'un monde multimonétaire

Les deux contributions mettent en évidence l'émergence d'un monde multimonétaire dans lequel le rôle de la zone euro et des grands pays émergents, à commencer par la Chine, serait accru, et le rôle des États-Unis par conséquent diminué. Je partage ce constat, qui appelle deux questions. Un

monde multimonétaire sera-t-il plus stable ? Quels sont les risques associés à la phase de transition ?

L'horizon temporel de ces deux questions n'est évidemment pas le même. La première se posera au mieux à moyen terme tandis que la seconde a un caractère d'urgence – les débats de la fin 2010 sur la « guerre des monnaies » en sont la preuve. Or, les deux rapports discutent essentiellement du fonctionnement d'un monde multipolaire et il m'aurait semblé intéressant de passer plus de temps sur les risques éventuels associés à la phase de transition. Ces risques ne sont évoqués que par Bénassy-Quéré et Pisany-Ferry, tandis que Fahri, Gourinchas et Rey se bornent à conseiller d'« accélérer la phase de transition ».

S'agissant de la question de moyen terme, celle de la stabilité d'un monde multimonétaire, Farhi, Gourinchas et Rey commencent par affirmer qu'un monde multimonétaire sera plus stable et recommandent d'accélérer la transition vers un tel monde. Pourtant, immédiatement après, les auteurs notent que dans un monde multimonétaire, les actifs de réserve seront très substituables et que de faibles évolutions des fondamentaux économiques auront un fort impact sur les décisions d'investissement. Est-il vraiment possible de parler de monde plus stable si on met en évidence le caractère potentiellement volatil des anticipations des investisseurs dans un tel cas ? La réponse ne dépend-elle pas de la nature monétaire ou réelle des chocs, comme l'enseigne le modèle de Poole (1970) ? Ces questions auraient pu être mieux détaillées.

Les deux rapports consacrent ensuite une place importante aux moyens de limiter l'instabilité du monde multimonétaire. Les différentes mesures envisagées dans les deux rapports sont :

- un plaidoyer pour un plus grand flottement des monnaies clés du système international voire, en creux, une plus grande coordination des politiques monétaires ;
- le développement d'instruments de couverture contre le risque de change, notamment par l'essor des marchés de capitaux en monnaie locale ;
- la désincitation à l'accumulation de réserves (notamment en améliorant la fourniture de liquidités en période de crise, idée présente dans les deux rapports et sur laquelle je reviendrai en détail).

Je suis en plein accord avec les deux premières réponses. Le développement des marchés locaux de capitaux dans les pays émergents est, en particulier, un des axes de travail du G20, qui peut donner lieu à des initiatives très concrètes des banques multilatérales de développement. Notons que dans les pays à fort taux d'épargne, ce développement peut aussi améliorer la capacité de mobiliser les financements locaux et contribuer ainsi à réduire les déséquilibres mondiaux.

En revanche, l'idée selon laquelle limiter l'accumulation de réserves de change permettrait de stabiliser un monde multimonétaire paraît naturelle

mais me semble en réalité insuffisamment étayée. De récentes études du Fonds monétaire international (Lim, 2007) suggèrent que les banques centrales des pays émergents ont joué un rôle stabilisant en période de diversification de leurs réserves, en investissant dans les devises qui se dépréciaient. Ce mécanisme est le même que celui du « privilège exorbitant et du devoir exorbitant » décrit par Gourinchas, Rey et Govillot (2010) : le comportement historique des États-Unis consistant à emprunter en dollar et à placer en devises étrangères garantit à ce pays un flux de revenus substantiel du fait de l'écart de rendement entre le dollar et les autres monnaies – sauf en période de crise où les rendements s'effondrent partout sauf aux États-Unis, qui « rendent » ainsi les sommes qui leur ont été transférées et jouent en quelque sorte le rôle d'assureur en dernier ressort du reste du monde. Ce mécanisme d'assurance passe par l'accumulation de réserves de change en dehors des États-Unis. En outre, dans un monde multimonétaire, la plus grande source d'instabilité proviendrait sans doute du comportement des agents privés, qui auraient le choix entre plusieurs actifs très substituables.

Au total, si on peut souhaiter limiter les incitations à l'accumulation de réserves, c'est avant tout pour réduire les déséquilibres des paiements mondiaux, mais cela ne contribuera pas nécessairement à la stabilité du futur monde multimonétaire.

## 2. L'approvisionnement de l'économie mondiale en liquidité et le rôle du DTS

Le DTS, ce panier de monnaies créé en 1969, n'a pas toujours eu bonne presse. Jacques Rueff (1971) le qualifiait de « néant habillé en monnaie » et évoquait le Nathanaël de Gide qui « suit pour se guider une lumière que lui-même tient en main ». C'est qu'il lui faisait surtout grief d'être une monnaie-papier non convertible en or, critique qui aujourd'hui s'applique aussi au dollar. Il est vrai que le DTS n'a cours légal nulle part. Il présente pourtant les trois caractéristiques aristotéliciennes de la monnaie : unité de compte, intermédiaire des échanges et réserve de valeur. Mais dans le cas du DTS, le premier rôle est limité à la sphère publique, le deuxième est très embryonnaire et le troisième se limite pour l'essentiel à permettre aux pays dont la position extérieure est faible de se procurer des moyens de paiement pour répondre à leurs besoins de court terme. Dans le SMI actuel, le DTS est donc d'abord et surtout un vecteur de liquidité.

C'est pour cette raison que je ne partage pas l'analyse de Fahri, Gourinchas et Rey, qui concluent à la quasi-inutilité du DTS tout en reconnaissant l'importance des mécanismes de liquidité.

Selon eux en effet, « le problème principal du SMI tient à la fourniture de liquidité contingente en période de crise et à la demande d'assurance ». Les mêmes auteurs notent également avec raison que dans un monde multipolaire ou le crédit des États-Unis n'est plus ce qu'il était (et le rapport

date d'avant la mise sous surveillance négative par Standard & Poor's de la dette souveraine américaine), le prêteur en dernier ressort dans l'économie mondiale ne peut plus être seulement le Trésor américain, dont la capacité à s'endetter est désormais limitée. Dans le monde multipolaire, la « liquidité externe » internationale, mobilisable à volonté parce que gagée sur des ressources fiscales futures, pour reprendre la cadre analytique de Holmström et Tirole (2011), ne proviendra pas des États-Unis mais de la mise en commun des ressources fiscales de tous les grands pays.

Importance de la liquidité, besoin d'instruments multilatéraux : je partage ce double diagnostic. Or, qu'est-ce que le DTS sinon le vecteur par excellence de la liquidité multilatérale, canalisée et distribuée par le FMI ? Cela légitime un programme de travail promouvant le rôle du DTS et le fonctionnement de son marché. On pourrait par exemple penser à des émissions de DTS « contingents », à vocation temporaire, en cas d'insuffisance avérée de la liquidité mondiale.

Le DTS peut par ailleurs répondre à d'autres insuffisances du SMI. Ainsi, dans la première partie de leur contribution, les auteurs mettent en avant le besoin de « favoriser le développement d'alternatives aux bons du Trésor américain comme actif de réserve privilégié ». Le DTS pourrait en partie jouer ce rôle, auprès des banques centrales du moins, et ce d'autant plus qu'il serait procédé à des allocations régulières. De plus, les auteurs identifient la forte accumulation de réserves, pour des motifs d'assurance, comme un problème majeur pour le SMI. Là encore, des allocations régulières de DTS, sous des conditions à préciser, pourraient en partie répondre à cette préoccupation si les DTS étaient perçus comme un substitut à l'accumulation de réserves.

Je suis en revanche tout à fait en accord avec le besoin, mis en évidence par les deux rapports, de réfléchir à la composition du panier qui constitue le DTS (aujourd'hui composé du dollar, de l'euro, de la livre sterling et du yen) et notamment de préciser les conditions d'intégration du yuan.

Pour revenir plus en détail sur la fourniture de liquidité en période de crise, les pistes identifiées dans le rapport de Fahri, Gourinchas et Rey sont tout à fait pertinentes.

Le FMI a indéniablement une contribution importante à apporter pour répondre aux crises de liquidité, compte tenu de son mandat, de sa capacité à mutualiser les ressources, à partager les risques, à surveiller les potentiels bénéficiaires et à suivre efficacement le soutien financier accordé. La modernisation des instruments (avec notamment la création de la ligne de crédit flexible ou *FCL* et de la ligne de crédit de précaution ou *PCL*) et le triplement des ressources de l'institution décidés au Sommet de Londres en avril 2009 ont significativement renforcé les filets de sécurité financiers mondiaux. Ce travail doit maintenant être achevé et je voudrais signaler ici deux pistes de réflexion complémentaires de celles de Fahri, Gourinchas et Rey :

- l'articulation entre les instruments d'intervention du FMI et ceux dont disposent les banques centrales au travers des accords d'échange de devises (*foreign currency swaps*) signés par les banques centrales qui émettent les monnaies de réserve, comme la Fed et la BCE. Les auteurs mentionnent les deux types d'instruments mais vont tout de suite à un objectif sans doute peu réaliste pour des raisons institutionnelles, la réunion de toutes les lignes de *swaps* sous l'égide du FMI, sans se demander quelles pourraient être les règles d'emploi respectives des facilités du FMI et des lignes de *swaps* ;
- les conséquences de l'émergence récente d'arrangements financiers régionaux, en particulier en Europe (la Facilité européenne de stabilité financière créée en 2010 et le Mécanisme européen de stabilité qui le remplacera en 2013) et en Asie (l'« initiative de Chiang Mai multilatéralisée » ou CMI-M mise en place par les pays de l'ASEAN + 3), qui constitue une évolution majeure du système monétaire international.

L'enjeu est d'assurer une bonne articulation « horizontale » et « verticale » de ces instruments – complémentarité de l'emploi des instruments, conditionnalité, tarification… –, dans le respect du mandat respectif des différentes institutions, de l'indépendance des banques centrales et de la souveraineté des États qui sont partie aux accords régionaux.

## 3. La gestion des mouvements internationaux de capitaux

Le rapport d'Agnès Bénassy-Quéré et Jean Pisani-Ferry, et celui d'Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey, présentent à ce niveau un panorama voisin de celui qu'a présenté le FMI (2010 et 2011).

Les deux rapports s'interrogent sur les bienfaits de libéralisation du compte financier de la balance des paiements, ainsi que de l'ouverture financière, mais sans vraiment faire la différence entre ces deux notions, différence pourtant instructive. En effet, là où la libéralisation du compte financier peut se mesurer au travers d'un indicateur synthétique comme celui de Chinn et Ito (2008) qui résume l'état de la régulation *de jure*, l'ouverture financière est davantage un résultat *de facto* et peut se mesurer comme la somme des actifs et passifs externes d'un pays (rapportée au PIB). Ainsi, un pays peut ne pas libéraliser son compte financier et voir son ouverture financière progresser, parce que ses contrôles de capitaux deviennent poreux, éventualité qui doit être prise en compte si l'on en juge par le niveau record des flux de capitaux vers la Chine en 2010, et par les récentes corrections statistiques des autorités chinoises qui les ont conduit à revoir à la hausse leurs estimations initiales de ces entrées de capitaux. Or, quand les deux rapports parlent d'ouverture financière, ils parlent en réalité de degré de libéralisation du compte financier.

La raison pour laquelle on peut, je crois, être optimiste sur la poursuite de l'ouverture du compte financier de la balance des paiements des pays émergents est liée à leur volonté d'internationaliser leurs devises, ce qui fait écho au tout dernier point du rapport de Farhi, Gourinchas et Rey. Les auteurs soulignent que cette internationalisation est nécessaire pour offrir de nouveaux actifs de réserves, à l'heure où l'hégémonie américaine est remise en cause. L'émergence de nouvelles monnaies de réserve est bel et bien en cours. La base de données COFER montre que 5 % des réserves de change des pays émergents sont libellées dans d'« autres devises » à fin 2010, c'est-à-dire ni le dollar, ni l'euro, ni la livre sterling, ni le yen, ni le franc suisse. Ce chiffre n'était que de 2 % au 1er trimestre 2009. Même si la ventilation par devises n'est pas disponible, on peut penser qu'une partie de celles-ci sont des devises de pays émergents, dont le won coréen, et pour le moment marginalement le yuan. Et on voit très bien que, dans le cas de la Chine, la volonté de développer un marché du renminbi *offshore*, pour le moment à Hong Kong et dans un avenir proche à Singapour, se heurte à la difficulté de rapatrier les flux originés à Hong Kong vers la Chine continentale pour y financer les investissements, ce qui appellera tôt ou tard à une libéralisation plus importante du compte financier.

Je crois donc que les pays émergents ont un intérêt à progresser vers une libéralisation plus importante de leurs comptes financiers, et ce également parce que le développement des marchés domestiques de capitaux, que les auteurs des deux rapports appellent à juste titre de leurs vœux, est facilité par la présence d'investisseurs non-résidents (les banques de développement et les investisseurs privés) dont la présence permet d'améliorer la liquidité des marchés et de créer les *benchmarks* à partir desquels un développement ultérieur du marché est possible. D'ailleurs, lorsque les auteurs des deux rapports s'interrogent sur le bilan qui doit être fait de la libéralisation du compte financier, ils devraient avoir en mémoire que cette libéralisation a été opérée, notamment dans les années quatre-vingt-dix, sans cette politique d'accompagnement indispensable qu'est le développement des marchés domestiques de capitaux, et que ce développement très récent a permis aux pays asiatiques d'absorber le choc de liquidité lié à la crise, en émettant directement sur ces marchés.

La lecture des deux rapports offre un panorama assez complet de la nature des flux de capitaux qui se dirigent actuellement vers les pays émergents. Ils sont davantage de court terme que par le passé (flux de portefeuille, flux bancaires) et donc plus volatils. Plus particulièrement, pourrait-on ajouter, ils sont moins persistants, un flux record en septembre 2010 ayant succédé de peu à une très forte sortie en mai (crise de la dette souveraine grecque). Ces entrées de capitaux peuvent être pénalisantes si elles sont appelées à se retourner (*sudden stop*) ou si elles favorisent une croissance trop rapide du crédit. Tout cela est relativement consensuel et en tout cas conforme à ce que disent le FMI, l'OCDE, ainsi que tous les pays émergents qui se sont inquiétés depuis la fin de la crise de ce phénomène.

Le rapport de Farhi, Gourinchas et Rey établit une relation entre l'ampleur de la liquidité mondiale et celle des flux de capitaux. Ce type d'argument est très intéressant et je pense qu'il serait utile de développer des indicateurs de liquidité mondiale afin qu'excès et pénuries soient plus rapidement diagnostiqués.

Je laisse donc cette question des *push factors* de côté, pour me concentrer sur ce qui peut être fait du côté des pays récipiendaires eux-mêmes. C'est ce que font également les deux rapports. Les auteurs ont des visions convergentes et proches de celle du FMI tant sur le plan des choix de politique économique optimaux des pays récipiendaires, que de ce qui devrait être fait d'un point de vue multilatéral pour traiter ensemble des problématiques communes liées aux flux de capitaux, et notamment des effets de débordement (*spillover effects*) des politiques des uns sur l'équilibre macroéconomique des autres.

Les contrôles de capitaux stigmatisés par le passé étaient des contrôles sur les sorties de capitaux, que les pays mettaient en place pour éviter la crise, alors que leurs politiques nationales les y conduisaient tout droit. Un exemple est le Venezuela. Les contrôles de capitaux dont il est question aujourd'hui et qui pourraient être légitimés n'ont rien à voir avec cela. Il s'agit de contrôles temporaires sur certaines entrées de capitaux, qui les pénalisent sans les interdire, qui affectent les prix plutôt que les quantités, afin de modifier une structure des flux de capitaux porteuse de risques pour la stabilité financière. En ce sens, il me semble que les contrôles doivent être considérés comme faisant partie intégrante des instruments légitimes à disposition des décideurs de politique économique.

Par ailleurs, je voudrais souligner mon complet accord avec un point que relèvent les deux rapports et qui est présent également dans les analyses du FMI : il s'agit de la priorité qui doit être donnée aux règles prudentielles lorsque les flux sont intermédiés, et aux contrôles de capitaux lorsqu'ils ne le sont pas. Il me semble que cette règle de bon sens devrait être systématiquement mise en avant.

La question des *spillovers*, abordée dans les deux rapports, est la plus épineuse. Ces effets de débordement sont de deux ordres. D'abord, les politiques de faibles taux d'intérêt dans les pays développés accroissent les différentiels de rendement et attirent des flux vers les pays émergents. Ensuite, les politiques mises en œuvre par les pays émergents pour y faire face peuvent détourner une partie des flux de capitaux vers les pays voisins, notamment lorsqu'il s'agit de contrôles de capitaux.

Les deux rapports apportent la même réponse, de nature juridique, à ce problème difficile : élargir le mandat de surveillance du FMI aux mouvements de capitaux. Mais les pays émergents ont fait échouer cet élargissement lorsque le FMI a souhaité le mettre en œuvre, au moment de la crise asiatique. Il semble que leur position n'ait guère changé depuis. Il faut donc chercher des solutions moins ambitieuses. Une première étape sera la publi-

cation de *spillover reports* par le FMI, à partir de juillet 2011. Ces rapports quantifieront les effets de débordement des politiques mises en œuvre dans les cinq principales zones (États-Unis, zone euro, Chine, Japon, Royaume-Uni). Ce sera déjà un progrès, car diagnostiquer correctement un phénomène est une première étape nécessaire à son traitement ultérieur. Comme discuté précédemment, une autre étape importante pourrait être de concevoir des indicateurs de liquidité mondiale. Enfin, du côté des pays récipiendaires, les pays membres du FMI pourraient s'accorder sur des principes communs en matière de restrictions aux mouvements de capitaux, mais sans que le FMI ait un pouvoir de contrainte en la matière.

Je conclurai par un appel à plus étudier l'économie politique de la réforme du SMI. Pourquoi les pays émergents sont-ils réticents à donner compétence au FMI en matière de flux de capitaux ? D'abord, on l'a vu, parce qu'ils considèrent que le débat est aujourd'hui déséquilibré et met insuffisamment l'accent sur les pays émetteurs. Mais aussi parce qu'ils n'ont pas tout à fait confiance dans un FMI dont la gouvernance n'a selon eux pas assez été réformée. Ce n'est qu'un exemple. Mais on voit bien que la réforme du SMI va de pair avec celle de la gouvernance mondiale.

## Références bibliographiques


Chinn M.D. et H. Ito (2008) : « A New Measure of Financial Openness », *Journal of Comparative Policy Analysis*, vol. 10, n° 3, septembre, pp. 309-322.

Gourinchas P.O., H. Rey et N. Govillot (2010) : *Exhorbitant Privilege and Exhorbitant Duty*, Mimeo, University of California at Berkeley, London Business School et École des Mines.

Holmström B. et J. Tirole (2011) : *Inside and Outside Liquidity*, MIT Press.

Lim E.G. (2007) : « Do Reserve Portfolios Respond to Exchange Rate Changes Using a Portfolio Rebalancing Strategy? An Econometric Study Using COFER Data », *IMF Working Paper*, n° 293.

Poole W. (1970) : « Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model », *The Quarterly Journal of Economic*, vol. 84, n° 2, pp. 197-216.

Rueff J. (1971) : *Le péché monétaire de l'Occident*, Plon.

# Commentaire

**Daniel Cohen**
*Professeur à l'École normale supérieure*

Le dilemme Triffin offre un fil conducteur aux deux rapports qui me paraît très approprié, et que j'utiliserai aussi comme point de départ. La question posée par Triffin est la suivante : à quelle condition une monnaie nationale peut-elle jouer le rôle de monnaie supranationale ? Il faut qu'elle soit abondante, pour fournir la liquidité mondiale, et il faut qu'elle soit fiable, pour rassurer les investisseurs. Or ces deux attributs sont contradictoires. Robert Triffin, disciple de John Maynard Keynes, concluait comme lui au besoin d'une véritable monnaie supranationale.

Remontant à l'analyse des années trente, Charles Kindelberger avait expliqué que la crise tenait au fait qu'il n'y avait pas de prêteur en dernier ressort. Le monde souffrait d'une passation de pouvoir : le Royaume-Uni n'était plus en situation de jouer son rôle, et les États-Unis n'en avaient pas encore l'envie. Le moment crucial où cette absence se manifeste est lorsque le Credit-Anstalt fait faillite. L'Autriche se tourne vers le seul pays excédentaire de la zone, la France. Celle-ci met neuf mois avant de lui répondre parce qu'elle veut en profiter pour obtenir des concessions politiques. Entretemps, la livre sterling sort du « *gold standard* », les faillites bancaires se multiplient, la crise traverse l'Atlantique…

La situation européenne est aujourd'hui d'une autre nature, mais ce point mérite d'être rappelé. Lorsqu'on reproche parfois aux Allemands de ne pas être venu au secours d'un État en difficulté, il faut se souvenir que ce fut exactement le cas de la France dans les années trente. Les travaux de Barry Eichengreen éclairent parfaitement les difficultés auxquelles ont été confrontés les pays de l'époque. Ils étaient soumis à un « *gold standard* » qui poussait à des solutions non coopératives : chacun voulait tout simplement accumuler le plus grand stock d'or possible.

Après la guerre, Keynes avait proposé une solution : le bancor, monnaie mondiale censée mettre fin aux problèmes de liquidités internationales. Les critiques adressées à l'époque contre le plan Keynes sont celles qui réapparaissent dans le débat sur le sauvetage grec, et notamment le risque de hasard moral. Comment s'assurer que la Banque mondiale, créatrice du bancor, ne donne pas un chèque en blanc aux pays déficitaires ? Du point de vue de l'histoire des idées, il est intéressant de noter que Triffin est celui qui a porté l'idée du bancor en Europe. Il a soutenu l'Union Européenne des Paiements dans les années cinquante et c'est cette idée qui de fil en aiguille s'est retrouvée dans la création de l'Euro. Le paradoxe est que c'est en Europe qu'éclate la crise aujourd'hui.

Le problème central auquel l'Europe a été confrontée est que la fonction de prêteur en dernier ressort n'a pas été assumée. La Banque centrale européenne a certes offert d'immenses liquidités aux banques commerciales, mais la fonction de prêteur en dernier ressort des États est restée sans réponse. L'Irlande sauve ses banques mais personne ne sauve l'Irlande. Le modèle de Bengt Holmstrom et Jean Tirole explique pourquoi l'État fournit le rôle de fournisseur de liquidités aux entreprises soumises à une crise de liquidités. Qui fournit aux États les liquidités nécessaires quand ils sont eux-mêmes « en crise » ? Dans tous les raisonnements proposés il y a un point aveugle qu'il faut absolument mettre en lumière : pourquoi un État comme les États-Unis est-il capable aujourd'hui d'incarner la stabilité, de détenir le quasi-monopole de producteur d'actifs sans risques ? Ce n'est pas principalement parce que les États-Unis ont une base arrière fiscale crédible, ce serait un comble quand on sait ce qui se passe au Congrès. L'avantage des États-Unis sur l'Europe tient à un dispositif institutionnel qui s'est contruit au cours du temps, et qui articule les deux fonctions monétaires et fiscales. Eu égard aux actifs privés, la Banque centrale a pris pendant la crise un risque fiscal en rachetant des titres à la valeur incertaine, mais sachant que les finances publiques épongeraient les dettes si nécessaires. Eu égard à la dette publique, elle garantit que l'État américain ne fera pas faillite parce que le jour où il y aura des problèmes, la Banque centrale rachètera la dette américaine. Si l'on raisonne à partir du modèle de Michael Woodford, on peut dire qu'elle acceptera de passer d'un régime monétaire à un régime fiscal, en cas d'urgence.

L'Europe manque de cette unité institutionnelle. La Banque centrale européenne a timidement engagé un rachat de titres publics, mais a dû renoncer, devant l'indignation de certains de ses membres. C'est la raison pour laquelle les idées de Jacques Delpla et Jakob von Weizsäcker et de Jean-Claude Juncker et Guilio Tremonti, relatives aux émissions d'obligations européennes sont essentielles, moins pour les questions de stabilité multipolaire qui sont abordées dans les deux rapports, que pour des raisons internes.

L'essentiel des raisons pour lesquelles le dollar joue un rôle primordial tient à cette unité institutionnelle. Il ne tient pas toutefois le rôle que

Kindelberger leur reprochait de ne pas avoir joué dans les années trente. Les Américains ont peu joué le rôle de prêteur en dernier ressort au niveau international, ils ont tenu ce rôle pour leurs propres institutions financières. Il est vrai qu'ils n'ont fait preuve en ce domaine d'aucun protectionnisme. Quand ils sauvent une banque, ils sauvent toutes les banques qui en dépendent, quelle que soit leur nationalité. Mais ils n'ont pas sauvé l'Irlande, ils n'ont pas sauvé la Grèce…

En fait, le paradoxe américain a longtemps tenu au « *benign neglect* » qu'ils ont manifesté vis-à-vis du reste du monde, même si les choses sont en train de changer. Les États-Unis ne jouent pas un rôle leader au sens de Stackleberg, celui qui dispose de l'avantage stratégique de jouer en premier, en anticipant la manière dont les autres suivront. Si tel était le cas, cela pourrait être un facteur d'instabilité, les investisseurs cherchant à scruter l'intérêt stratégique des États-Unis dans telle ou telle action. En réalité, pendant longtemps ils se sont totalement désintéressés des conséquences de leurs propres actions sur la valeur extérieure du dollar ; ils se concentraient essentiellement sur les problèmes internes. Paradoxalement, cela créait une espèce de stabilité dans les anticipations.

Comme les deux rapports le montrent, on peut penser que l'on va vers un monde multipolaire. Au vu de la taille de l'économie chinoise, il faut évidemment se méfier des données. Ce n'est pas en parité de pouvoir d'achat qu'il faut raisonner, mais en monnaie courante. De ce point de vue, si la Chine vient juste de dépasser le Japon, elle est encore loin de rattraper l'Union européenne ou les États-Unis. Si un jour les Chinois devaient adhérer à l'idée d'élargir le rôle international du yuan, cela sera sans doute sous l'effet d'une dynamique interne, parce qu'ils trouveront un intérêt à donner plus de profondeur à leurs marchés financiers. D'une certaine manière, à leur tour aussi, ils seront peut-être dans une logique de *benign neglect*.

Est-ce qu'on aura ainsi deux (ou trois) puissances bénignes qui auront suffisamment à faire à l'intérieur de leur territoire, sans chercher à utiliser stratégiquement leur monnaie à l'international ? Ou est-ce que l'on s'achemine vers un monde multipolaire stratégique aiguisé par des conflits tels que ceux qu'on voit aujourd'hui entre le yuan et le dollar ? Telles sont les questions majeures dont dépendra la stabilité du monde de demain.

# Commentaire

**Jean-Hervé Lorenzi**
*Président du Cercle des économistes*

La lecture des deux rapports conduit immanquablement à une réflexion de méthode, pourquoi ces deux rapports n'en feraient-ils pas qu'un ? On pourrait adjoindre aisément une troisième partie qui s'interrogerait sur le risque de chocs sur le système monétaire international à terme rapproché et sur les mesures qu'il faudrait prendre dans cette perspective, au-delà d'un renforcement du FMI. Tout cela pour dire l'exceptionnelle qualité de ces deux travaux, qui tout en étant exhaustifs l'un et l'autre, mettent l'accent chacun sur un point plus particulier. Agnès Benassy-Queré et Jean Pisani-Ferry ont une démonstration très convaincante d'un système monétaire international multipolaire par rapport à l'existant, dont ils soulignent les dangers et les insuffisances. Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey, eux, ont un diagnostic très proche, mais leur préoccupation première est celle de résoudre le problème éternel d'un modèle hégémonique, celui de Triffin, c'est-à-dire, la fourniture de liquidités en temps de crise comme en période moins agitée. Certes les deux rapports divergent sur certains points, le rôle potentiel du DTS, la focalisation de Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey sur le rôle du FMI, central à leurs yeux, mais pour l'essentiel, chacun souhaite une transition paisible vers cette organisation multipolaire, plus stable mais surtout qui correspond de manière tellement plus réaliste à l'évolution de l'économie mondiale. On ne peut donc que les suivre sur ces terrains en s'interrogeant simplement sur les facteurs générateurs d'un changement et le timing des opérations.

Les transitions sont rarement douces dans l'histoire économique et c'est la raison pour laquelle je crois qu'il serait très intéressant de compléter cette réflexion par ce regard sur les chocs probables, les réactions qu'ils pourraient entraîner et le souhait que l'on peut avoir de penser ces chocs comme des éléments moteurs de l'évolution souhaitable. Mais, un point

paraît particulièrement actuel dans le rééquilibrage à venir. C'est celui de l'ouverture d'un marché large, profond et complet de titres aussi liquides et sûrs que le sont aujourd'hui les *T-bonds*. C'est me semble-t-il le point clé à analyser dans la discussion actuelle du G20, absolument nécessaire pour remettre l'Europe dans le jeu, pour lui donner un rôle correspondant à sa puissance économique et commerciale, et de fait pour franchir un premier pas vers la multipolarité. Ce thème est abordé par Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey, mais je pense qu'il nous faut aller plus loin. L'eurobond est donc au cœur de la transformation du SMI.

La question européenne donne le sentiment d'avoir atteint son paroxysme. Pas un jour sans que ne soient évoquées la dette des pays périphériques et sa conséquence inéluctable, celle de l'explosion de l'euro. Bien entendu, tout cela est partiellement exact, largement exagéré par les médias et surtout centré exclusivement sur l'endettement public excessif de l'Europe ; sans pour autant qu'on le compare avec, ce qui est peut-être beaucoup plus grave, l'endettement public et privé américain. Le problème est donc très largement politique et nécessite des mesures qui techniquement permettent de résoudre ce problème de surendettement massif, tout en étant compatible avec la gestion politique de la zone euro. Sur ce plan-là, contrairement à ce qui est souvent présenté, les efforts réalisés depuis six mois ont été très remarquables, grâce à une évolution sensible et raisonnée des positions allemandes. Ceci s'est traduit notamment par le renforcement du Fonds européen de stabilité financière (FESF) et la création d'un nouveau mécanisme européen de stabilité financière (MEST). Mais ceci ne suffira pas, car derrière les difficultés grecques, portugaises et irlandaises, c'est l'absence d'une véritable solidarité qui n'existe guère au jour d'aujourd'hui. Or, bien au-delà des problèmes de ces pays périphériques, c'est une volonté politique qui doit s'exprimer. C'est la raison pour laquelle la proposition d'eurobonds retrouvera nécessairement un jour son actualité.

Pourquoi ? Parce qu'aujourd'hui l'Europe, prise globalement, n'a en effet pas de dette. Les États européens sont endettés mais pas l'Europe. L'évidence s'impose alors. Pourquoi ne pas émettre, comme cela a été suggéré notamment par Jean-Claude Junker, le Président de l'Eurogroupe, une dette européenne, garantie solidairement par tous les pays européens et en utiliser le produit à la fois pour refinancer une partie de la dette des États les plus fragiles de la zone, de façon à en alléger le coût et à en rééchelonner les échéances. Mais les eurobonds doivent avoir une autre vocation, financer un plan d'investissements de croissance sur le modèle des dépenses du Grand emprunt français.

Jean-Claude Juncker, Premier ministre du Luxembourg, et Giulio Tremonti, ministre des Finances italien, plaident tous deux pour la création d'une Agence européenne de la dette qui émettrait des obligations européennes avec la garantie solidaire des États membres. L'objectif d'une telle agence « serait d'atteindre progressivement une quantité d'obligations émises équivalente à 40 % du PIB de l'Union européenne et de chacun des États

membres ». Pour y parvenir, les deux ministres proposent que cette agence européenne finance jusqu'à 50 % des émissions faites par les États membres afin de développer un marché profond et liquide. L'agence pourrait même financer jusqu'à 100 % des émissions pour les pays ayant des difficultés à accéder au marché.

Ce principe d'eurobonds apparaît donc comme une idée très importante. Encore faut-il bien en spécifier les différentes utilisations possibles. Car, le débat est aujourd'hui trop exclusivement centré sur les risques encourus du fait du niveau des dettes publiques. Le problème de l'évolution de l'endettement actuel et à venir ne se limite pas à ces risques. Tout d'abord, il est difficile de parler de dette publique sans aborder la question de la dette privée, et donc de l'investissement productif d'avenir. La situation de certains pays en est une parfaite illustration. Ensuite, et c'est là le cœur du problème, les pays de l'OCDE ont été confrontés à un transfert massif de leurs industries vers les pays émergents. On peut évaluer ce transfert entre 5 et 10 % des richesses depuis 1970 avec les répercussions sur l'emploi que nous connaissons aujourd'hui. Ce qui nous ramène au problème du rôle de l'agence européenne de la dette qui devrait également avoir pour objectif d'aider à la reprise du financement d'investissements porteurs d'avenir. Grâce à la baisse des taux d'intérêts auxquels elle pourrait emprunter, et donc prêter, cette agence pourrait aussi être un formidable et très efficace outil pour financer l'économie. En d'autres termes, elle devrait profiter de son statut d'émetteur sûr pour financer les investissements qui feront la croissance de demain. Quant à la faisabilité d'une telle initiative, il existe des précédents : la création d'agences de financements mutualisés n'est en effet pas une idée nouvelle. Elle existe notamment depuis des années en Europe du Nord. Et ce qu'une partie de l'Europe a réussi à faire est évidemment aussi à la portée de la zone euro, dès lors qu'elle en a la volonté politique.

# La réforme du système monétaire international : une approche d'économie politique

**Jacques Mistral**
*Directeur des études économiques, IFRI*

## Introduction

La période qui va de la Première Guerre mondiale aux années soixante-dix a connu des controverses quasi incessantes sur les questions monétaires internationales. Elles se sont par la suite atténuées, un monde de changes flottants étant par définition un monde où chaque nation définit sa stratégie monétaire externe et s'adapte au fonctionnement du marché des changes si elle fait le choix du flottement ou, dans le cas contraire, aux implications d'un change fixe ou administré. Restaient finalement en débat le sort du dollar, ce qui est normal puisqu'il s'agit du pivot non plus d'un système mais à tout le moins des relations monétaires internationales, l'avenir de l'euro et la parité du yuan.

La crise financière n'a pas, contrairement à certains pronostics, provoqué d'alerte grave sur les marchés des changes mais elle a, de manière un peu inattendue, remis sur la table la question du Système monétaire international proprement dit. Il y a à cela trois raisons : la volatilité croissante des changes, qui est un danger pour le bon développement des échanges commerciaux, le gonflement apparemment incontrôlable des « déséquilibres globaux », dont beaucoup pensent qu'ils ont une lourde responsabilité dans la marche vers la crise financière et le souvenir des années trente, puisque la mauvaise coopération monétaire internationale et les dévaluations compétitives ont à l'époque largement contribué à transformer la récession en grande dépression.

L'intervention du Gouverneur de la Banque centrale de Chine au printemps 2009 puis la déclaration du ministre brésilien des Finances sur la « Guerre des monnaies » en octobre 2010 ont brutalement ravivé l'intérêt pour des questions anciennes que l'on jugeait à tort dépassées : comment faire jouer à la monnaie de réserve internationale les différents rôles qui sont les siens ? Comment contrôler le rythme d'émission de la liquidité mondiale ? Est-il judicieux et possible d'adopter un instrument de réserve sûr ? Peut-on déconnecter la gestion de cet instrument des aléas qu'entraîne la politique d'une économie nationale qui aurait le privilège de l'émettre ? Faut-il remettre à l'ordre du jour une solution fondée sur l'utilisation des droits de tirage spéciaux (ou DTS), la monnaie artificielle créée dans les années soixante et soixante-dix ?

Ces questions doivent aujourd'hui être inscrites dans un nouveau contexte géopolitique marqué, comme on le résume souvent, par une tendance à la multipolarisation. Le G20 est l'expression la plus manifeste de ce nouvel état du monde dans lequel les pays émergents sont reconnus à leur place dans les mécanismes de la gouvernance économique mondiale. Le G20 a agi avec succès pour lancer une réaction coordonnée en matière de politique macroéconomique aussi bien que sur le terrain de la régulation financière. Paradoxalement, il ne s'est pas directement saisi, pour des raisons de sensibilité politique, des questions économiques et monétaires externes relatives aux déséquilibres de balances courantes, aux taux de change et, plus difficile encore, au système monétaire. La question pourtant ne peut être éludée, un monde multipolaire est-il, et en quel sens, un monde multimonétaire ? Le Président de la République française avait précocement affiché son intention d'ouvrir le débat sur ces questions, ce fut chose faite dans son intervention du 25 août 2010 consacrée aux priorités de la future présidence française du G8 et du G20 en 2011, la réforme du Système monétaire international y figure en bonne place.

Cette contribution fournit un état des lieux des questions monétaires internationales et des propositions de réforme en suivant une approche d'économie politique, attentive au poids de l'Histoire, des conjonctures politiques et des représentations intellectuelles. La première partie offre une introduction historique au sujet et met en lumière la succession endogène des trois principaux systèmes : l'étalon-or, l'étalon de change-or et les changes flottants. La mondialisation, depuis une quinzaine d'années, marquée par l'irruption de la Chine nous a fait entrer dans un véritable non-système où coexistent changes flottants et changes administrés. Cette partie se conclut en décrivant brièvement trois scénarios : le statu quo, une rupture et une véritable refondation. La seconde partie explore ce que pourraient être les principaux axes de cette refondation et traite successivement de la gouvernance du système, de la surveillance multilatérale, du rôle de prêteur en dernier ressort et de la résurrection du DTS.

## 1. Essors, déclins et renouveaux du système monétaire international

Malgré une abondante littérature sur la montée des entreprises multinationales dans les années soixante-dix et quatre-vingt puis sur les effets de la mondialisation depuis les années quatre-vingt-dix, l'économie mondiale a toujours été et demeure composée d'économies nationales : son analyse relève à juste titre de ce que l'on appelle l'économie « inter-nationale ». Il n'y a pas de domaine où cela se vérifie plus qu'en matière monétaire. L'existence d'une monnaie internationale est le lien qui cimente les relations économiques internationales : pas de monnaie internationale, pas d'échange ; pas de système, est-on tenté d'ajouter, pas d'équilibre international. Pourtant, le lien entre « monnaie internationale » et « système monétaire international » est moins direct qu'on le présuppose souvent. Il y a même, à la réflexion, un certain danger à aborder la question du « système monétaire » dans un esprit trop cartésien : l'histoire nous enseigne la distance entre ce que la raison commanderait d'appeler « système » et la façon dont les affaires monétaires internationales ont été réglées. Voilà ce que l'on se propose d'abord de clarifier.

### 1.1. Pourquoi et comment est-on passé d'un système monétaire à un autre ?

Quand on aborde le sujet de manière abstraite, on rappelle les trois fonctions que doit remplir toute monnaie, celles d'étalon de mesure, d'instrument de transaction et de réserve de valeur. On ajoute souvent qu'une monnaie devient « monnaie internationale » non pas du fait de ses attributs intrinsèques mais du choix d'innombrables acteurs privés qui décident de son utilisation extra-territoriale pour des raisons de convenance : c'est ce que l'on a observé pour la livre sterling au XIX$^{e}$ siècle et pour le dollar après la Seconde Guerre mondiale. Il faut aussi préciser ce que sont les fonctions particulières du « système monétaire international » au sein duquel les monnaies internationales circulent :

- fournir les liquidités nécessaires au développement du commerce international, en facilitant les mouvements des biens et services, ainsi qu'à un bon ajustement international de l'épargne et de l'investissement ;
- placer le bilan extérieur des nations (actifs et passifs) dans un cadre écartant le risque de défaut en assurant une évolution soutenable des balances de paiements ;
- donner à l'économie mondiale la souplesse nécessaire pour faire face à toute situation de choc ponctuel ou général.

Nous adoptons ici, comme le groupe de travail présidé sur le sujet par Joseph Stiglitz en 2009 à la demande du Secrétaire général des Nations

unies, l'idée qu'un « système monétaire » est une construction politique, mais notre approche est différente. Décrire la notion de système monétaire comme faisant potentiellement l'objet d'un choix résultant de l'énumération d'un certain nombre de critères rationnels et de l'explicitation d'un ensemble de préférences collectives est une simplification à la fois utile et trompeuse. Utile parce qu'elle permet de procéder à une revue systématique des enjeux et des solutions. Mais trompeuse pour trois raisons. D'abord, parce que les décisions des uns et des autres sont enchevêtrées, c'est le résultat des externalités de réseau. Ensuite, parce que les décisions des uns étant dépendantes de celles des autres à une période antérieure, la dynamique du système est dépendante du sentier suivi (ce que l'on appelle dans la littérature « *path-dependency* »). Enfin, parce que dans ces interactions entre acteurs nationaux, certains pèsent évidemment d'un poids prépondérant. Bref, il n'existe pas, il n'a jamais existé, de « communauté internationale » qui serait devant une page blanche : il est peu probable que l'Assemblée générale des Nations unies se saisisse du rapport Stiglitz et parvienne à en faire le socle du futur système monétaire international. Il peut même être contre-productif de s'engager trop vite dans une démarche normative qui s'avérera peu utile dès qu'on aura vu s'élever des objections innombrables et contradictoires. Mieux vaut s'engager dans une approche d'économie politique en commençant par le commencement : que nous enseignent l'origine, l'épanouissement et le déclin des « systèmes monétaires internationaux » successifs ?

L'étalon-or n'a jamais été un « choix », mais une fois l'économie mondiale lancée à toute vapeur dans l'ère de la « *Pax Britannica* », tous les pays adoptant l'étalon-or pour la définition de leur monnaie ont adhéré au système ayant son centre nerveux à Londres. Dans l'entre-deux-guerres, le système ne s'est pas brutalement rompu sous le choc subi en 1914-1918 ; il s'est délité au fil des décisions successives des différents gouvernements britanniques, américains, allemands et français à partir de 1920, mais c'est finalement l'abandon de la convertibilité interne et externe en or accompagnée de la dévaluation de la livre sterling en 1931 qui a planté le dernier clou dans le cercueil de l'étalon-or. L'étalon-or a longtemps fait fonctionner l'économie mondiale avec souplesse en imposant ses disciplines à un capitalisme concurrentiel avant de s'effondrer face aux chocs gigantesques de l'entre-deux-guerres. Même si l'or s'est très sensiblement revalorisé ces dernières années, même si, de ce fait, il conserve chez certains la réputation flatteuse de constituer l'ultime valeur-refuge, même si quelques-uns jugent que l'or pourrait à nouveau jouer un rôle, il faut écarter toute ambiguïté : l'étalon-or ne reviendra pas, ou alors dans un monde d'échanges terriblement rétréci, parce qu'il ne répond pas au besoin d'une alimentation suffisante et régulière de la liquidité mondiale.

La substitution de l'étalon de change-or à l'étalon-or est un précédent dont il est intéressant de bien mesurer deux aspects. L'adoption de l'étalon de change-or après la Seconde Guerre mondiale a une dimension géopolitique évidente, puisqu'il marque le passage de relais entre la Grande-Bretagne

et les États-Unis. Mais on commettrait une grave erreur en caractérisant seulement les choix effectués à Bretton Woods comme une « victoire de White sur Keynes », tout simplement parce que les États-Unis étaient alors les plus forts. C'est vrai, cela se voit dans la façon dont les États-Unis ont fixé les règles conformément à leurs intérêts (y compris les effets induits sur leur propre prospérité d'un bon développement de leurs partenaires). Et il y a évidemment une leçon à en tirer dans toute réflexion sur les projets de réforme du système. Mais une autre lecture, proprement économique, soulignera que la principale innovation du nouveau système fut d'être en phase avec la nouvelle dynamique du capitalisme.

Après la Seconde Guerre mondiale, les responsabilités économiques et sociales de l'État, désormais, sont immenses, le libéralisme devient un « libéralisme encadré » (*embedded liberalism*), la Banque centrale (devenue partout institution publique) gère une monnaie de crédit, l'or cesse d'être le moyen ultime de règlement des échanges internationaux. L'évolution des relations monétaires internationales de 1944 à 1971 constitue la projection externe de cette logique : Bretton Woods a été le moyen de préserver l'idée de système international dans un monde où le salaire (nominal) était devenu rigide et déterminé sur une base nationale et où, en conséquence, la base monétaire nationale se devait d'être déconnectée des réserves d'or de la Banque centrale, cela dans tous les pays, y compris ceux dont la monnaie demeurait en principe convertible en or au plan externe. Ce système était-il stable au sens où l'avait été l'étalon-or au XIX$^{e}$ siècle ? La réponse est clairement négative. En fait, le bon fonctionnement du dispositif de Bretton Woods dans les années cinquante et soixante a reposé sur une condition très importante, le contrôle des mouvements de capitaux. La dynamique des marchés de capitaux internationaux a, dès la fin des années soixante, pesé en faveur d'une libéralisation progressive qui allaient se révéler dévastatrice pour le régime des changes « fixes mais ajustables ». Bretton Woods, finalement, n'est pas un exemple mais une étape, aussi datée historiquement, intellectuellement et politiquement que l'avait été auparavant l'étalon-or.

La libéralisation des mouvements de capitaux, dès lors, ne pouvait déboucher que sur la flexibilité des taux de change. Contrairement à une opinion répandue, nous ne souscrivons pas à ce stade à la tentation rhétorique de qualifier les changes flottants de « non-système ». L'expérience invite plutôt à y voir un système adapté aux besoins d'une économie mondiale en voie de libéralisation, préservant les privilèges du pays émetteur de la monnaie de réserve, donnant une marge d'autonomie dans la conduite des politiques économiques nationales tout en sanctionnant les dérapages. Les changes flottants, enfin, étaient en ligne, à partir des années soixante-dix, avec le grand courant d'idées libérales qui a vu pendant un quart de siècle le déclin des influences keynésiennes au profit, pour être bref, des idées et des politiques d'inspiration « friedmanienne ». Ses partisans peuvent enfin mettre en relief le fait que, conformément à leurs plaidoyers, ce système a permis de faire face avec flexibilité à la succession incroyable de chocs

auxquels a été soumise l'économie mondiale depuis 1971 : les chocs pétroliers, l'inflexion des gains de productivité, la stagflation puis la victoire sur l'inflation, la « nouvelle économie », les crises financières, l'effondrement du bloc soviétique, l'irruption des émergents, la crise asiatique, etc. Les changes flottants ont fait preuve, au moins en partie, des vertus qu'on leur prêtait. Mais il ne faut pas non plus aller trop loin.

Tirant les leçons de cette adaptabilité, Barry Eichengreen, historien reconnu en matière monétaire internationale, notait avec satisfaction, en 1996, ce qu'il considérait comme une revanche du marché sur les thèses interventionnistes de l'après-guerre. Il décrivait aussi un avenir, vision étrangement datée, où l'économie mondiale verrait trois grandes zones – l'Amérique, l'Europe et le Japon – reliées par un vaste marché mondial des capitaux, arbitre des taux de change entre leurs monnaies, porteur des disciplines auxquelles chacun devait adhérer et conduisant finalement chacun à renoncer aux illusions des politiques nationales d'inspiration keynésienne. C'est, pour le coup, aller trop loin, car les changes flottants ont abouti, et pas seulement pour ce qui regarde le Japon, à des résultats bien différents de ceux qui étaient ainsi esquissés. Où est, en effet, la discipline monétaire que devait organiser ce système ? De même que ses prédécesseurs, le système ne pouvait que trébucher sous l'effet de sa propre dynamique. Dépourvu d'ancre, n'ayant d'autre repère qu'une monnaie nationale, fut-elle celle de l'économie la plus puissante, ce système ne pouvait que pousser devant lui, toujours plus loin, les sources d'instabilité mises en avant dès les années soixante par Triffin. Les changes flottants ne pouvaient déboucher que sur la volatilité croissante de la monnaie américaine que l'on a observée depuis 1971.

La volatilité des taux de change dans une économie financiarisée tient à ce que, contrairement à ce qu'expliquaient les promoteurs des changes flexibles, les taux de change ne sont plus déterminés comme le prix relatif des biens mais comme le prix relatif d'actifs financiers. Déterminés par d'immenses mouvements de capitaux, les taux de change se comportent comme des prix d'actifs ; ils sont fixés en fonction des anticipations sur leur valeur future et sont, de ce fait, propices aux emballements, aux attaques spéculatives, aux bulles et aux *sudden stops*. On a, ainsi, vu l'euro se déprécier jusqu'à ne plus valoir en 2001 que 0,88 dollar avant de s'apprécier pour valoir six ans plus tard 1,60 dollar ! Le système de changes flottants, tel qu'il fonctionne réellement, ne joue pas le rôle que décrivaient ses défenseurs qui y voyaient un instrument autorégulateur des balances courantes. Les balances de paiements, bien sûr, sont toujours équilibrées *ex post* mais, leur structure (commerce/capitaux) étant déterminée par l'influence sur les flux de capitaux des anticipations sur les rendements financiers, ces derniers produisent une très grande volatilité de plus en plus considérée comme insupportable par les économies réelles. C'est là une menace redoutable pour la poursuite de l'intégration économique et commerciale mondiale. Pour l'avenir, la généralisation des changes flottants n'est pas une hypothèse

absurde, mais à condition d'accepter la flexibilité de l'économie réelle que cela implique et à condition que se convertissent à ce système, et à sa volatilité, les pays faisant actuellement confiance à une gestion administrée de leur devise, c'est peu probable.

L'état du monde depuis quinze ans est en effet marqué par l'irruption de la Chine qui a une nouvelle fois changé la donne en nous ayant fait entrer, pour le coup, dans un véritable non-système. L'économie mondiale du XXI^e^ siècle fonctionne, en effet, à ce stade en juxtaposant deux logiques : celle des changes flottants et de la liberté des mouvements de capitaux, d'un côté, et celle de la manipulation du taux de change et de l'accumulation des réserves, de l'autre. Pour ainsi dire, la question du yuan est aujourd'hui l'équivalent de *Checkpoint Charlie* à l'époque de la confrontation entre l'URSS et l'Occident ; il s'agit bien sûr aujourd'hui d'une confrontation pacifique mais le yuan est aussi le point de contact de deux logiques bien distinctes, c'est là que se rencontrent l'économie de marché et l'économie contrôlée. Contrairement à *Checkpoint Charlie*, le yuan n'est pas prêt de disparaître et la Chine, comme chacun sait, pèse d'un poids déterminant dans les affaires monétaires mondiales.

Dégageons de cette courte rétrospective une première conclusion qui nous servira à la fois pour mieux comprendre les évolutions contemporaines et pour formuler plus loin des propositions de réforme. Le système monétaire international a pour fonction de faciliter la réalisation des gains attendus du développement des échanges commerciaux et des mouvements de capitaux. Le monde a évolué depuis un siècle et demi en voyant à cet égard alterner des périodes où les taux de change étaient plus ou moins flexibles, leurs mouvements respectifs plus ou moins encadrés, les flux commerciaux et financiers plus ou moins libres, le polycentrisme monétaire plus ou moins affiché. Nous avons identifié trois systèmes successifs ; ils ont tous trois été confrontés à des difficultés insurmontables, ils ont sombré et leur successeur s'est imposé parce qu'il était alors mieux adapté à la dynamique de l'économie internationale. Cette succession des systèmes monétaires internationaux obéit à une logique endogène, elle reflète une triple détermination : celle qu'impose la logique des forces économiques et financières à l'œuvre dans une période donnée (capitalisme concurrentiel/capitalisme inséré/capitalismes mixtes ?) ; celle en second lieu qui reflète les réalités géopolitiques de l'heure, ce qui rend illusoires les meilleurs projets de réforme s'ils ne concordent pas avec les intérêts propres des acteurs les plus importants ; celle enfin que circonscrit l'état des idées et doctrines en matière financière et qui se concentre sur la vision dominante définissant l'arbitrage entre le pouvoir des marchés et celui des gouvernements. Voilà ce qu'enseigne une approche d'économie politique. Nous sommes aujourd'hui dans une période de transition vers un nouveau système, un système qu'il faudra inventer parce qu'il ne reprendra pas, pas plus que ses prédécesseurs, les chemins antérieurement balisés.

### 1.2. Comment se présente aujourd'hui l'avenir du système monétaire ?

En se fondant sur cette interprétation des tendances passées, il peut être intéressant d'élaborer trois scénarios. Le premier extrapole les tendances positives observées depuis la sortie de la « grande récession » de 2009. L'économie mondiale continuerait à fonctionner sur la base d'arrangements *ad hoc* concernant la coordination des politiques économiques, la surveillance des taux de change, l'harmonisation des réglementations financières, on chercherait autant que faire se peut à réduire les sources d'instabilité monétaires. C'est en quelque sorte la perpétuation du non-système actuel (« *statu quo* ») et c'est peut-être la ligne de plus grande pente. Mais on ne peut pas ignorer les risques financiers qui n'ont pas encore été résolus et qui ne le seront pas plus au fil de l'eau. En se contentant d'une esquisse, on voit bien que, si une nouvelle crise se présentait (comme en 1931, peu après la crise de 1929), elle dégraderait peut-être de manière irréversible le crédit public aussi bien que privé, et elle mettrait en péril l'esprit de coopération internationale qui a prévalu jusqu'ici avec les conséquences commerciales, industrielles, sociales, et donc politiques, que cela emporte (« fracture »). C'est pourquoi, pour écarter au maximum ce risque, il faut aussi considérer un scénario plus ambitieux (« refondation »), qui cherche vraiment à jeter les bases d'un meilleur système monétaire en s'attaquant aux dysfonctionnements actuels dans le prolongement des progrès que représente, en matière de coopération internationale, le lancement du G20. Quels objectifs doit poursuivre cette refondation ?

Pour écarter le risque de fracture, il faut prendre à bras-le-corps la recherche de solutions aux dysfonctionnements les plus profonds du non-système actuel. Nous avons identifié ces dysfonctionnements, ils sont pour l'essentiel au nombre de quatre ; examinons-les de manière encore un peu générale avant de formuler des recommandations plus précises dans la seconde partie :

- *la liquidité* : l'histoire du système monétaire international, telle que nous l'avons retracée, a consisté à cet égard à tomber de Charybde en Scylla. À peine était-on sorti à Bretton Woods des limites qu'auraient opposées à la reprise de la croissance la rigueur de l'étalon-or ou la rareté des devises, que moins de vingt ans plus tard sonnait déjà l'alerte relative à l'excès de liquidité ; et depuis Rueff, les choses n'ont fait qu'empirer ! Les Chinois ont donc raison d'en appeler à une maîtrise collective du rythme d'émission de l'instrument de réserve international. Retrouver le contrôle de la liquidité internationale, ou plutôt définir comment exercer pour la première fois ce contrôle, serait mettre fin au dilemme de Triffin, ce serait probablement, dans le monde actuel, évoluer vers un système multimonétaire donnant une ancre à toute grande monnaie internationale ;
- *les taux de change* : l'expérience acquise avec les changes flottants montre qu'ils ne répondent pas à l'objectif central consistant à garan-

tir une évolution soutenable des balances de base. Peut-être, diront certains, est-ce parce que l'expérience n'a pas été assez pure, c'est à cela qu'en viennent toujours les tenants des marchés auto-régulés lorsqu'ils ne délivrent pas les résultats escomptés. Il est vrai, que dans un univers où la liquidité internationale serait mieux maîtrisée, l'ampleur des flux financiers serait moindre et donc aussi sans doute la volatilité des changes. Mais cette précaution bien prise en considération, on ne voit pas pourquoi les forces qui expliquent la volatilité passée de la relation entre le dollar et l'euro ne continueraient pas à s'exercer. En tout état de cause, parce que l'exigence de stabilité domestique l'emporte sur toute autre considération, l'adhésion de la Chine aux principes de l'économie (socialiste) de marché n'ira pas jusqu'à accepter (à un horizon de moyen terme) une flexibilité absolue de sa monnaie. Pour restaurer le rôle des changes dans l'ajustement intertemporel des balances des paiements, il faudra donc mettre fin à la volatilité excessive qu'ils connaissent spontanément dans une économie financiarisée, il faudrait définir une discipline collective en matière de changes ;

- *l'actif de réserve* : il n'est pas surprenant, face à ces énoncés, que l'idée d'un nouvel actif de réserve international (comme le DTS) soit revenue à l'ordre du jour. Elle est parfois écartée trop vite, sans examen. Certains se réfèrent ainsi au caractère confus et non conclusif des débats des années soixante et soixante-dix ; mais les temps ont changé, les partenaires de la négociation aussi, les intérêts des uns et des autres également. Il ne suffit pas non plus de juger, comme on le fait parfois de manière péremptoire : « le DTS ? Mais ce n'est pas une monnaie ! », pour repousser toute réflexion. Ce serait un réflexe comparable à celui qui, par attachement à l'étalon-or, refusait de voir le nouveau monde monétaire en train de germer dans l'entre-deux-guerres. Mieux vaut, comme l'a souligné le Président de la République dans son discours du 25 août 2010, partir de l'idée que le système s'approche d'une bifurcation. Le DTS fait partie du sentier suivi jusqu'ici ; on peut bien sûr dire que c'est une innovation radicale mais elle est déjà, d'une certaine manière, familière. Il est donc important, dans ce scénario de refondation, d'évaluer cette idée que rien dans l'analyse économique ne conduit à rejeter d'un revers de main, au contraire. Il faut aussi en jauger la faisabilité politique et l'expérience du G20 constitue à cet égard un acquis précieux ;
- *le plein emploi* : la crise a d'ores et déjà transformé le fonctionnement du marché du travail dans les pays industrialisés. Le chômage a largement dépassé les limites que l'on qualifie de « cycliques » ; nombreux sont ceux, aux États-Unis comme en Europe, qui s'inquiètent des séquelles que laissera durablement la crise : la reprise en cours est trop faible pour retrouver le rythme de croissance antérieur et tout laisse craindre que la croissance potentielle soit à l'avenir inférieure à ce qu'elle était depuis les années quatre-vingt-dix. Ce sujet

n'est pas indépendant des questions que soulève la formation des revenus. Les gouvernements ont investi un capital politique énorme pour justifier les sacrifices (restructurations, modération salariale) entraînés, pour certaines catégories de la population, par l'adhésion aux principes de la mondialisation. Celle-ci ne pourra pas à l'avenir se réduire à l'équation :

*Mondialisation = explosion des hauts revenus*
*+ fragilité de la classe moyenne + exclusion des plus modestes*

De même qu'au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, le système monétaire international contribuera d'autant plus aux succès d'une économie ouverte qu'il intégrera comme prioritaire l'objectif de plein emploi : on ne peut que saluer à cet égard l'initiative nouvelle que représente la réunion conjointe du Fonds monétaire international et de l'Organisation internationale du travail à Oslo en septembre 2010 ; il faut aussi progresser dans cette voie.

Voilà des défis de taille. Ce qui justifie qu'on les aborde avec un certain optimisme, c'est qu'il existe une fenêtre d'opportunité : après la crise financière, nous sommes à un moment de l'histoire où il y a place pour un scénario faisant preuve d'audace, allant au-delà de quelques réformes significatives, mais marginales. Pareille ambition court le risque d'être moquée par les réalistes ; et pourtant il est des circonstances dans lesquelles des Nations souveraines ont démontré qu'elles mesuraient les risques que recèle la poursuite d'objectifs étroitement nationaux et qu'elles préféraient chercher à tirer les bénéfices d'une stratégie coopérative. Non, un scénario de refondation n'est pas irréaliste à condition, évidemment, d'être en ligne avec le sentier sur lequel se trouve aujourd'hui l'économie internationale, et à condition de ne pas s'engager dans des directions manifestement contraires aux intérêts des principaux acteurs. Il y a une fenêtre d'opportunité et ce scénario de refondation, c'est celui où l'on ne refermerait pas cette fenêtre par manque de lucidité et de volonté.

## 2. La réforme du système monétaire international en quatre propositions

La crise dans laquelle nous sommes entrés a des racines qui vont au-delà des questions de réglementation financière sur lesquels les sommets successifs du G20 ont jusqu'ici mis l'accent. Elle a démontré – au moins pour tous ceux qui ne succombent pas à l'attrait du modèle de marchés efficients – que la mondialisation a besoin de mécanismes de coopération et de gouvernance internationales plus robustes que ceux légués par une histoire qui remonte à l'après-guerre et par des politiques trop confiantes depuis deux décennies dans l'autorégulation des marchés. La rapidité de la réponse à la crise, la création du G20 en particulier, démontre que s'est produite une double prise de conscience : la fragmentation de l'économie

internationale en blocs rivaux serait une régression dramatique ; la poursuite de la mondialisation exige une action collective plus résolue pour traiter les influences croissantes – et potentiellement déstabilisatrices – des uns sur les autres (externalités et *spillovers*) mais aussi pour fournir les biens collectifs mondiaux au premier rang desquels figure la stabilité des échanges et de la monnaie internationale. Mais l'échec de la Conférence sur le climat de Copenhague en 2009 illustre le danger qu'il y aurait à sous-estimer les difficultés de cette action collective globale lorsque le processus de consultation, de négociation et, finalement, de décision ne fixe pas de règles suffisamment précises pour favoriser la recherche de compromis réalistes. Il n'est pas surprenant de ce fait que de nombreux débats récents explorent les conditions requises pour assurer à la fois la légitimité des instances et l'efficacité des procédures collectives. Nous explorons ce que pourrait être cette stratégie, dont tous les éléments sont interdépendants, sous quatre rubriques : la gouvernance, la surveillance, le financement de crise et le DTS.

### 2.1. La gouvernance

Le pivot du système monétaire international reste celui créé par les accords de Bretton Woods : le Fonds monétaire international. Son rôle, en revanche, est en débat depuis des années. L'efficacité des politiques imposées aux pays en situation financière difficile a été contestée de même que la légitimité de ses instances dirigeantes. Et ce procès n'est pas seulement instruit par les milieux altermondialistes ; les pays asiatiques n'ont pas encore surmonté le traumatisme qu'a représenté le traitement de la crise ayant frappé le continent dans les années quatre-vingt-dix. Si l'on ajoute à cela le fait que le Fonds avait semblé perdre sa raison d'être durant la décennie précédente, on conçoit que les débats sur la gouvernance aient peu progressé jusqu'à ce que la crise financière remette l'institution sur le devant de la scène internationale.

Le temps perdu a, d'une certaine manière, été rattrapé ; il semble désormais se dégager un consensus assez large sur ce qu'il conviendrait de faire pour réformer la gouvernance du FMI. Le rapport de la Commission présidée par Trevor Manuel en a donné un résumé articulé et convaincant. Les quotas doivent être modifiés pour donner plus de poids aux pays émergents et refléter les réalités du XXI$^{e}$ siècle. Le Comité économique et financier international doit être transformé en un véritable Conseil réunissant ministres et gouverneurs pour devenir, conformément aux statuts, un organe de responsabilité politique à la tête du Fonds en charge en particulier des décisions stratégiques ; l'*executive board* actuel deviendrait la représentation permanente du Conseil et verrait ses tâches opérationnelles allégées pour se concentrer sur la surveillance macroéconomique, sur les décisions financières du Fonds et sur la supervision de l'action du management. Plus d'autorité serait donnée au management du Fonds dans les activités de surveillance avec, en contrepartie, des obligations plus strictes pour rendre compte. La supermajorité actuelle de 85 % des voix serait abaissée pour

éviter qu'un pays ne dispose d'un pouvoir de veto sur les décisions les plus importantes. Une procédure transparente de nomination du Directeur général mettrait fin au « privilège exorbitant » de la désignation par les pays européens.

Bien sûr, ces propositions n'échappent pas à la critique. Il y a d'un côté ceux qui, comme la Commission Stiglitz, déplorent, pour des raisons principalement politiques, le manque d'ambition ou de portée de ce qui est en cours et en appellent à une « augmentation très significative du poids des pays en développement, en particulier des plus pauvres », dans les organes de direction. D'un autre coté, il y a ceux qui, comme Barry Eichengreen, considèrent les propositions qui précèdent comme symboliques plutôt que pratiques : « changer le nom, *IMF Council* plutôt que *IMFC,* et réunir ce Conseil deux fois par an, est-ce cela qui va changer le processus de décision de *l'executive board* qui travaille à plein temps pour absorber l'abondante littérature du management en se réunissant jusqu'à quatre fois par semaine » ? se demande-t-il, par exemple. L'une et l'autre de ces critiques se comprennent mais pêchent par leur côté idéologique pour l'une, académique pour l'autre et sous-estiment en conséquence aussi bien les difficultés d'arriver à un accord que les effets qui en découleraient. Il faut donc soutenir les propositions de la Commission Manuel tout en les précisant ou en les complétant sur des points importants.

### *2.1.1. Le mandat*

Toute institution internationale résulte d'un accord entre ses pays membres qui définissent avec précision son mandat ; les choses paraissent claires, mais à tort. Le terme est, en effet, entouré d'une certaine ambiguïté : il y a derrière le mot « mandat » un contenu politique, celui qui a, par exemple, été donné dans un exposé des motifs au moment de la signature du traité, et un sens juridique. Le premier décrit les buts poursuivis et ce que les parties signataires attendent de l'institution, le second formalise des objectifs et des pouvoirs précis. Dans le cas du Fonds monétaire international, la mission qui lui est confiée est décrite à l'article IV de ses statuts de manière très générale : « le Fonds supervise le système monétaire international de manière à assurer son fonctionnement efficace ». Il faut adopter les dispositions qui donnent corps à cet objectif. Conformément aux leçons tirées de nombreuses expériences récentes, le Fonds doit, par exemple, se voir attribuer un mandat plus large en matière de mouvements de capitaux ; il s'agit de définir une ligne de crête étroite qui permette de tirer tous les bénéfices de la libéralisation, puisqu'elle favorise, en principe, une meilleure allocation internationale du capital, tout en protégeant les pays destinataires de ces flux contre les risques de déstabilisation de la balance des paiements dont on a eu de nombreux exemples. Il n'est pas question de revenir aux taux de change fixes, mais il peut être temps de reconnaître que la liberté absolue des mouvements de capitaux peut avoir des effets gravement déstabilisants pouvant aller à l'encontre des objectifs généraux poursuivis par la mondia-

lisation dont le secret réside dans les progrès de l'économie réelle. C'est une leçon des accords de Bretton Woods qu'il faut savoir adapter aux conditions présentes des échanges et des technologies financières.

Mais la limite évidente de formulations aussi ambitieuses que celles évoquées à propos de la mission du Fonds réside dans la traduction juridique qui lui est donnée. Or, les engagements internationaux auxquels ont souscrit les États membres concernent seulement les aspects monétaires de la balance des paiements (réglementation des flux, taux de change, réserves) ; aucune obligation plus substantielle n'ayant été faite, la responsabilité du Fonds est limitée à un domaine étroit, très restreint par rapport à l'idée de système. C'est là l'origine d'une défaillance au moins aussi importante que celle portant sur la représentativité, la légitimité des instances dirigeantes du Fonds. Lorsqu'on parle de surveillance, du prêteur en dernier ressort ou de la gestion du DTS, sur lesquels on reviendra plus loin, une chose est bien sûr de savoir qui parle et avec quel poids, et le monde de 2010 n'est évidemment pas celui de 1990, mais une autre chose, encore plus fondamentale, est de savoir ce à quoi les États membres s'engagent en définissant le mandat. Il serait vain de réduire la question de la gouvernance défaillante du système monétaire international à la question des chaises et des quotes-parts, question très importante mais dont la solution restera sans effet tant que ne seront pas redéfinis les objectifs et les outils d'une coopération internationale adaptés aux défis de la période. Cette question est celle du mandat que l'on discutera plus précisément dans les trois sections suivantes, la surveillance multilatérale, la gestion de crise et l'émission de l'actif de réserve.

### *2.1.2. Le Conseil*

La question de la gouvernance du système, d'après ce que l'on a dit des statuts, devrait être la question de la gouvernance du Fonds. Les choses sont plus complexes et la répartition des responsabilités en matière monétaire et financière internationale est devenue singulièrement baroque. Rappelons d'abord comment, dans le contexte mouvementé de la financiarisation de l'économie mondiale et de la volatilité des changes, le G7-finances s'est imposé à partir des années quatre-vingt comme « tuteur » politique de fait des institutions financières internationales : le besoin s'imposait d'une étroite coordination face aux crises financières ou de change mais les hauts fonctionnaires composant le *board* ne disposaient pas de l'autorité politique indispensable pour engager leurs gouvernements. Cette construction hybride a joué son rôle pendant deux décennies mais ses insuffisances sont désormais manifestes. Par où commencer une refonte de cette gouvernance ? La réponse s'impose d'elle-même, par la création (prévue par les statuts) du Conseil du FMI :

- *opportunité* : la création du G20-*leaders* change complètement la donne. Quoique ce G20 ait été qualifié de « premier forum économique mondial », ce ne sont évidemment pas les chefs d'État et de gouvernement qui vont être en charge, en permanence et en direct, des questions monétaires internationales. Est-ce que le G20-finances

peut prendre la suite du G7-finances et jouer ce rôle de tuteur ? Ce serait créer un hiatus peu compréhensible entre deux réunions de ministres des Finances, ceux qui travaillent avec les chefs d'État et de gouvernement pour la préparation des sommets, ceux qui travaillent pour la préparation des réunions des institutions financières internationales. La création du G20-*leaders* légitime la composition d'un groupe de 20, mais lequel ? Cette situation devrait imposer une clarification de la gouvernance financière et aboutir, enfin, à la création du Conseil du FMI, une décision véritablement stratégique, très loin de la question sémantique à laquelle la réduisent les sceptiques : avec la redistribution des parts, ce nouveau Conseil devrait plus fidèlement refléter les réalités du monde d'aujourd'hui ; surtout, il donnerait une réalité politique à la gouvernance de l'ensemble du système et, à la différence d'un groupe *ad hoc* comme le G7 ou le G20-finances ancien, il verrait cette autorité politique reposer sur un socle qui en assure la légitimité ;

- *faisabilité* : la création du Conseil, prévue par les textes, requiert « seulement » un vote du *board* avec une majorité de 85 %, ce qu'il ne faut pas considérer comme un obstacle insurmontable bien que cette décision ait jusqu'ici toujours été repoussée. Le présupposé qui sous-tend nos propositions, c'est qu'il peut y avoir une configuration financière et politique qui conduise en particulier les États-Unis à lever leurs objections traditionnelles ;
- *responsabilités* : Le nouveau Conseil exercerait ses responsabilités en matière stratégique et juridique. Ses fonctions sont énumérées par le rapport Manuel (septembre 2005), il faut en souligner deux axes. La fonction première du nouveau Conseil est la surveillance (exercice dont les résultats servent d'*inputs* aux réunions du G20-*leaders*), laquelle sera, comme on l'a déjà dit et comme on le précisera à la section suivante, plus étendue et plus mordante, et c'est là que se jouera le succès ou l'échec d'une meilleure coordination des politiques économiques et financières des États membres ; c'est là aussi que se formera le consensus sur l'évolution des normes et standards (dont l'élaboration est évidemment déléguée aux instances techniques) qui forment l'infrastructure de l'économie financière mondiale. Deuxièmement, le Conseil exercera la supervision des activités du Fonds, l'exercice par le Directeur général de ses responsabilités, le suivi des programmes, le lancement de nouvelles initiatives (nouvelles facilités, surveillance du compte de capital) et finalement – surtout si l'on s'engage dans la voie décrite à la section 2.4 – la gestion nouvelle du DTS.

La création du Conseil change l'architecture du pouvoir, ceux de l'« *executive board* » et ceux du Directeur général. Le premier devient une représentation permanente des ministres, il doit en conséquence perdre les responsabilités qu'il exerce dans la gestion au jour le jour, le second gagne en indépendance, mais au prix d'une supervision politique plus forte par son

Conseil. Dans ce nouvel équilibre, la présence plus forte du Conseil est un atout en termes d'engagement politique, mais elle comporte aussi un risque d'enlisement fréquent dans les arrangements intergouvernementaux. Le Directeur général (DG) de l'institution ne peut pas dans ce contexte être seulement porteur d'un compromis douloureusement établi entre ses actionnaires après qu'ils se soient mis d'accord sur un plus petit commun dénominateur, il doit être une force d'entraînement, il doit voir son profil également rehaussé. Il faut en bref lui donner la capacité d'exercer pleinement la responsabilité que définit l'article IV : s'élever au-dessus des égoïsmes nationaux et défendre ardemment le « fonctionnement efficace du système monétaire international ». L'action du FMI depuis la crise, le prestige et l'utilité qu'il a retrouvés sont au demeurant des conditions propices pour s'engager dans un tel changement. Mais pour acquérir cette stature, il faut placer le DG dans une posture permettant véritablement l'exercice de cette indépendance, par exemple, un mandat allongé et l'absence de renouvellement. Questions décisives, qu'il est dommage de voir, pour des raisons bien compréhensibles, obscurcies par les efforts visant à mettre fin au monopole européen sur le poste, une situation qui est évidemment difficilement justifiable et acceptable au XXI$^{e}$ siècle. Mais franchement, imagine-t-on que, toutes choses égales d'ailleurs, un *managing director* asiatique ou latino-américain soit demain dans une meilleure posture que ses prédécesseurs pour réduire les déséquilibres globaux et la volatilité excessive des taux de change ? Non, le jour où cette joute sera tranchée, ce sera un *aggiornamento* bienvenu ; mais la question qui subsistera, ce sont les pouvoirs de l'institution, ceux du DG, sa capacité à intervenir sur la scène internationale au plus haut niveau en donnant vie à la conception de l'intérêt général que ses actionnaires lui ont donné mission de défendre.

### 2.2. La surveillance multilatérale

Le Fonds, entend-on souvent dire, a failli dans sa mission de surveillance. Sans doute aurait-il dû y avoir face à la montée des périls une expression plus sonore de l'institution, comme a essayé de le faire la Banque des règlements internationaux (BRI). Mais ce reproche s'adresse en fait en grande partie aux actionnaires longtemps soucieux de laisser le sujet des « déséquilibres globaux » – et celui sous-jacent des déficits américains – sous le boisseau. Il y a donc clairement un aspect politique et une partie de la solution, importante mais partielle, réside (*cf.* section précédente) dans l'indépendance accrue de l'institution et de son Directeur général. Cette question a son pendant analytique : le Fonds est mal équipé pour aborder de front ces déséquilibres à dimension systémique. Or la leçon principale de la crise est que, dans une économie financière mondialisée, les risques les plus importants sont de nature systémique. D'où l'inadéquation de la surveillance du Fonds qui s'est, jusqu'ici, exercée au niveau de chaque pays pris isolément. Cette approche ayant été manifestement prise en défaut, il

faut bien introduire l'idée de « surveillance multilatérale ». De là vient la nécessité d'adapter le champ et les méthodes de travail du FMI. Pour remplir la mission du Fonds, qui consiste en principe comme on l'a vu à « assurer le bon fonctionnement du système monétaire international », il faut, dans le contexte actuel, systématiser une approche fondée sur la compréhension des interdépendances, ou *spillovers*, étendre la compétence de l'institution dans le domaine de la surveillance du secteur financier et définir une approche pour traiter des pays ayant une importance systémique.

Le Comité monétaire et financier international a demandé à l'automne 2009 de procéder à une revue de ces questions de manière à « couvrir l'ensemble des politiques macroéconomiques et financières qui affectent la stabilité globale » et le Fonds monétaire a engagé une réflexion sur ces questions. Face à l'ampleur de ce chantier, une question importante doit être soulevée d'entrée de jeu, elle porte sur la nécessité, ou sur l'opportunité, de modifier les articles du Fonds qui forment le socle légal de l'institution. Ces articles sont le résultat d'un traité international qui a fixé les vues des signataires sur les missions et les pouvoirs de l'institution. Engager une révision des articles donnerait le signal d'une grande ambition mais ce serait aussi un exercice diplomatique difficile, peut-être même aventureux : il vaut probablement mieux n'envisager cette solution qu'en cas d'absolue nécessité. Peut-être les articles sont-ils assez flexibles ou encore incomplètement utilisés pour faciliter cette adaptation ?

L'article IV, section 3a, donne au FMI, comme on l'a vu, un mandat apparemment très large mais les obligations des membres qui en résultent se limitent à l'adoption de politiques favorisant la stabilité de leur propre économie (toujours l'hypothèse du « petit pays »). L'expérience acquise depuis plusieurs années en matière de surveillance multilatérale a démontré qu'il n'était pas facile de s'appuyer sur ce cadre pour traiter des conditions systémiques de la stabilité et c'est cela qu'il faut corriger en priorité. Le Fonds n'a pas jusqu'ici explicité ce que pouvait représenter cette surveillance multilatérale en termes de processus, de contenu ou même de données. Pour progresser dans cette direction et combler ces manques, il ne semble pas nécessaire, en suivant ici l'opinion des juristes du FMI, de modifier les articles. Pour donner du mordant à la mission très générale définie dans l'article IV, il est possible, et d'ailleurs usuel, de le faire sous forme d'une décision organique du Conseil. Cette décision serait le moyen de définir de manière plus explicite ce qui est attendu du Fonds et de manière plus contraignante les obligations des États membres. Par quelle face aborder cette difficulté ?

Depuis plusieurs mois, le FMI a procédé à des consultations mettant couramment en avant la nécessité de mieux surveiller les risques proprement financiers. Cette extension du champ d'investigation du Fonds est souhaitable et d'ores et déjà en cours comme l'illustrent les exercices liés aux demandes du G20, *Early Warning Exercise* ou *G20 Surveillance Notes*. Mais le Fonds ne peut pas non plus être une instance universelle de supervision

de l'industrie financière mondiale : personne au demeurant n'attendait que ce soit le Fonds qui lance les alertes les plus claires sur la situation de Bear Stern ou de Lehmann Brothers et ce n'est d'ailleurs pas pour cela qu'il a été critiqué. La crise a en revanche démontré l'extraordinaire enchevêtrement des facteurs macro- et micro-financiers dans l'accumulation progressive des tensions : c'est logique, le volet macro, à savoir une croissance trop rapide du crédit, est (en se limitant à l'essentiel) intimement lié au volet micro, un *leverage* trop élevé dans les grandes institutions financières. Ce sont ces deux aspects qu'il faut à l'avenir mieux articuler en précisant les termes de la coopération entre le Fonds et le Forum de stabilité financière (*Financial Stability Board*) puisqu'il y a inévitablement recouvrement partiel de compétences : les deux instances ont le regard à la fois sur les conditions macro- et micro-systémiques.

Mais le Fonds doit, dans cet exercice, se concentrer sur son cœur de métier, la stabilité du système monétaire international. Le *management* a de nombreuses fois attiré l'attention sur le fait que les chocs financiers pouvaient fort bien se transmettre par d'autres canaux que la balance des paiements ; l'exemple hongrois a été souvent cité à ce propos. Prolongeant cette ligne de pensée, le Fonds a régulièrement mis l'accent sur les données qui lui manquent (*data gap*) pour procéder à ces évaluations, déplorant, en sous-entendu, l'absence d'accès aux données des institutions financières pouvant présenter des risques systémiques. Cependant, ce n'est pas le bon angle d'attaque et ce d'abord parce que l'article VIII dispose explicitement que les États membres n'ont pas l'obligation de fournir des données individuelles au FMI. C'est l'application d'une règle générale qui réserve l'accès aux données individuelles des sociétés financières à leurs seuls superviseurs.

Mais il y a une raison plus fondamentale, tenant à la mission centrale du Fonds, à savoir la monnaie internationale ; le noyau dur, ce sont les balances courantes et les taux de change et la question est simple à formuler : comment faire en sorte que les règles communes s'appliquent à tout pays, déficitaire ou excédentaire, acteur stratégique aussi bien que petit pays ? Il n'y a pas d'exemple de ce que ni les grands pays ni les pays massivement excédentaires se prêtent de bonne grâce à la pression des pairs. Le mécanisme de « surveillance » mis en place à Pittsburgh (*Mutual Assessment Process* ou MAP) est une étape positive pour permettre l'examen des stratégies de sortie de crise. Il n'y a sans doute, malheureusement, aucune chance qu'il réussisse à infléchir substantiellement les politiques économiques décidées à Washington, Pékin ou Berlin. Cela ne signifie pas que ces capitales refusent de se soumettre à des disciplines collectivement acceptées ; l'exemple de l'OMC, de son organe de règlement des différends et de leur mise en œuvre même par les acteurs les plus puissants en est une démonstration suffisante et c'est de cet exemple qu'il faut, en termes d'économie politique, s'inspirer. Mais comme le démontre l'exemple du commerce, il ne suffit pas de s'accorder sur les principes (l'OMC), il faut aussi définir les instruments permettant de les traduire en actes (l'ORD) et accepter leur

application (les sanctions). Pour instaurer une surveillance multilatérale plus mordante, finalement, il faut trancher un objectif assez simple en principe, maintenir (comme l'a proposé un peu brutalement le Secrétaire au Trésor américain Tim Geithner) les déséquilibres des balances courantes dans certaines limites, puis convenir de certains principes correcteurs, c'est-à-dire, en particulier, donner une ancre à toutes les monnaies. Ainsi posée dans les termes où elle doit l'être, la question sort évidemment du terrain de la surveillance macroéconomique.

À ce stade on peut envisager de franchir le pas qui sépare la surveillance ou la recommandation et la mise en œuvre d'actions plus concrètes. Mentionnons, à titre d'exemple, une proposition récente qui s'appuie sur l'idée de réciprocité dans l'ouverture du compte de capital et qui rendrait conditionnel l'accès de certains pays peu ouverts aux instruments financiers d'autres pays. La proposition est intéressante lorsqu'il s'agit de petits pays, mais on en voit mal la portée et les conséquences s'il s'agit, toutes choses égales par ailleurs, d'interdire aux institutions financières chinoises d'acquérir des titres du Trésor américain. D'autres solutions, plus puissantes, sont possibles comme celle consistant à lier l'attribution de DTS (*cf.* section 2.4) à certains critères. Autre proposition, également apparue dans le débat, plus directement en ligne avec l'origine du problème, le déséquilibre de la balance courante : appliquer, en fonction des indicateurs de réserve ou de balance, des sanctions commerciales gérées sur le plan opérationnel par l'OMC. De telles mesures ne sont pas en désaccord avec les dispositions prévues dans les accords du GATT conclus en 1947 (l'article 2 alinéa 6 dispose que « des droits ou impositions spécifiques peuvent être appliqués… [au cas où]… le pair, accepté ou reconnu par le Fonds, serait réduit de plus de 20 % »). Ces nombreuses pistes montrent que l'inaction n'est pas la seule option, on y revient dans la dernière section.

### 2.3. Le prêteur en dernier ressort

Ce sont les banques centrales, pas le FMI, qui ont été les plus rapides au moment où la crise s'est déclenchée. À l'origine, c'est la nature même du problème qui est en jeu : le blocage du crédit interbancaire crée une situation bien différente de celle d'un pays confronté à une crise de paiements. Très vite, pourtant, le blocage du crédit a placé nombre de pays émergents dans une situation délicate et ce sont là aussi les banques centrales, la Fed en particulier, qui ont mis en place des accords de *swap* permettant de faire face à l'urgence. Ces interventions massives ont été l'une des lignes de défense les plus importantes pour éviter que la récession ne dégénère en dépression. Mais rien ne garantit que les banques centrales, dont les bilans ne peuvent enfler à l'infini, veuillent – ou même puissent – à l'avenir renouveler de tels soutiens. D'où le rôle critique que doit être prête à jouer une organisation multilatérale pour assurer la continuité de la circulation monétaire internationale.

La crise financière a démontré que l'économie mondiale avait toujours besoin d'un FMI actif. Le Fonds a d'ores et déjà adapté sa panoplie, avec la création de la *Flexible Credit Line (FCL)*, et le G20 a rapidement décidé d'augmenter ses ressources. Il faut le mettre en situation de faire face le cas échéant, à des situations plus critiques. La crise grecque a bien démontré les dangers auxquels on s'exposait en ayant à négocier la nature même des opérations à entreprendre au moment où il faudrait plutôt agir et décider avec rapidité des modalités concrètes d'une intervention : le temps perdu ne se rattrape pas et les marchés, en sanctionnant non sans raison les contradictions et l'inefficacité de l'action collective, rendent, une fois la crise déclenchée, la recherche de la solution sans cesse plus difficile. Mieux vaut prendre les devants.

La création de la FCL est aussi une illustration de la flexibilité des articles définissant la mission du Fonds puisque la conditionnalité traditionnellement attachée aux interventions du Fonds a pris la forme nouvelle d'une conditionnalité *ex ante*. Pour garantir la même sécurité des prêts, un processus de qualification exigeant a été mis en place. Même s'il s'avère ainsi possible de faire appel avec souplesse aux principes fondateurs, par exemple, la référence au financement de la balance des paiements, il n'est pas sûr que cet instrument soit adapté à des circonstances critiques. Il est en tout cas certain que l'appel au Fonds reste couramment perçu comme une marque d'opprobre depuis la crise asiatique, d'où l'utilisation modeste de cette ligne de crédit. Il serait sage de rendre cet instrument (et celui qui lui est associé, *High Access Precautionary Arrangements*) plus efficace et plus attractif en aménageant les conditions d'accès, la durée ou les montants. Des arbitrages seront inévitables entre la rigueur des critères à respecter pour garantir la sécurité des interventions et la souplesse avec laquelle les décisions devront éventuellement être prises.

Plaçons-nous maintenant dans une hypothèse plus délicate encore : comment faire face à une crise des dettes souveraines d'une ampleur comparable à celle de la finance privée en septembre 2008 ? Face à un choc mondial, à une crise de nature systémique, le Fonds serait-il en mesure de jouer le rôle qu'ont à l'époque rempli la Fed et les autres banques centrales ? Dans un tel contexte, il ne s'agit pas de rétablir la crédibilité d'un emprunteur en difficulté mais de restaurer la confiance dans le système financier dans son ensemble. Cette éventualité constituerait en quelque sorte la responsabilité ultime du « prêteur en dernier ressort » : délivrer massivement de la liquidité à plusieurs pays pouvant avoir une importance systémique. Il n'est pas trop tôt pour mettre sur pieds un nouvel instrument offrant la possibilité d'une intervention massive, rapide et lisible pour étouffer le risque de crise systémique dès son apparition. On arrive ainsi naturellement au DTS.

### 2.4. Un instrument de réserve multimonétaire

Le DTS, construction des années soixante-dix, était tombé jusqu'à une date récente dans un quasi-oubli. Il a refait surface au printemps 2009. Face à la crise, le sommet du G20 a mobilisé toutes les ressources pour lutter

contre la « grande récession ». Les principaux pays ont été invités à creuser massivement leurs déficits en faisant appel aux marchés de capitaux pour les financer. Et c'est pour étendre cette politique de relance généralisée aux pays n'ayant pas cette latitude d'action budgétaire et financière qu'a été adoptée l'idée d'une nouvelle dotation de DTS (restant au demeurant de proportion modeste, environ 4 % des réserves mondiales). Le DTS, dans ce cas, a servi d'instrument de financement. Sur un tout autre plan, la proposition du Gouverneur Zhou d'en faire le pivot d'un nouveau système monétaire a retenu l'attention du monde entier : ce fut un geste dont la signification exacte n'a pas sur le moment été bien mesurée mais qui, de par son auteur et sa portée, semblait annoncer qu'une page nouvelle de l'histoire monétaire allait être écrite. Peut-on, faut-il, s'engager dans cette voie ?

Il n'est pas nécessaire de revenir sur la valeur future des immenses réserves en dollars accumulées de par le monde. Depuis les années soixante, les nations créditrices redoutent à intervalles réguliers que les États-Unis soient tentés de repousser le poids de leurs obligations en cédant à la tentation inflationniste, il y a là un parallèle évident avec les inquiétudes sur le sort de la livre sterling dans l'entre-deux-guerres. Nous sommes aujourd'hui dans des circonstances à certains égards comparables puisque la dynamique de l'endettement externe des États-Unis s'est encore accélérée avec la nécessité de lutter contre la crise ; ce à quoi il faut ajouter la crainte d'un retour à un niveau d'inflation plus élevé puisque cette hypothèse est ouvertement débattue, y compris au Fonds monétaire, comme un moyen d'atténuer dans l'avenir le fardeau des dettes publiques, une hypothèse alimentée à l'automne 2010 par le programme monétaire de la Fed appelé *Quantitative Easing* II. Tout s'est donc passé comme si le Gouverneur Zhou avait précocement exprimé tout haut une crainte largement répandue, le fait que les États-Unis approchent à nouveau (c'est-à-dire comme en 1971) du point où l'excès d'offre de dollars ébranle la foi universelle dans les actifs libellés dans cette monnaie.

Malgré ce contexte, la résurrection du DTS est une hypothèse exclue par tous ceux qui considèrent qu'il n'est pas et ne peut pas devenir une monnaie internationale. L'argument, solide à première vue, repose fondamentalement sur le lien jugé « incontournable » entre une « vraie » monnaie et une économie nationale qui la porte, argument à la fois économique (derrière le dollar, il y a le PIB américain) et politique (le dollar comme expression de souveraineté monétaire). Formulée dès les années soixante, cette critique avait alors été écartée : ce qui fait du dollar une monnaie internationale, ce n'est pas la possibilité d'acquérir 1 dollar de PIB américain (n'importe quelle monnaie convertible le permet), c'est le fait d'être accepté universellement et sans hésitation. La question se pose dans les mêmes termes aujourd'hui. Que le DTS ne soit pas devenu le « principal actif de réserve du système monétaire international », comme il était prévu et comme il est écrit dans les statuts amendés du Fonds (article VIII.7), prouve seulement que cette avancée extraordinaire ne s'est pas encore concrétisée. Les sceptiques marquent un point ! Pour autant, il ne faut pas en surestimer la

portée. Il fut après tout une époque où l'on ne concevait pas que la monnaie internationale puisse exister sans lien avec l'or, attention à ne pas commettre la même erreur. Les sceptiques mésestiment en tout cas l'absence d'ambiguïté sur le fait que le DTS étant universellement accepté par les banques centrales en règlement de devises convertibles, il constitue d'ores et déjà clairement un instrument monétaire. Contrairement au quasi-consensus qui réunit les économistes sur ce sujet, nous défendons ici l'idée qu'une monnaie composite puisse, pour la première fois dans l'Histoire, jouer le rôle d'instrument monétaire international : au niveau conceptuel, la rupture est certainement moindre que celle effectuée par nos prédécesseurs qui ont dû renoncer aux certitudes confortables de l'étalon-or. Keynes, finalement, pourrait-il l'emporter ?

Les causes fondamentales qui expliquent que le DTS une fois créé ait été maintenu pendant des décennies dans un statut mineur tiennent aux circonstances plus qu'à sa nature. Sur le plan strictement monétaire, l'introduction d'un nouvel actif de réserve international répondait dans les années soixante aux craintes de pénurie de liquidité internationale. D'où l'idée – proprement révolutionnaire – suivant laquelle le FMI serait le gardien de la base monétaire mondiale, laquelle consisterait en un montant plus ou moins donné d'or et une quantité élastique de DTS. Cette crainte a disparu aussi vite que se creusait le déficit américain. Sur le plan politique, les États-Unis n'étaient pas prêts à renoncer aux avantages que procure le privilège d'émettre la monnaie de réserve ; subsidiairement, le monde en développement ne trouvait d'intérêt au DTS que dans l'hypothèse où serait établi un lien avec l'aide, une fraction élevée des nouvelles émissions leur étant directement attribuée ; thème important, lui aussi remis à l'ordre du jour par le rapport Stiglitz, mais qui ne relève pas de la logique du SMI et dont on peut craindre qu'il suffise à ensabler le dossier. Que cette idée – l'alimentation rationnelle de l'économie mondiale en liquidité – n'ait pas connu les développements que ses concepteurs attendaient ne la disqualifie pas mais signifie peut-être que son heure n'était pas venue. D'ailleurs, les années soixante-dix ont connu un pas significatif rapprochant le DTS d'un statut de monnaie internationale : la reconnaissance de ce qu'il n'y aurait pas de retour au système antérieur et que les changes étant devenus durablement flottants, la convention initiale alignant le DTS sur le seul dollar n'avait plus de sens, il serait désormais défini comme un panier de monnaies (16 au début, puis 5 puis 4 avec la création de l'euro). Rien n'interdit de réfléchir à son adaptation, par extension, à d'autres devises, par exemple, le moment venu, le yuan, une évolution moins improbable depuis que le Secrétaire au Trésor américain l'a (en ajoutant des conditions qui ouvrent la porte à la négociation) lui-même mentionnée au séminaire de Nankin en mars 2011.

Est-il alors économiquement concevable que le DTS joue à l'avenir un rôle significatif ? Cette question se dédouble naturellement en un aspect offre et un aspect demande. D'un côté, il faut une émission suffisante pour assurer une liquidité satisfaisante aux instruments en DTS ; de l'autre, il faut introduire le DTS dans la sphère privée en favorisant son utilisation dans

ses différentes fonctions : facturation (par exemple, évolution du marché du pétrole vers une cotation en DTS), transaction (gestion de comptes en DTS), financement (émission de dettes en DTS). On a répété que de telles évolutions ne se décrétaient pas, qu'elles résultaient de la concordance de myriades de décisions décentralisées et cela constitue aux yeux de certains un obstacle quasi insurmontable. L'observation est correcte mais la conclusion est erronée. Tous les réseaux reposent sur l'exploitation d'externalités ; leurs bénéfices – comme l'Internet nous le démontre quotidiennement et comme l'économie des réseaux l'a clairement établi – sont immenses lorsqu'ils sont pleinement développés, minimes lorsque les utilisateurs sont peu nombreux parce que ces fonctions sont remplies par des instruments anciens. Il est tout simplement faux de penser que des orientations politiques claires et instrumentales restent sans effet sur ces comportements : imaginons seulement ce qui se passerait si la Chine décidait de procéder à ses achats de pétrole et de matières premières sur la base de cotations en DTS ; on peut parier que la mise au point des dispositifs techniques nécessaires pour répondre à l'attente de ce client ne serait pas longue, après quoi l'industrie financière déploierait tous ses talents pour offrir le service correspondant à l'étape suivante, la facturation et le paiement. Étendre l'usage du DTS revient à créer un bien public global, les difficultés pratiques qu'il faut surmonter sont immenses ; mais la question, à ce niveau, ne tient pas, encore une fois, à la nature du DTS comme instrument synthétique mais à l'évaluation des bénéfices qui pousserait les gouvernements à œuvrer collectivement pour surmonter ces difficultés. Et, comme on l'a vu, la Chine, par son seul comportement, pourrait sans doute faire évoluer bien des choses ! Bien sûr, cela ne se fera qu'avec la plus extrême prudence car, à l'inverse, le volontarisme politique ne suffit évidemment pas et l'on voit immédiatement les risques que soulèveraient des initiatives inconsidérées : mal conçues ou mal coordonnées, elles seraient un facteur déstabilisant aboutissant à des résultats contraires à l'objectif poursuivi. Promouvoir un successeur au dollar, c'est une campagne à n'engager qu'après mûre réflexion !

En supposant ces conditions pratiques remplies, on vérifie que la promotion du DTS présenterait bon nombre des propriétés que l'on attend d'un système monétaire efficace. Un système « centré sur le DTS » se distinguerait de celui que nous connaissons en ouvrant comme on l'a dit la possibilité d'une offre contrôlée de liquidité internationale, *cf. infra*, la fin du privilège exorbitant attribué au pays émetteur de la monnaie de réserve et la mutualisation du seigneuriage. Le DTS procure une diversification automatique des réserves, c'est un facteur de stabilité. Que le DTS constitue un instrument sûr de réserve de valeur dépendra du comportement des monnaies du panier, ni plus ni moins. On notera à ce propos que les poids des différentes monnaies dans le panier étant fixés en nominal (0,44 dollar pour 1 DTS, par exemple), les poids relatifs s'ajustent continuellement en fonction des variations des changes ; une monnaie qui s'apprécie parce qu'elle est considérée comme une valeur refuge voit son poids dans le panier augmenter automatiquement. L'allocation de DTS réduira la tentation d'accumuler des surplus

courants pour accroître les réserves par précaution, ce ne sera pas suffisant pour rééquilibrer les balances mais l'impact est dans la bonne direction.

Ce que l'on vient de présenter, un usage plus répandu du DTS, son utilisation pour accroître la liquidité internationale ou pour faire face à des situations de crise financière aiguë, tout cela constitue des étapes en direction, à plus long terme, d'un système véritablement centré sur le DTS. On rencontre alors d'autres difficultés, comme celle du compte de substitution, qu'il n'est sans doute pas opportun d'aborder dans un premier temps compte tenu de l'opposition, à ce jour irréductible, du Congrès des États-Unis à toute discussion sur le partage d'un quelconque fardeau lié aux balances dollar existantes. En revanche, une autre question ancienne pourrait revenir dans ce débat et jouer, si un accord se dessinait à ce propos, un rôle décisif ; il s'agit de l'« indicateur de réserve » (ou d'un indicateur de balance de base) définissant pour chaque participant un tunnel guidant le processus de surveillance multilatérale ; ce tunnel serait un élément important de la surveillance, il pourrait, de manière plus directive, conduire à une obligation d'ajustement de manière à maintenir l'un ou l'autre de ces indicateurs dans une marge raisonnable de fluctuation ou même constituer un paramètre dans l'attribution des droits nouveaux.

On voit combien les efforts nécessaires pour ouvrir ce chantier sont grands, ils représentent un pas en avant très significatif par rapport à ce qui a été entamé par le G20 depuis sa création. Quelles conditions faut-il réunir pour réussir ? Il faut d'abord une clairvoyance intellectuelle partagée de ce que serait le système pleinement développé, il faut ensuite des trésors de diplomatie pour négocier les étapes, il faut enfin une volonté de coopération internationale dont l'Histoire donne peu d'exemples. Mais à situation exceptionnelle, réponse exceptionnelle : ces conditions peuvent être réunies pour peu que les gains attendus en engageant un tel processus soient supérieurs aux coûts. Comment établir ce bilan ? Premièrement, il n'est pas certain, indépendamment de l'initiative déjà prise par le Président de la République française, qu'il soit dans le meilleur intérêt du G20 et de ses membres d'entretenir un silence assourdissant sur les questions monétaires internationales : car le résultat du nouvel échafaudage international, est qu'il n'y a plus d'enceinte pour discuter des taux de change, un G7-finances n'a pas de prise sur le yuan et la Chine refuse que la question soit posée en G20, quel « Gx » convoque-t-on en cas de crise monétaire internationale ? À ce stade, on l'a vu après la catastrophe de Fukushima, face aux attaques spéculatives contre le yen, le seul rempart, c'est le G7, nouvelle preuve de l'importance du Gx mais solution devenue anachronique. La crainte du scénario de rupture réveillée par la crise grecque peut aussi être un mobile puissant pour pousser à prendre le risque d'une initiative commune. Enfin, le programme qui a été esquissé n'empiète pas de manière agressive, au moins dans ses premières étapes sur les souverainetés nationales. Ce que l'on a décrit jusqu'ici n'est pas véritablement un système centré sur le DTS, mais constitue plutôt un système multidevises reposant sur un ensemble

de monnaies de premier rang auquel est ajouté un instrument synthétique en devenir.

On voit ainsi pourquoi ces propositions sont intéressantes à évaluer sous l'éclairage de l'économie politique. Sur le plan économique et intellectuel, cet éclairage est en phase avec la vision de l'économie mondiale qui se dégage de la crise : toujours confiante dans les ressorts fondamentaux de l'économie de marché mais dubitative sur les formulations extrêmes comme la théorie des marchés efficients, reconnaissant que les États ont un rôle à jouer pour assurer une offre adéquate de biens collectifs, renonçant à l'idée de convergence des capitalismes vers le modèle anglo-américain et appelant à faire coexister des logiques sensiblement différentes. Sur le plan géopolitique, un système multidevises incorporant le DTS reflète un monde multipolaire où aucun pays n'a la capacité de fixer les règles du jeu ; mais dans ce monde, les principaux acteurs ont aussi un intérêt profond à éviter l'instabilité que l'on a connue dans l'histoire récente et qui ne peut, toutes choses égales d'ailleurs, que s'amplifier : la Chine parce qu'elle a besoin de sécurité quant à la valeur de ses actifs externes ; les États-Unis parce que l'ampleur de ces deficits extérieurs place une épée de Damoclès sur la conduite de leur politique monétaire et donc sur leurs perspectives de croissance ; l'Europe, parce qu'elle ne peut accepter l'idée que la volatilité du dollar propulse l'euro à des niveaux aboutissant à la destruction de son industrie. Il serait naïf de croire que ces trois zones fixent leurs choix uniquement en fonction de telles considérations, ce n'est évidemment pas le cas. Mais l'existence d'une convergence même partielle d'intérêts nous place du bon coté de la maxime de Guillaume d'Orange : « un espoir – même ténu – est suffisant pour entreprendre un aussi vaste projet ».

## Conclusion

L'économie mondiale a, pendant quinze ans, engrangé les bénéfices tirés du processus de mondialisation : plus de croissance, plus d'échanges, des centaines de millions de personnes sortant de la pauvreté, des ajustements parfois difficiles mais surtout des opportunités insoupçonnées jusque-là. Mais elle a aussi dû en payer le prix : l'amplification des déséquilibres globaux, la création incontrôlée de liquidités, la complémentarité mais aussi la concurrence entre différentes sortes de capitalismes. Nulle part le contraste n'est plus grand qu'en matière monétaire où coexistent un régime de changes flexibles, en particulier entre le dollar et l'euro, et la recherche d'un change stable en particulier pour le yuan. Il est légitime de caractériser cette configuration comme un « non-système » parce qu'elle ne repose sur aucun mécanisme assurant sa régulation, qu'il s'agisse d'ajustements de marché ou de décisions administratives ou politiques. Abandonné aux forces que l'on a vues à l'œuvre, le sort des principales monnaies sera marqué par une volatilité croissante des marchés et par les tensions internationales qui en découleront inévitablement.

Avec la crise financière et les difficultés économiques durables qui en résultent, une reconfiguration est devenue urgente. On ne peut exclure que cela se produise sous la pression d'une nouvelle crise. L'heure n'est plus à célébrer le succès des politiques de relance ; la crainte du protectionnisme et des guerres monétaires est de retour. D'un autre coté, on peut penser qu'une fenêtre d'opportunité est actuellement ouverte, plusieurs facteurs favorables sont réunis. La première de ces conditions propices, c'est qu'il n'y a pas, entre les principaux acteurs, le type de dissensions et de rivalités stratégiques qui ont si lourdement pesé dans l'entre-deux-guerres. Ce qui domine aujourd'hui, c'est plutôt le poids d'intérêts économiques qui ne sont pas identiques mais à tout le moins étroitement entremêlés. Il y a une crainte répandue de voir se dérouler un scénario de rupture qui entraînerait l'économie mondiale dans son ensemble vers l'abîme que l'on a jusqu'ici évité. Ce sentiment d'un intérêt partagé est une condition nécessaire mais certainement pas suffisante pour surmonter les obstacles opposés à un dialogue constructif dont on voit bien qu'ils sont sérieux puisque les taux de change – le noyau dur des questions monétaires internationales – sont, de fait, exclus du dialogue noué depuis deux ans au sein du G20. On ne parviendra à rien en accusant les uns ou les autres, ce que les Chinois, éduqués par des années de dialogue bilatéral avec les Américains, qualifient de « *finger-pointing* ». Le système économique international est à une bifurcation et, comme le Président de la République française l'a proposé, c'est le système dans son ensemble qu'il faut mettre sur la table. Est-ce réaliste ?

Les systèmes monétaires internationaux se succèdent selon une logique endogène. Il serait inconséquent et inefficace d'aborder la question sous la forme d'un projet achevé auquel les parties seraient appelées à souscrire, l'heure n'est ni au plan White ni au plan Keynes. Ce qu'il faut imaginer, en tirant les leçons de l'Histoire, c'est une solution répondant, comme on l'a vu pour les précédents, à trois conditions. Il faut d'abord que ce système traduise dans ses institutions et ses mécanismes la logique des forces économiques et financières aujourd'hui à l'œuvre, une logique marquée par une pluralité de systèmes économiques dont il faut organiser les relations. Il lui faut ensuite refléter les réalités géopolitiques de l'heure, prendre en particulier en compte de manière équilibrée le poids et les intérêts des trois principaux acteurs. Il faut enfin un projet en phase avec l'état des idées et doctrines en matière financière, un projet qui exprime une vision, non pas identique mais acceptable par tous, du type d'articulation que connaîtra le début du XXI$^{e}$ siècle entre forces de marché et responsabilités des gouvernements.

On a esquissé dans la seconde partie ce qui pouvait être mis sur la table dans cet esprit pour servir de point de départ à une telle entreprise. Il y faut évidemment pas mal d'audace et beaucoup de modestie. Il y a peu de précédents et, comme on le sait, celui de Bretton Woods ne s'était heureusement conclu que sous l'influence déterminante des États-Unis, la partie est aujourd'hui plus complexe. Une nouvelle gouvernance centrée sur le

FMI, la surveillance multilatérale traitée avec sérieux et dotée de moyens plus mordants, une capacité accrue de faire face à de nouveaux chocs, une extension du rôle du DTS et sa possible utilisation pour régulariser les relations de change, cela paraîtra peu à certains, irréaliste à d'autres. En tout cas, c'est un paquet qu'il faut aborder de front et c'est peut-être la dernière sortie avant la « guerre des monnaies ».

# Résumé

La réforme du système monétaire international figure en bonne place parmi les discussions que la France entend conduire au cours de son année de présidence du G20. Au-delà des « mesures de crise » engagées au plus fort de la tourmente financière, il s'agit de repenser de manière ambitieuse l'ensemble des règles, des conventions et des institutions internationales qui régissent la détermination des taux de change, la provision internationale de liquidité, ou encore les flux internationaux de capitaux. Les trois contributions qui composent ce rapport proposent des pistes pour engager cette réforme.

## 1. Pourquoi réformer le système monétaire international ?

Pourquoi réformer le système monétaire international ? Parce qu'il est un non-système, issu de l'effondrement du système de Bretton Woods, et qu'il apparaît favoriser de nombreux déséquilibres : une volatilité excessive des taux de change ; des renversements brutaux des flux de capitaux privés ; des déséquilibres externes persistants et à « contre-courant » (les flux de capitaux nets s'orientant des pays émergents vers les pays riches) ; des mécanismes d'ajustement asymétriques entre pays emprunteurs et pays prêteurs ; une asymétrie également dans les mécanismes d'ajustement entre les États-Unis, dont le dollar reste la devise clef du système actuel, et le reste du monde ; une accumulation excessive de réserves de change par les pays émergents. Il y a certes matière à controverse quant au lien entre ces déséquilibres et la crise financière récente. Toutefois, il est clair que le non-système actuel ne favorise pas les ajustements.

Il apparaît également en décalage avec l'économie mondiale, dont les contours ont été significativement élargis par la montée en puissance des grands pays émergents. Le poids encore prépondérant du dollar fait du système actuel un système unipolaire, qui s'oppose au caractère tripolaire de l'économie mondiale, où l'Amérique du Nord ne pèse pas davantage que l'Europe ou l'Asie. Ainsi se joue une transition inévitable, et qui dans une certaine mesure est déjà amorcée, vers un système monétaire plus « multipolaire » dont les piliers pourraient être le dollar, l'euro et le yuan lorsque ce dernier sera devenu convertible.

Les contributions d'Agnès Bénassy-Quéré et Jean Pisani-Ferry, d'une part, et celle d'Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey, d'autre part, se placent toutes deux dans cette perspective d'une transition vers un système monétaire international multipolaire.

## 2. Avantages et inconvénients d'un système monétaire international multipolaire

Selon Agnès Bénassy-Quéré et Jean Pisani-Ferry, un tel régime peut s'avérer le meilleur comme le pire des systèmes selon le degré de flexibilité des taux de change qui l'accompagne et le degré de coordination multilatérale. La transition pourrait en effet se révéler douloureuse sur fond de guerre des monnaies, de restrictions aux flux de capitaux… Aussi la communauté internationale devrait dès aujourd'hui se préparer à cette évolution et créer les conditions d'une transition sans heurts, en favorisant la flexibilité des taux de change (n'excluant pas les accords monétaires régionaux) et l'internationalisation de la monnaie chinoise, voire aussi celle de l'euro. Ils préconisent pour cela d'étendre le mandat du FMI à la surveillance du compte financier, de mettre en place un code de conduite sur l'usage des interventions de change et des contrôles des capitaux, de renforcer les dispositifs de fourniture de liquidité en cas de crise et de mettre en place une coordination des banques centrales pour la gestion de la liquidité mondiale. Autant de conditions pour tirer les bénéfices de la multipolarisation progressive du système. Car Agnès Bénassy-Quéré et Jean Pisani-Ferry s'attendent en effet à ce que l'évolution vers un système multipolaire apporte des améliorations. Au regard de l'efficacité économique, en favorisant la diversification des réserves, un système multipolaire devrait limiter l'accumulation de ces dernières et améliorer la circulation du capital entre les blocs et au sein des blocs, favorisant ainsi une meilleure allocation du capital. La substituabilité accrue des devises clés devrait aussi réduire les désajustements de taux de change dans un contexte de change flexibles. Le caractère asymétrique des ajustements devrait s'en trouver atténué, ce qui améliorerait l'équité du système monétaire mondial. Du point de vue de la stabilité, la volatilité de court terme des taux de change serait en revanche vraisemblablement accrue par la mobilité plus forte des capitaux, mais, à moyen terme, la multipolarité pourrait diluer le dilemme de Triffin en le répartissant entre les monnaies clé.

En bref, le passage d'un système hégémonique à un système multipolaire est porteur d'améliorations. Mais reste à améliorer les dispositifs de mise à disposition de liquidité en cas de crise, en allant au-delà des facilités existantes. Cela devrait passer par des accords multilatéraux qui devront venir compléter les accords régionaux et bilatéraux. Reste aussi à créer un dispositif de gestion de la liquidité mondiale. Agnès Bénassy-Quéré et Jean Pisani-Ferry défendent à cet égard la proposition d'un développement et d'un assouplissement des allocations de droits de tirage spéciaux (DTS),

dont l'objectif initial était bien, lors de leur création en 1969, de permettre une gestion multilatérale de la liquidité internationale. Cela nécessiterait une réforme des statuts du Fonds monétaire international et une étroite collaboration entre ce dernier et les banques centrales émettrices de monnaies entrant dans le panier DTS, le yuan ayant vocation à en faire partie.

La réflexion menée par Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey porte également sur l'émergence d'un système monétaire international multipolaire. Leur propos s'articule autour de deux questions majeures :

- Comment favoriser concrètement l'émergence d'un système monétaire multipolaire ?
- Quelle stratégie d'ouverture du compte financier des pays émergents ?

## 3. Pour une meilleure garantie de liquidités

Se positionner sur ces questions nécessite une double réflexion. D'une part, il faut se poser la question du fonctionnement – ou des dysfonctionnements – du système monétaire international en temps de crise systémique, comme celle que nous venons de connaître. Par quels mécanismes le système a-t-il contribué à la fragilisation du système financier et de l'économie mondiale ? Quel a été son rôle pendant la crise ? En d'autres termes, quelles sont les inefficacités systémiques du régime monétaire actuel ? Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey répondent en mettant en avant une fonction essentielle que doit remplir le système monétaire international en temps de crise : la provision de liquidité. La faiblesse majeure du système actuel réside selon eux dans l'absence de mécanismes systématiques permettant une fourniture suffisante et coordonnée de liquidité. Cette insuffisance exacerbe les décisions d'auto-assurance – individuellement optimales, mais socialement inefficaces – des pays sous la forme d'accumulation excessive de réserves de change.

Sont alors avancées plusieurs propositions concrètes visant à augmenter la couverture de liquidité globale nécessaire pour faire face aux crises individuelles ou systémiques, et permettant de réduire la demande de réserves de change :

- favoriser le développement d'alternatives aux bons du Trésor américain comme actif de réserve privilégié, afin d'accélérer une transition inéluctable vers un système multipolaire. Dans cette perspective, l'émission d'obligations européennes avec co-garanties semble particulièrement souhaitable. À un horizon sans doute plus lointain, l'ouverture du compte de capital chinois, la convertibilité du yuan et le développement d'un marché obligataire en yuans seront aussi nécessaires ;

- pérenniser les accords bilatéraux entre banques centrales de fourniture temporaire de liquidités (accords de swap) qui furent activés avec succès pendant la crise ;
- renforcer et élargir les facilités du FMI du type « *flexible credit lines* » (FCL), « *precautionary credit lines* » (PCL), et « *global stabilization mechanism* » (GSM), et étendre les mécanismes de financement du FMI du type « *new arrangement to borrow* » (NAB). À ces NAB, il serait aussi souhaitable d'ajouter la possibilité pour le FMI d'emprunter directement sur les marchés ;
- mettre en place des facilités de dépôt des réserves en devises auprès du FMI (« *reserve pooling* ») qui permettrait de fournir une assurance supérieure à l'auto-assurance aux pays participants et, accessoirement, de recycler les réserves vers des investissements productifs.

Ces mesures, qui renforcent les mécanismes de fourniture de liquidité nécessaires au bon fonctionnement de l'économie mondiale, devront nécessairement s'accompagner d'un suivi prudentiel de la part du FMI, afin de suivre l'évolution des grands équilibres financiers (par devise et par maturité), et d'ajuster les modalités et les conditions d'accès à la liquidité en temps de crise. Pour Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey, cette provision globale de liquidité ne passe pas – ou du moins pas nécessairement – par l'émission de DTS, ou par un ancrage du système monétaire avec coordination des politiques de change. D'après eux, le DTS est un outil complexe et mal adapté aux besoins de liquidité de l'économie mondiale. Aussi, son utilisation, qui peut se justifier sous certaines conditions limitées ne résout pas, en soi, les inefficiences structurelles du système monétaire international. Un ancrage monétaire suppose en outre une évolution des priorités de la politique monétaire – stabilité des prix et de l'activité économique, stabilité financière – vers des objectifs externes qui n'est ni réalisable, ni nécessairement souhaitable.

## 4. Contrôler les mouvements de capitaux ?

Le second volet de la réflexion menée par Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey concerne les mécanismes de régulation des flux de capitaux et les mouvements de taux de change qui peuvent en résulter. Le consensus autour de ces questions a sensiblement évolué, puisque des institutions telles que le FMI reconnaissent désormais le bien fondé de contrôles de capitaux ciblés, en particulier lors de phase d'emballement des flux de capitaux. À côté de ces problèmes de volatilité excessive des flux de capitaux, se pose également la question des ajustements externes alors que l'économie mondiale se trouve toujours dans une trappe à liquidité. Dans certains cas bien définis, Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey reconnaissent le bien fondé de l'utilisation de contrôles tem-

poraires des capitaux entrants, à la condition qu'ils s'accompagnent d'une panoplie de mesures prudentielles et monétaires.

Il existe par ailleurs des circonstances limitées dans lesquelles les flux de capitaux peuvent s'accompagner d'externalités négatives sur le reste du monde et doivent donc faire l'objet d'une surveillance mutuelle. À cette fin, les auteurs recommandent d'étendre le mandat du FMI au compte de capital et d'améliorer la coopération en matière de régulation financière.

Enfin, ces pistes de réforme du système monétaire international sont vues comme complémentaires de la nécessaire réforme de l'architecture réglementaire et prudentielle du système financier – qui n'est pas l'objet de ce rapport. Elles ne sauraient en aucun cas s'y substituer.

## 5. Commentaires

Ces deux premières contributions font chacune l'objet des commentaires de Benoît Cœuré, de Daniel Cohen et de Jean-Hervé Lorenzi. Benoît Cœuré insiste sur les risques associés à la transition et s'interroge sur la plus ou moins grande stabilité d'un régime multipolaire. Il plaide pour un plus grand rôle des DTS qu'il perçoit comme le vecteur par excellence de la liquidité multilatérale et souligne la nécessité de réfléchir à la composition du panier qui constitue le DTS (aujourd'hui composé du dollar, de l'euro, de la livre sterling et du yen) et notamment de préciser les conditions d'intégration du yuan. Enfin dans un dernier volet, il éclaire les difficultés liées à un élargissement du mandat de surveillance du FMI aux mouvements de capitaux. Daniel Cohen revient sur le dilemme de Triffin qu'il perçoit comme le fil conducteur des deux premières contributions du rapport. Jean-Hervé Lorenzi insiste quant à lui sur la proposition d'un vrai marché international des eurobonds qu'il considère comme la décision la plus importante pour stabiliser le SMI.

## 6. L'économie politique des questions monétaires internationales

La contribution de Jacques Mistral vient compléter le rapport en adoptant une approche d'économie politique des questions monétaires, attentive au poids de l'histoire, des conjonctures politiques et des représentations intellectuelles. La première partie met en lumière la succession endogène des trois principaux systèmes monétaires : l'étalon-or, l'étalon de change-or et les changes flottants. La mondialisation, marquée par l'irruption de la Chine, a ensuite produit un basculement vers un véritable non-système où coexistent changes flottants et changes administrés. En se tournant vers l'avenir, Jacques Mistral esquisse trois scénarios possibles en matière de relations monétaires internationales : le *statu quo*, la rupture ou la refondation.

La seconde partie de sa contribution explore ce que pourraient être les principaux axes de cette refondation et traite successivement de la gouvernance du système, dont un Fonds monétaire renforcé constituerait toujours le pivot, de la surveillance multilatérale, à laquelle il faut donner plus de mordant sur les politiques nationales, du rôle de prêteur en dernier ressort, pour se préparer à faire face à toute situation de crise financière internationale grave, et de la résurrection du DTS dont l'heure pourrait sonner plus vite qu'on ne le pense comme actif international reconnu. Jacques Mistral conclut en avertissant qu'il existe une fenêtre d'opportunité pour engager cette réforme, qu'il faut l'aborder sous tous les angles, sous forme de paquet, et que ce pourrait être la dernière sortie avant la guerre des monnaies.

## Summary

# Reforming the International Monetary System

Reforming the international monetary system ranks highly among the topics that the French presidency intends to address during its year at the helm of the G20. Over and above the 'crisis measures' taken in the midst of the recent financial turmoil, what is needed is an ambitious rethink of all the rules, agreements and international institutions that govern monetary policy behaviour, the determination of exchange rates, international liquidity supply and international capital flows. The three contributions that comprise this paper propose ways to launch this reform.

## 1. Why reform the international monetary system?

Why reform the international monetary system? Because it is a non-system, born out of the collapse of the Bretton Woods system, and because it seems to encourage a number of imbalances: excessive exchange rate volatility; rapid turnarounds in private capital flows; persistent external imbalances 'in reverse' (net capital flows tend to go from emerging markets to rich countries); asymmetrical adjustment mechanisms between borrowing countries and lending countries; similar asymmetrical adjustment mechanisms between the United States –whose dollar remains the main currency in the current system– and the rest of the world; and excessive currency reserve accumulation by emerging market countries. Admittedly there is some disagreement about the link between these imbalances and the recent financial crisis. However, it is clear that the current non-system does not facilitate the necessary adjustment.

The non-system also seems out of step with the global economy, whose boundaries have been significantly enlarged by the growth of the leading emerging markets. The dollar's persistent dominance makes the current system a unipolar one, in contrast with the tripolar global economy, in which

North America is no more important than Europe or Asia. As a result, an inevitable transition is playing out –and in some respects has already begun– towards a more 'multipolar' monetary system, whose mainstays could be the dollar, the euro and the yuan once the Chinese currency becomes fully convertible.

The contributions of Agnès Bénassy-Quéré and Jean Pisani-Ferry on the one hand, and Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas and Hélène Rey on the other hand, both expound the prospect of a transition towards a multipolar international monetary system.

## 2. Advantages and disadvantages of a multipolar international monetary system

According to Agnès Bénassy-Quéré and Jean Pisani-Ferry, such a regime could prove to be the best or the worst of systems, depending on the degree of exchange rate flexibility it provides for and the extent of multilateral coordination. The transition could indeed be painful if carried out against a backdrop of a currency war or restrictions on capital flows... Therefore, the international community should start preparing for this transition and establish the conditions to ensure it is painless, by encouraging exchange rate flexibility (but not ruling out regional monetary agreements) and the internationalisation of the Chinese currency and possibly the euro. To achieve this, the authors recommend extending the IMF's mandate to supervising the financial account, setting up a code of conduct governing currency interventions and capital controls, reinforcing procedures for supplying liquidity in the event of a crisis and setting up a coordinated central bank framework to manage global liquidity. Such conditions would reap the benefits of the gradual move towards a multipolar system. Agnès Bénassy-Quéré and Jean Pisani-Ferry expect the transition towards a multipolar system to bring about improvements. In terms of economic efficiency, by encouraging the diversification of reserves, a multipolar system should limit the accumulation of reserves and enhance the circulation of capital both between regional blocks and within them, thereby improving the overall allocation of capital. Greater substitutability for the key currencies should also reduce currency imbalances in an environment of flexible exchange rates. This should mitigate the asymmetrical nature of adjustments, improving the fairness of the global monetary system. In terms of stability, short-term exchange rate volatility would probably rise owing to greater capital mobility, but in the medium term, the multipolar system could reduce the Triffin dilemma by sharing the problem between key currencies.

In short, the transition from a hegemonic system to a multipolar system would bring about improvements. But further improvements still need to be made to the structures that provide liquidity in the event of a crisis, over and above existing facilities. This should take the form of multilateral agreements that complement regional and bilateral accords. A structure for

managing global liquidity is also needed. In this respect, Agnès Bénassy-Quéré and Jean Pisani-Ferry support the proposed extension and relaxation of the Special Drawing Rights (SDR), which were created in 1969 with the purpose of ensuring multilateral international liquidity management. This would require reform of the International Monetary Fund's statutes and close cooperation between the Fund and the central banks that issue currencies in the SDR basket, which could be extended to include the yuan.

The arguments put forward by Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas and Hélène Rey also concern the emergence of a multipolar international monetary system. Their comments are based on two major questions:

- How can the emergence of a multipolar monetary system be encouraged?
- What strategy should be followed to open the financial accounts of emerging market countries?

## 3. Improving the liquidity guarantee

Taking a position on these issues requires a dual reflection. First, we need to consider how the international monetary system functions –or malfunctions– during a systemic crisis like the one we have recently experienced. By what mechanism did the system contribute to undermining the financial system and the global economy? What role did it play during the crisis? In other words, what are the systemic inefficiencies of the current monetary regime? Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas and Hélène Rey answer these questions by focusing on an essential role that the international monetary system must fulfil during a crisis: supplying liquidity. In their opinion, the major weakness of the current system lies in the absence of systematic mechanisms that ensure a coordinated supply of sufficient liquidity. This insufficiency exacerbates countries' use of self-insurance policies –the accumulation of vast currency reserves– which are optimal at an individual level, but are socially ineffective.

The authors advance several specific proposals aimed at improving the global liquidity coverage needed to deal with individual or systemic crises, which would reduce demand for currency reserves:

- encouraging the development of alternatives to US treasury bills as the preferred reserve asset in order to accelerate the unavoidable transition to a multipolar system. In this respect, the issue of co-guaranteed European bonds would be particularly useful. Over the longer term, the opening of the Chinese capital account, yuan convertibility and the development of a yuan bond market will also be necessary;
- perpetuating the bilateral agreements between central banks to temporarily supply liquidity (through swaps) which were successfully activated during the recent crisis;

- reinforcing and enlarging IMF facilities such as Flexible Credit Lines (FCL), Precautionary Credit Lines (PCL), and the Global Stabilization Mechanism (GSM) and extending IMF financing mechanisms such as the New Arrangement to Borrow (NAB). Alongside the NAB, it would be appropriate to give the IMF the opportunity to borrow directly on the markets;
- establishing reserve pooling facilities (for depositing currency reserves) with the IMF, which would provide better protection than self-insurance to participating countries, while secondarily enabling reserves to be recycled into more productive investments.

These measures, which reinforce the liquidity provision mechanisms that are essential to the functioning of the global economy, must necessarily be accompanied by prudential supervision by the IMF, in order to keep track of the main financial balances (by currency and by maturity), and to adjust the terms and conditions for accessing liquidity during a crisis. For Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas and Hélène Rey, this overall supply of liquidity does not necessarily require the issuing of SDRs, or the pegging of the monetary system with a coordinated foreign exchange policy. In their view, the SDR is a complex tool that is poorly suited to meeting the global economy's liquidity requirements. As a result, the use of SDRs, which may be justified in certain specific circumstances, will not in itself resolve the structural inefficiencies of the international monetary system. A monetary peg would involve changing current monetary policy priorities –stability for prices and economic activity, financial stability– in favour of external objectives, which is not feasible, or necessarily desirable.

## 4. Controlling capital flows?

The second part of the analysis carried out by Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas and Hélène Rey concerns the mechanisms for regulating capital flows and the resulting exchange rate movements. The consensus on these issues has changed considerably, with institutions such as the IMF now recognising the usefulness of targeted capital controls, in particular during periods of massive capital flows. Alongside the problem of excessive volatility in capital flows, there is also the question of external adjustments while the global economy is still in a liquidity trap. Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas and Hélène Rey recognise the usefulness of temporary controls on capital inflows in some clearly-defined cases, provided they are accompanied by a set of prudential and monetary measures.

There are, moreover, limited circumstances in which capital flows can be accompanied by negative externalities on the rest of the world, and must therefore be subject to mutual supervision. In this respect, the authors recommend extending the IMF's mandate to the capital account and improving cooperation in terms of financial regulation.

Lastly, these pathways to reform the international monetary system are seen as complementing the required reform of the regulatory and prudential architecture of the financial system, which is not the subject of this report. They in no way replace this necessary reform.

## 5. Comments

The first two contributions are both commented on by Benoît Cœuré, Daniel Cohen and Jean-Hervé Lorenzi. Benoît Cœuré emphasises the risks associated with the transition and questions whether a multipolar system would be more or less stable. He calls for a greater role for the SDR, which he sees as the ideal vector of multilateral liquidity, and stresses the need to carefully consider the composition of the basket of currencies that make up the SDR (currently the dollar, the euro, sterling and the yen) and to stipulate the terms for integrating the yuan. Lastly, he explains the difficulties inherent in extending the IMF's supervisory mandate to capital flows. Daniel Cohen considers the Triffin dilemma, which he sees as the central theme of the first two contributions to the report. Jean-Hervé Lorenzi focuses on the proposal for a real international market for Eurobonds, which he sees as the most important decision for stabilising the international monetary system.

## 6. Political economy and international monetary issues

The report concludes with an analysis by Jacques Mistral, adopting a political economy approach to monetary issues while being attentive to the lessons of history, political situations and intellectual representation. The first part highlights the endogenous succession of the three principal monetary systems: the gold standard, the gold exchange standard and floating exchange rates. Globalisation, marked by the irruption of China, subsequently caused a shift towards a veritable non-system in which floating and administered exchange rates co-exist. Looking forward, Jacques Mistral outlines three possible scenarios in terms of international monetary relations: status quo, breakdown or reorganisation.

The second part of his contribution explores what could be the main pillars of this reorganisation, and successively looks at governance of the system, where a strengthened IMF would still be the main player, multilateral supervision, which needs to be afforded greater importance over national policy, the role of the last-resort lender in dealing with any serious international financial crisis, and the resurrection of the SDR, which could become a recognised international asset faster than is widely expected. Jacques Mistral concludes with a warning that there is a window of opportunity to launch this reform, that it needs to be addressed from all angles in the form of a policy packet, and that this could be the last opportunity to reach a settlement before a currency war breaks out.

PREMIER MINISTRE

# Conseil d'Analyse Économique

113 rue de Grenelle 75007 PARIS
Téléphone : 01 42 75 53 00
Télécopie : 01 42 75 51 27

*Site Internet : www.cae.gouv.fr*

***Christian de Boissieu***
Président délégué du Conseil d'analyse économique

***Pierre Joly***
Secrétaire général

***Jézabel Couppey-Soubeyran***
Conseillère scientifique
*Microéconomie*
*Économie financière*

***Manon Domingues Dos Santos***
Conseillère scientifique
*Économie des migrations*
*Économie du travail*
*Économie du développement*

***Stéphane Saussier***
Conseiller scientifique
*Économie des institutions*
*Économie des partenariats public/privé*

***Thomas Weitzenblum***
Conseiller scientifique
*Macroéconomie*
*Économie de la redistribution*

***Christine Carl***
Chargée des publications et de la communication
01 42 75 77 47
christine.carl@pm.gouv.fr

***Agnès Mouze***
Chargée d'études documentaires
01 42 75 77 40
agnes.mouze@pm.gouv.fr