

L'avenir du système monétaire et financier international

Jean-Claude Trichet

DANS **POLITIQUE ÉTRANGÈRE** 2019/1 Printemps, PAGES 37 À 56
ÉDITIONS **INSTITUT FRANÇAIS DES RELATIONS INTERNATIONALES**

ISSN 0032-342X

ISBN 9791037300003

DOI 10.3917/pe.191.0037

Article disponible en ligne à l'adresse

<https://shs.cairn.info/revue-politique-etrangere-2019-1-page-37?lang=fr>



Découvrir le sommaire de ce numéro, suivre la revue par email, s'abonner...
Scannez ce QR Code pour accéder à la page de ce numéro sur Cairn.info.



Distribution électronique Cairn.info pour Institut français des relations internationales.

Vous avez l'autorisation de reproduire cet article dans les limites des conditions d'utilisation de Cairn.info ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Détails et conditions sur cairn.info/copyright.

Sauf dispositions légales contraires, les usages numériques à des fins pédagogiques des présentes ressources sont soumises à l'autorisation de l'Éditeur ou, le cas échéant, de l'organisme de gestion collective habilité à cet effet. Il en est ainsi notamment en France avec le CFC qui est l'organisme agréé en la matière.



L'avenir du système monétaire et financier international

Par **Jean-Claude Trichet**

Jean-Claude Trichet est ancien président de la Banque centrale européenne, et gouverneur honoraire de la Banque de France.

Après l'explosion du système de Bretton Woods, la communauté internationale a recherché une nouvelle stabilité du système financier et la garantie d'une croissance continue. La crise qui s'est ouverte en 2007-2008 a révélé des faiblesses touchant au premier chef les économies avancées. On s'efforce depuis de consolider l'architecture financière internationale, de coordonner les politiques macroéconomiques, et d'améliorer les relations de change, même si ce dernier objectif s'avère complexe.

politique étrangère

Le «Système monétaire et financier international» (SMFI ou SMI au sens large) recouvre quatre composantes majeures concernant les engagements des pays membres du Fonds monétaire international (FMI) : les règles régissant les transferts et les paiements s'agissant des transactions internationales courantes ; les mouvements de capitaux ; les réserves de change ; enfin les relations de change et les taux de change monétaire qui recouvrent le SMI au sens étroit. L'inspiration centrale des accords et des règles posées dans ces différents domaines est de faciliter les échanges de biens et de services, ainsi que les mouvements de capitaux entre les pays.

Concentrons-nous sur l'évolution du SMI, après le démantèlement du système de Bretton Woods. Institué après la Seconde Guerre mondiale, il s'agissait d'un système de changes fixes mais ajustables, reposant sur le dollar des États-Unis, lui-même convertible en or. Depuis le démantèlement du système en 1973, les relations entre les monnaies convertibles des pays avancés reposent sur le concept de libre flottement des devises concernées et, progressivement, la libre circulation des capitaux.

La communauté internationale s'est efforcée, après la fin du système de Bretton Woods, de rechercher les relations monétaires et financières optimales pour assurer la stabilité du système international, tout en essayant de créer les conditions d'une croissance significative et sans à-coup.

Après une période difficile, dans les années 1970 et dans la première moitié des années 1980, les pays avancés sont entrés progressivement dans une période de croissance réelle régulière et de stabilité des prix, caractérisée par une atténuation notable des cycles économiques et par une faible volatilité de la croissance et de l'inflation. Deux interprétations ont pu être associées à cette « Grande Modération » d'un peu plus de 20 ans – du milieu des années 1980 à 2007.

L'interprétation dominante était que les économies des pays avancés et, dans une large mesure, l'économie mondiale dans son ensemble, se caractérisaient par une situation proche de l'optimum du point de vue de la croissance, de la stabilité des prix et de la relative stabilité financière.

L'analyse opposée soulignait que cette période était marquée par une succession de crises financières graves : crises des risques souverains dans les pays en développement et émergents en Amérique latine, en Afrique, au Proche-Orient dans les années 1980 et au début des années 1990 ; crises financières des pays de l'Est et du Centre de l'Europe culminant avec le défaut de l'Union soviétique en 1991 ; crise financière mexicaine de 1994 ; crise des risques souverains en Asie à partir de 1997 ; crise financière russe de 1998 et explosion de la bulle des *dot-com* en 2000. Toutes ces crises ont constitué une chaîne pratiquement ininterrompue d'événements financiers catastrophiques de 1985 à 2007. Cette analyse attribuait aussi partiellement ces crises – comme pour la période précédente de « stagflation » des années 1970 – à l'absence de règles monétaires et financières contraignantes dans le nouveau système de flottement des monnaies depuis 1973.

Ces deux analyses reflétaient chacune un aspect de la réalité économique et financière. Mais après la crise des *subprimes* de 2007, après le dépôt de bilan de Lehman Brothers en septembre 2008, après la crise des risques souverains des pays avancés (en particulier en Europe en 2010), nous connaissons maintenant deux vérités importantes hélas largement dissimulées auparavant. D'abord, loin d'être modérée dans tous les domaines, la « Grande Modération » s'accompagnait d'une accumulation considérable d'encours de dettes publiques et privées, et donc de risques économiques et financiers, créant non seulement les conditions d'un retournement abrupt du cycle financier mais aussi celles d'une fragilité structurelle de l'ensemble du secteur financier. Ensuite, cette accumulation de risques se concentrait presque entièrement dans le secteur financier des économies avancées. Cette concentration des risques, la fragilité qu'elle entraînait dans les pays avancés, et l'éclatement de la crise dans ces pays constituaient pour beaucoup une surprise majeure. La communauté internationale s'était habituée depuis la Seconde Guerre mondiale à ce que les

crises se succèdent dans les pays en développement, les pays émergents et les pays à économie centralisée, mais non dans les pays avancés.

Sans prétendre être exhaustif, on peut avancer trois raisons principales pour expliquer l'extrême gravité de la crise financière qui a frappé les économies des pays avancés.

La première raison est l'augmentation persistante, année après année, et l'excès généralisé, de l'endettement privé et public. Ce phénomène a été presque entièrement négligé par la communauté internationale avant le déclenchement de la crise, comme l'ont été les meilleures analyses économiques rendant compte de telles situations : en particulier l'hypothèse de l'instabilité financière d'Hyman Minsky et l'analyse de la déflation par la dette d'Irving Fisher.

Crises dans les pays avancés

Cet excès d'endettement révélait une déficience très grave du SMI au sens large, lequel ne comprend pas de mécanisme alertant et prévenant les situations anormales d'accumulation d'endettement. Il est néanmoins difficile d'attribuer au laxisme du système de flottement généralisé des changes la responsabilité unique de la crise financière mondiale de 2007-2008. D'abord parce que la critique principale, celle du « dilemme de Triffin », qui suggère que le dollar, ancre unique du système monétaire international, contraint l'économie américaine à une gestion laxiste pour alimenter l'économie mondiale en liquidités, s'applique aussi bien au système de Bretton Woods qu'au système post-Bretton Woods, dès lors que demeure le « privilège exorbitant » du dollar, *de facto* sinon *de jure*. C'est un fait que le comportement spontané des agents économiques et financiers mondiaux continue à donner au dollar des États-Unis un rôle privilégié, même si ce rôle est loin d'être exclusif, en particulier depuis la création de l'euro. De plus, le surendettement massif, privé et public, a caractérisé la quasi-totalité des pays avancés et pas seulement les États-Unis, ce qui semble suggérer que le fonctionnement concret de l'économie donnait assez largement un privilège *de facto* à l'ensemble des pays avancés et pas seulement au(x) pays émettant la (ou les) monnaie(s) de réserve.

Une deuxième raison réside dans la généralisation d'un sentiment de confiance et de tranquillité excessive, tant dans le secteur public que dans le secteur privé, déjà mentionné comme une composante de la « Grande Modération ». La faible volatilité de la croissance de l'économie réelle et de l'inflation – dans un contexte de croissance significative et de faible inflation – a été considérée comme solide et durable. Dès lors, la poursuite de politiques prudentes et sages n'apparaissait pas, ou plus, indispensable.

La gouvernance de nombreuses institutions financières privées a été exceptionnellement laxiste, et la culture de gestion du risque financier dans ces institutions dramatiquement défectueuse. Cette ignorance des risques économiques et financiers qui s'accumulaient a été largement partagée par le secteur public et l'ensemble des autorités publiques, même si la Banque des règlements internationaux – sanctuaire international des banques centrales – avait justement analysé les dangers de la situation. Cette tranquillité des autorités publiques était d'autant plus paradoxale que l'accumulation des dettes privées et publiques dans les pays avancés comportait des risques de plus en plus élevés non seulement pour la stabilité économique et financière, mais aussi pour la stabilité des prix. Aux risques potentiels de déflation soulignés par Irving Fisher – s'agissant des dettes privées – s'ajoutaient des risques opposés d'inflation – s'agissant de l'endettement public et des appels au financement monétaire des déficits publics.

Ce sentiment général de tranquillité et de confiance était renforcé par un large consensus de la communauté économique et financière internationale sur la validité de « l'hypothèse de l'efficacité des marchés financiers ». Selon cette hypothèse, les prix exprimés par les marchés incorporent très largement les informations disponibles, et seraient donc toujours proches du « juste prix ». La croyance dans l'efficacité du marché s'accompagnait de l'idée selon laquelle le système économique et financier était toujours

Les progrès des technologies de l'information

proche d'un équilibre de Pareto, tandis que la possibilité d'équilibres multiples devait être négligée. Avant et pendant la crise, les modèles d'« équilibre général dynamique stochastique » (Dynamic Stochastic General Equilibrium – DSGE), quelles que soient leurs qualités, sont apparus incapables de rendre compte de la réalité de la situation de l'économie, de sa vulnérabilité et de la dynamique de la crise. Ceci m'a conduit à dire publiquement, en novembre 2010, qu'« en face de la crise, nous nous sommes sentis abandonnés par nos outils économiques conventionnels ». En l'absence de système monétaire international contraignant, cette atmosphère générale de confiance, de tranquillité, et pour tout dire de nonchalance, renforçait encore les anomalies associées à la situation d'endettement excessif.

Quant à la troisième raison, elle renvoie aux progrès impressionnants de la science et de la technologie, tout particulièrement des technologies de l'information et de la communication, qui amplifient considérablement les multiples dimensions économique et financière de la mondialisation.

Dans le domaine des instruments financiers, la technologie a autorisé un niveau de sophistication sans précédent, permettant l'émergence

de « dérivés » multiples des instruments monétaires et financiers traditionnels, contribuant à la mise en place d'instruments financiers et de marchés entièrement nouveaux, obscurs et difficiles à déchiffrer vu leur complexité. Simultanément, les avancées de l'information et de la communication renforçaient considérablement le niveau d'interconnexion entre les institutions financières et non financières, entre les marchés et les économies aux niveaux national, continental et mondial. Cette interconnexion sans précédent a donné naissance à de nouvelles propriétés, non testées, du système financier mondial. La matérialisation d'un risque systémique d'une ampleur considérable est apparue abruptement à la suite du dépôt de bilan de Lehman Brothers le 15 septembre 2008. Le niveau d'interconnexion entre les parties prenantes de l'économie financière mondiale était devenu tel que, dans ces circonstances exceptionnelles, la corrélation entre les comportements des décideurs privés, sur tous les marchés, dans tous les pays avancés, était extrêmement élevée – de sorte que nous avons assisté à une panique mondiale, avec transmission quasi universelle et quasi immédiate du choc initial.

Sur ce point, la crise financière de 2008 diffère radicalement de celle de 1929-1930. Dans la crise financière la plus grave du ^{xx}^e siècle, la transmission du choc financier initial aux autres entités économiques et financières, pays et continents, était relativement lente. Dans la crise financière du ^{xxi}^e siècle, la transmission, désormais universelle, est instantanée. Une unité de temps qui était de l'ordre du trimestre dans les années 1930 a désormais comme équivalent la demi-journée... Au vu de ces avancées technologiques, il est aujourd'hui essentiel que le système monétaire et financier international s'adapte pour tenir compte de ces nouvelles « propriétés émergentes » de la finance mondiale. Toute négligence en ce domaine pourrait s'avérer catastrophique.

En tout état de cause, la crise financière des pays avancés de 2007-2008 est à la source d'une transformation multidimensionnelle du système monétaire et financier international. Cette transformation ne fait que commencer. Elle doit être poursuivie avec détermination dans les prochaines années, tant les risques associés à un mauvais fonctionnement du SMI au sens large sont considérables.

Aujourd'hui, cette modification structurelle du système monétaire et financier international peut être analysée selon deux axes principaux. Au sens large : un renforcement et un approfondissement de l'architecture financière internationale en vue d'en renforcer significativement la résilience. Au sens étroit : des améliorations possibles des relations de change.

Le renforcement et l'approfondissement de l'architecture financière internationale

Dans les années précédant la crise financière, un large consensus existait parmi les réformateurs pour demander que l'architecture financière internationale soit plus inclusive, et pour ouvrir les portes de la concertation financière internationale aux pays émergents. La mise au point des grandes orientations des règles prudentielles, des standards et des codes devait inclure toutes les économies ayant une influence systémique. Une autre demande consistait à soumettre à une véritable coordination internationale des règles de prudence toutes les entités concourant à la marche du système financier international, et pas seulement les banques, de manière à embrasser le système dans son ensemble.

Avant la crise de 2007-2008, la communauté internationale donnait en effet encore un important privilège aux pays avancés. S'agissant de la coordination informelle en matière économique, financière et monétaire, le Groupe des Sept, aux niveaux des gouverneurs et des ministres des Finances et, en dernière analyse, des chefs d'État et de gouvernement, détenait l'autorité et l'influence principales. S'agissant des banques centrales, le groupe qui avait le rôle principal en matière de coordination informelle des règles de prudence était le groupe des dix plus importantes banques centrales des pays industrialisés se réunissant à Bâle.

Certes, les banques centrales avaient déjà décidé d'élargir le rôle de la « Réunion de l'Économie mondiale », regroupant près d'une trentaine de banques centrales, anticipant sur les évolutions à venir pour l'architecture des relations internationales. Mais il a fallu attendre la crise pour que cette architecture bascule. Le G20 – qui réunit toutes les économies systémiques du monde et pas seulement celles des pays avancés – s'est substitué au G7 comme instance majeure de concertation informelle. Il s'agit d'un changement historique. Naturellement, ce changement dans la gouvernance informelle mondiale devait s'accompagner de changements équivalents dans la gouvernance formelle des institutions financières internationales, en particulier le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque mondiale. Il est regrettable que ces changements aient été lents, et demeurent dans l'ensemble laborieux et insuffisants.

Le G20 a deux responsabilités mondiales fondamentales : d'une part la coordination des politiques macroéconomiques au niveau des économies systémiques ; et d'autre part la mise au point de l'ensemble des règles de prudence, des standards et des codes, et de la prévention du risque économique et financier systémique.

Le premier volet est essentiel. Les politiques macroéconomiques laxistes des pays avancés ont été l'une des causes principales de la catastrophe. Une bonne coordination, prévenant l'apparition de déficits externes excessifs – qui ne sont que la réflexion de déséquilibres internes anormaux –, comme la persistance d'excédents externes anormalement élevés, est une condition nécessaire de la stabilité financière mondiale. Chacun sait combien il est difficile, en temps normal, pour les différentes nations ou groupe de nations, de dépasser dans ce domaine le cadre de la simple souveraineté nationale, pour accepter l'idée d'un bien collectif supérieur, qui rejoint aussi l'intérêt national, à savoir la stabilité du système économique et financier mondial lui-même. Ce qui paraît évident dans le contexte d'une grave crise mondiale est toujours très difficile à reconnaître en temps normal. De ce point de vue, la persistance et l'augmentation de déficits internes et externes anormalement élevés et d'excédents substantiels plus de dix ans après la crise financière mondiale est extrêmement inquiétant.

Des politiques macro-économiques laxistes

Le lancement du Processus d'évaluation mutuelle dans le domaine macroéconomique, avec le soutien du FMI, constitue une première étape théorique vers un changement qui doit être approfondi et considérablement renforcé si l'on veut éviter la répétition de crises analogues. On ne peut que lancer un cri d'alarme en ce domaine compte tenu de l'accroissement persistant de l'endettement total public et privé en proportion du PIB mondial.

Le second volet de la responsabilité nouvelle du G20 existait, virtuellement, depuis la crise asiatique – comme complément aux responsabilités du G7, mais le G20 a pris la position centrale avec la crise financière récente. Le Conseil de stabilité financière créé en avril 2009 fait rapport au G20, alors que son prédécesseur le Forum de stabilité financière faisait rapport au G7. Le Conseil de stabilité financière a désormais pour membres 70 institutions nationales représentant 24 pays, et six institutions financières régionales et internationales – en particulier le FMI, la Banque mondiale, l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), la Banque des règlements internationaux, la Banque centrale européenne et la Commission européenne. Il regroupe aussi six « normalisateurs techniques internationaux » : le Comité de Bâle, l'Association internationale des contrôleurs d'assurance, le Comité sur le système financier mondial, le Comité des paiements et règlements, le Comité international de normalisation comptable et l'Organisation internationale des Commissions d'opérations de Bourse. Cette énumération donne une idée de la complexité, mais aussi de l'universalité, du système financier mondial interconnecté créé ces dernières années. Elle

démontre aussi que, depuis la crise financière mondiale de 2007-2008, les deux objectifs d'«inclusivité» de l'ensemble des pays systémiques, et d'«exhaustivité» dans la prise en compte de la totalité des éléments du système financier international, ont bien été suivis.

Cette inclusivité et cette exhaustivité sont nécessaires pour un meilleur fonctionnement du SMI au sens large, même si elles ne suffisent pas. Les progrès à accomplir dans ce domaine sont d'autant plus considérables que les nouvelles propriétés d'un système qui évolue très rapidement sous l'influence de la globalisation et des évolutions technologiques n'apparaissent que progressivement, et sont difficiles à anticiper. La responsabilité décisive du Conseil de stabilité financière demeure, dans ce domaine, l'identification correcte et la prévention du risque systémique.

Les voies d'amélioration possible des relations de change

Même si les deux volets de la coordination macroéconomique et de la concertation sur la régulation financière fonctionnaient au mieux – c'est loin d'être le cas –, le système monétaire international comporterait toujours de graves imperfections quant aux relations de change. On peut souligner, parmi d'autres, trois défauts importants :

Premièrement, dans la mesure où certaines monnaies jouent *de facto* un rôle de monnaie de réserve, le système reste potentiellement déséquilibré. La monnaie centrale dominante doit fournir les liquidités supplémentaires nécessaires pour accompagner la croissance de l'économie et du commerce mondial. L'économie dominante est donc poussée à accepter un déficit structurel de la balance des paiements courants financé mécaniquement par l'accroissement des réserves de change des autres pays. Il y a là contradiction entre les objectifs de la politique monétaire interne de l'économie dominante (qui devraient comporter, en particulier, la stabilité domestique de l'ancre monétaire mondiale), et la fonction externe de fournisseur des liquidités mondiales. C'est la «critique de Triffin» qui s'applique ici, comme précédemment souligné, aussi bien au système de l'étalon de change or centré sur le dollar qu'au système, postérieur à Bretton Woods, des changes flottants avec une monnaie dominante *de facto*.

Deuxièmement, dans un système qui n'a pas d'ancrage monétaire neutre et objectif (ce qui est le cas actuellement), la contrainte financière externe est massivement asymétrique. La contrainte s'exerçant sur les économies et les pays en déficit externe pour qu'ils équilibrent leurs comptes est beaucoup plus forte que l'incitation, pour les pays en excédent, à réduire leur surplus d'épargne. Bien entendu, c'est ce que le volet macroéconomique

de la régulation mondiale du G20 (et du FMI) serait censé faire. Mais l'asymétrie du fonctionnement concret du système monétaire (au sens étroit) rend, en particulier, partiellement vains les efforts du « processus d'évaluation mutuelle ».

Enfin, troisièmement, dans un système de libre circulation des capitaux, de dangereuses bulles monétaires peuvent apparaître du fait des changes flottants. L'expérience concrète des fluctuations postérieures à 1973 montre qu'investisseurs, opérateurs et participants du marché peuvent pousser à des extrémités insoupçonnées *ex ante* les relations de change. Dans les années 1970 et 1980, les fluctuations du dollar vis-à-vis des monnaies européennes allaient de 1 à 3 (dollar « Carter » au plus bas, dollar « Reagan » au plus haut). Depuis la création de l'euro, les fluctuations sur les relations du dollar et de l'euro ont été contenues de 1 à 2 environ (plus bas à 0,83 dollar, plus haut à 1,59 dollar). Des fluctuations aussi importantes, s'agissant de l'un des prix les plus importants, exprimant une relation économique et financière fondamentale entre les deux principales économies avancées du monde et l'ensemble des économies associées aux deux grandes monnaies internationales ne sont pas compatibles, à long terme, avec la stabilité financière mondiale.

En résumé, si des progrès réels bien qu'encore très modestes ont été effectués dans la réforme du système monétaire international (SMI) au sens large, rien n'a été vraiment engagé en ce qui concerne les relations de change elles-mêmes, dans le domaine du SMI au sens étroit.

Tout au plus remarquera-t-on que, dans la tourmente de 2007-2008, les relations de change entre grandes monnaies convertibles ont fait preuve d'une remarquable stabilité. On aurait pu raisonnablement redouter que les marchés des changes eux-mêmes soient fortement secoués, et qu'une crise de change s'ajoute aux crises financières. Cela ne fut pas le cas.

Pour le moyen et long terme, la réforme du SMI, au sens étroit des relations de change, reste indispensable. Trois dimensions méritent d'être examinées : la création d'une monnaie mondiale nouvelle ; l'élargissement et le renforcement des Droits de tirage spéciaux ; l'amélioration de la régulation actuelle des relations de change entre grandes monnaies convertibles – l'héritage du G7.

La création d'une monnaie mondiale

Comme Keynes l'avait proposé en 1944, une monnaie de réserve réellement internationale, émise par une institution mondiale disposant d'une

participation universelle pourrait théoriquement assurer une réelle symétrie des ajustements externes. On pourrait également répondre – au moins théoriquement – à la critique de Triffin, à condition que l’Institut d’émission de la monnaie mondiale soit attentif à satisfaire l’accroissement de la demande de réserves de change en évitant croissance excessive et déficit de liquidités, tout en redistribuant de manière équitable le seigneurage associé à l’émission monétaire.

Hélas, ce qui pourrait être souhaitable en théorie ne l’est pas nécessairement en pratique. La mise en œuvre d’une véritable monnaie mondiale jouant le rôle d’ancre du système monétaire international suppose la réunion de conditions économiques, politiques et politico-stratégiques non seulement aujourd’hui inexistantes mais difficiles à réunir dans l’avenir. On peut donc se demander si des progrès plus réalistes vers une meilleure stabilité monétaire et financière mondiale sont imaginables.

Le renforcement des Droits de tirage spéciaux

Les Droits de tirage spéciaux (DTS) sont un actif de réserve international, créé en 1969 par le FMI, pour compléter les réserves de change officielles des pays membres. L’idée de départ était de compléter le système de parités fixes en ajoutant à l’or, ultime avoir de réserve, et au dollar convertible en or, un troisième avoir de réserve mondial. Le DTS représente une créance virtuelle susceptible d’être échangée contre les monnaies des pays membres du FMI, sur la base d’accords librement consentis entre pays membres, ou quand le FMI désigne les pays membres dont la position extérieure est solide pour acquérir les DTS appartenant à des pays dont la position extérieure est médiocre.

Le DTS n’est pas une monnaie. Il ne constitue pas non plus, à proprement parler, une créance sur le FMI. Mais c’est, en théorie, un instrument permettant de créer des réserves de change dans l’hypothèse où les contraintes de la politique monétaire interne de la monnaie de réserve – alors le dollar – seraient incompatibles avec la création de liquidités requise par la croissance de l’économie et du commerce internationaux. En ce sens, le DTS a été créé pour atténuer les effets pervers du dilemme de Triffin.

Lors de sa création, le DTS valait 1 dollar – 0,888671 gramme d’or fin. Après le démantèlement du système de Bretton Woods, la valeur du DTS a été fixée sur un panier de cinq monnaies (les monnaies du G5 : dollar, yen, deutsche mark, livre sterling, franc français). Aujourd’hui, après la création de l’euro, le panier du DTS comprend toujours cinq devises : le dollar, l’euro, le yen, la livre sterling et un nouveau venu, le renminbi chinois. La

pondération de ce panier de monnaies, définie en 2015, signale une monnaie chinoise entrant en troisième niveau : dollar 41,73 %, euro 30,93 %, renminbi 10,92 %, yen 8,33 %, sterling 8,09 %.

Bien qu'il ne soit pas une monnaie mais un panier de monnaies, le DTS se présente, à plusieurs égards, comme un instrument utile pour une réforme du système monétaire international. Il comporte, en particulier, trois caractéristiques qui méritent d'être soulignées :

- en tant qu'avoir de réserve, c'est le seul instrument qui peut être émis sans correspondre à une dette attribuable directement à une économie,
- en tant que réserve de valeur, son ambition est de représenter mieux qu'aucune monnaie nationale flottante une entité monétaire mondiale stable.

En tant qu'unité de compte, le DTS présente les avantages potentiels liés à la moindre volatilité de sa valeur, et donc potentiellement aux moindres coûts éventuels des couvertures de change. Il pourrait présenter d'incontestables avantages théoriques comme monnaie internationale de facturation, et comme monnaie de compte, sur les marchés de matières premières par exemple.

Les multiples avantages des DTS

Ces caractéristiques expliquent que de très nombreuses institutions internationales utilisent les DTS comme unité de compte. C'est le cas non seulement du FMI, mais de la Banque des règlements internationaux, des Banques africaine et asiatique de développement, de l'Union postale universelle...

Bien entendu, ces fonctions d'unité de compte et de réserve de valeur – qui font du DTS une assez « bonne » monnaie virtuelle au sens d'Aristote (instrument d'échange, d'unité de compte et de réserve de valeur) – ne deviennent effectives que si le DTS est utilisé substantiellement dans les réserves officielles, et est échangé activement dans des marchés privés liquides et profonds. Or l'utilisation de cet instrument reste extrêmement modeste : les allocations cumulées de DTS ne s'élèvent qu'à 204 milliards de dollars environ.

Pour une réforme du SMI reposant sur la promotion du DTS, il faudrait progresser à la fois dans le domaine « officiel » comme dans le domaine « privé ». Pour le DTS « officiel », les voies les plus prometteuses sont au nombre de quatre : faire un usage plus important du DTS ; faciliter la diversification des réserves de change, en particulier par la création d'un compte de substitution permettant la conversion des réserves de change des différents

pays en DTS ; rendre la détention des DTS plus attractive, y compris par leur rémunération ; enfin, veiller en permanence à ce que la composition du panier du DTS reflète correctement l'importance relative des diverses économies dans le commerce international et les transactions financières.

Pour les DTS « privés », une condition nécessaire, sinon suffisante, de leur développement serait de concevoir un véritable marché privé du DTS, suffisamment profond et liquide pour avoir certaines caractéristiques des instruments libellés dans les grandes monnaies internationales. Compte tenu du point de départ – un marché privé inexistant –, un tel objectif appelle un immense effort. Il faudrait, en particulier, que la communauté internationale se dote d'un système de compensation multilatéral – par exemple sur le modèle de la compensation que la Banque des règlements internationaux a géré dans le passé s'agissant de l'European Currency Unit (ECU) privé. Un autre élément important pour la crédibilité du DTS privé est l'impact négatif des révisions périodiques du panier du DTS. Cette définition par un panier de monnaies est le défaut principal du DTS. Pour atténuer ce défaut, il faudrait établir une transparence totale du calendrier de révision du panier.

En résumé, si la meilleure solution théorique pour la réforme du SMI demeure la création d'une monnaie mondiale, le renforcement de l'usage du DTS est une seconde dimension possible de la réforme même si elle est aussi difficile. Le problème principal est que même si le DTS s'approche, par deux de ses caractéristiques (unité de compte, réserve de valeur), d'une « bonne » monnaie, il s'agit toujours d'un panier de monnaies, dont la nature change avec le temps. C'est un changement de ce type qui a fait la différence fondamentale, en Europe, entre l'ECU « panier » des années 1990 et l'euro, « véritable monnaie » après 1999, qui a occupé immédiatement la deuxième place des grandes monnaies convertibles, loin devant la troisième, le yen.

Il ne faut pas négliger pour autant le DTS dans une perspective de long terme pour deux raisons complémentaires. La prise en compte du renminbi donne au DTS la caractéristique d'un instrument réellement mondial, et non plus d'un instrument représentant les seules économies avancées : la crédibilité relative de cet instrument de réserve en sera, à terme, renforcée.

Il faut aussi tenir compte d'un phénomène important que j'ai qualifié de « convergence conceptuelle », caractérisant la communauté des banques centrales pendant la crise. Ce rapprochement entre les positions des diverses banques centrales se manifeste dans de nombreux domaines : par exemple dans le domaine de la surveillance bancaire – considérée aujourd'hui quasi unanimement comme pouvant et devant

être légitimement exercée par les banques centrales –, ou dans celui de la prévention des risques financiers systémiques – pour laquelle la plupart des pays estiment que les banques centrales ont un rôle important à jouer. Mais le plus remarquable des rapprochements est la convergence des grandes banques centrales s'agissant de la définition de la stabilité des prix. Toutes les banques centrales émettant les monnaies du panier du DTS – sauf la Banque populaire de Chine – ont désormais la même définition de la stabilité des prix – soit 2 %, dans une perspective de moyen terme – depuis la décision prise par la Réserve fédérale en 2012, et la décision prise par la Banque du Japon en 2013, faisant suite aux choix antérieurs de la Banque centrale européenne et de la Banque d'Angleterre. Il s'agit à mes yeux d'un phénomène de grande importance. S'agissant du DTS, le fait que quatre sur cinq des monnaies du panier aient désormais un même objectif nominal de stabilité des prix, apporte un élément supplémentaire de crédibilité à cet instrument, à la fois comme instrument de conservation de la valeur et instrument de compte au niveau mondial.

L'amélioration de la gestion des relations de change entre grandes monnaies convertibles

La voie la plus modeste pour améliorer le fonctionnement du SMI consisterait à améliorer la gestion des relations flottantes de change telle qu'elle a été pratiquée, depuis le démantèlement du système de Bretton Woods, au sein du G5 puis du G7 des gouverneurs et ministres des Finances des pays émettant les principales devises convertibles.

Ces réunions informelles régulières sont souvent considérées par les analystes comme étant sans influence réelle sur les changes. Ce n'est pas mon sentiment. Lorsque les évolutions des devises sur les marchés des changes ont été considérées comme méritant l'envoi aux participants du marché et aux investisseurs d'un message simple et clair par l'ensemble des membres du G5 puis du G7, ce message a été reçu, compris, et a influencé les relations de change. On l'a observé en particulier après les accords du Plaza de 1985 – leur message était que la baisse du dollar vis-à-vis des autres devises était souhaitable – ; après les accords du Louvre en 1987 – le message était que la baisse du dollar avait été suffisante, et que les taux de change étaient appropriés « autour des niveaux actuels » – ; après les accords d'avril 1995 – le message était qu'une baisse supplémentaire du dollar ne serait pas en accord avec les données économiques fondamentales des pays concernés – ; enfin, après les accords de septembre 2000 – le message symétrique était qu'une baisse supplémentaire de l'euro ne serait pas en ligne avec les situations économiques relatives de la zone euro et des États-Unis.

L'observation des relations de change entre grandes monnaies depuis 1973 peut être ainsi résumée : la règle est celle du libre flottement, les taux de change étant déterminés par les décisions décentralisées de l'ensemble des investisseurs et participants du marché ; mais ce libre flottement peut être tempéré par la possibilité pour les membres du G7 d'adresser un signal aux opérateurs de marché quand il y a consensus des autorités (banques centrales et ministres) pour estimer que la cohésion d'ensemble du système risque d'être gravement mise en cause par des comportements spontanés allant significativement au-delà de ce qui paraît raisonnable compte tenu des données fondamentales et des politiques des pays concernés.

Quatre conditions sont nécessaires pour que les marchés soient significativement influencés par les messages adressés par les autorités : le message doit être simple et clair, idéalement sur le mode « pas de hausse supplémentaire (ou pas de baisse supplémentaire) de telle devise par rapport aux autres » ; les données économiques et monétaires fondamentales et les politiques menées par les autorités doivent être en accord avec les recommandations du message : on ne peut convaincre les opérateurs de marché que si le message n'est pas contredit par la réalité économique ou par les décisions de politique économique et monétaire des autorités ; les autorités doivent prendre elles-mêmes un risque financier, même modeste, en intervenant sur les marchés des changes de

L'importance des messages du G7

manière à crédibiliser le signal ; enfin il est décisif que les membres du G7 soient clairement unanimes dans la communication du message, de sorte qu'aucun participant du marché ne puisse penser que l'un des partenaires ne donne son accord que du bout des lèvres. Ces conditions n'étant réunies qu'exceptionnellement, la communauté internationale ne décide que très rarement de suggérer au marché un relatif confinement des relations de change. Une grande liberté de comportement des opérateurs de marché est donc la règle dans la quasi-totalité du temps. Le système des changes paraît être caractérisé par un principe de « liberté asymptotique ».

Par analogie avec la physique, on peut dire que l'on est en présence d'un principe de relations entre monnaies qui ressemble à l'« interaction forte » régissant les relations entre les trois « quarks » au sein des baryons – particules constituant en particulier les noyaux des atomes, protons et neutrons. Une représentation simplifiée consiste à imaginer les quarks reliés par des élastiques. Quand les élastiques sont détendus, les quarks ont une totale liberté de mouvement. Mais s'ils s'éloignent les uns des autres, les élastiques se tendent. C'est dans ce cadre de cette « liberté asymptotique », seulement tempérée par la tension des élastiques de

l'interaction forte, lorsque les quarks s'éloignent trop les uns des autres, qu'est assurée la cohésion du proton ou du neutron.

Un tel concept de très large liberté, tempérée par la nécessité de confiner l'exercice de cette liberté pour assurer la cohésion de l'ensemble, paraît rendre assez bien compte aussi de la nature des nouvelles gouvernances économique, financière et monétaire qui doivent s'exercer au niveau continental, régional ou mondial. Lorsque des pays souverains doivent gérer leur économie dans le contexte de fortes interdépendances au sein d'une entité économique et financière plus vaste – économie intégrée continentale ou économie mondiale mondialisée –, la cohésion et la prospérité de l'ensemble peuvent requérir le relatif « confinement » de la liberté de gestion de chacun. J'aimerais donner quatre exemples émergents de gouvernance économique et financière qui s'inspirent ou devraient s'inspirer de ce concept de « liberté tempérée ».

En premier lieu, la coordination des politiques macroéconomiques entre économies systémiques (procédure d'évaluation mutuelle du G20). Dans le contexte de la liberté de gestion des pays souverains, il s'agit de confiner les possibles déséquilibres nationaux internes et externes excessifs, en particulier mais non exclusivement dans le domaine des déficits et excédents de la balance des paiements courants, lorsqu'ils mettent en cause la stabilité de l'économie mondiale.

En deuxième lieu, la concertation informelle conduisant à la définition des règles prudentielles, des standards et des codes financiers au niveau mondial. Dans ce domaine aussi, le principe de la liberté des décisions économiques et financières est appliqué dans chacune des économies de marché qui constituent l'économie mondiale. Mais ce principe de liberté – qui s'applique naturellement, dans chaque nation, dans le cadre d'un état de droit sans lequel il ne peut y avoir d'économie de marché – est tempéré au niveau mondial par une concertation internationale informelle menée, notamment, dans le cadre du Comité de Bâle, du Conseil de stabilité financière, et du G20. Cette concertation – évoquée précédemment comme le second volet de la responsabilité nouvelle du G20 – a pour objet de préserver la stabilité financière systémique mondiale, en confinant dans des « fourchettes » de valeur considérées comme préservant la cohésion de l'ensemble certains ratios importants, par exemple pour les banques (les exigences en capital et les ratios de liquidité).

Enfin, en troisième et quatrième lieux, les gouvernances économique et budgétaire de l'Europe et de la zone euro offrent deux autres exemples de « liberté tempérée » par la nécessité d'assurer la cohésion de l'ensemble.

Ainsi les membres de l'Union économique et monétaire ont-ils convenus d'un Pacte de stabilité et de croissance (PSC) qui leur laisse une grande liberté pour mener leur politique budgétaire, à condition que celle-ci ne franchisse pas certaines limites considérées comme pouvant porter préjudice à la stabilité et à la cohésion de l'ensemble de l'Union. Il en va de même des éléments de politique économique qui seraient jugés excessifs au regard de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM) : les institutions européennes, Commission et Eurogroupe, se réservent la possibilité de faire des recommandations, le cas échéant contraignantes, tempérant l'exercice de la politique économique – mais seulement si la stabilité de l'ensemble de l'Union paraissait mise en cause.

A contrario, la preuve a été apportée que l'insuffisance ou le non-respect des règles de la « liberté tempérée » pouvait effectivement mettre en cause la cohésion de l'ensemble. Insuffisance : la crise financière est en partie née de l'absence de surveillance effective des politiques macro-économiques des économies systémiques ; d'où la création de la procédure d'évaluation mutuelle du G20. Insuffisance : les règles antérieures de prudence s'appliquant aux banques sont apparues laxistes et inopérantes dans la crise. Non-respect des règles : en Europe, le Pacte de stabilité et de croissance n'a pas été convenablement respecté ; la Grèce et le Portugal ont démontré qu'un petit nombre de pays en grave déséquilibre budgétaire pouvait mettre en cause la cohésion de l'ensemble. Absence de règles : dans la zone euro, l'absence de suivi des indicateurs de compétitivité et des déficits excessifs des balances des paiements courants avant la crise explique une grande partie des difficultés de l'Irlande ou de l'Espagne, mettant aussi en cause la cohésion de l'ensemble. Ce ne devrait plus être normalement le cas après la création de la procédure PDM.

Revenons aux améliorations possibles du fonctionnement concret du SMI, au sens étroit, s'agissant de la gestion pratique des relations de change dans le cadre du G des gouverneurs et des ministres des Finances. Une idée simple, bien qu'audacieuse aujourd'hui, consisterait, pour les principales monnaies convertibles, membres du panier des DTS, à afficher les cours pivots bilatéraux considérés comme de raisonnables cours d'équilibre dans une perspective de moyen terme. Il ne s'agirait pas de revenir à un système de change fixe. Le libre flottement demeurerait la règle. Il n'y aurait pas non plus de bandes de fluctuations fixées *a priori*, et les signaux de « confinement » suggérés aux participants du marché reposeraient comme aujourd'hui sur le consensus des gouvernements et des banques centrales émettant les monnaies participantes. Mais l'expression publique, aux yeux des participants du marché, des cours bilatéraux d'équilibre de moyen-long terme calculés par le FMI et acceptés par les

autorités des monnaies concernées pourrait jouer un rôle significatif de stabilisation systémique, et offrirait, me semble-t-il, une illustration plus convaincante – et probablement plus efficace – du concept de « liberté tempérée ». Cela même si le confinement suggéré ne pourrait, pas plus qu'aujourd'hui, être déclenché mécaniquement ou automatiquement.

Un argument complémentaire en faveur de l'affichage de cours pivot est lié à la récente « convergence conceptuelle » entre banques centrales évoquée précédemment. Dès lors que les banques centrales ont des définitions très voisines de la stabilité des prix à moyen terme – et dès lors qu'elles sont attentives à l'ancrage solide de leurs anticipations d'inflation dans une perspective de moyen et long terme –, l'affichage possible de leurs cours pivots bilatéraux d'équilibre à moyen terme serait significativement plus crédible.

Enfin, l'intégration du renminbi, désormais membre à part entière du panier de DTS, dans la concertation informelle des grandes monnaies mondiales, apporte un élément supplémentaire dans l'amélioration de la gestion des changes mondiaux. Elle apporte plus d'inclusivité et plus de crédibilité au SDR, même si son statut reste incomplet tant que la monnaie chinoise n'est pas librement convertible.

L'intégration du renminbi

En résumé, s'agissant du système monétaire et financier international, la communauté internationale est au milieu du gué.

Tirant les leçons de la crise, elle a fait des progrès, très limités, dans la recherche de la coordination des politiques macroéconomiques, et des avancées réelles dans la mise au point des règles de prudence financière, des standards, des codes et des principes au niveau mondial. Ces progrès sont réels. Les pays ayant une influence systémique – y compris les économies émergentes, et pas seulement les pays avancés comme c'était le cas avant la crise économique et financière – sont désormais présents au sein de cette gouvernance mondiale informelle. Mais les progrès restent très insuffisants et il n'y a aucune place pour la moindre complaisance à l'égard de la situation mondiale.

De même, la Communauté mondiale n'a fait pratiquement aucun progrès s'agissant des relations de change, par rapport au système de gestion *de facto* que constitue l'héritage du G7, et dont les illustrations les plus frappantes ont été les accords du Plaza et du Louvre, ainsi que les consensus successifs qui ont conduit aux messages donnés aux participants du marché, en particulier en avril 1995 et en septembre 2000.

Si la création d'une monnaie mondiale – que Keynes suggérait en 1944 – est hors de portée, je ne suis pas entièrement pessimiste s'agissant des progrès envisageables à terme dans deux autres dimensions possibles de la réforme : les Droits de tirage spéciaux et la gestion pragmatique des relations de change entre grandes monnaies convertibles. Et cela pour quatre raisons.

D'abord, la prise de conscience au niveau mondial que les leçons de la pire crise financière du ^{xx}e siècle imposent d'avoir une conception inclusive et systémique de l'économie et de la finance globalisée. Il s'agit de bâtir progressivement un nouveau concept de coopération internationale pour un monde qui est à la fois plus multipolaire et décentralisé dans ses décisions, tout en étant plus interconnecté.

Ensuite, la « convergence conceptuelle » entre banques centrales des pays avancés, qui se manifeste en particulier dans le domaine de l'inflation, avec une même définition de la stabilité des prix (2 %) dans une perspective de moyen et long termes, pourrait faciliter de possibles progrès.

Également importante est l'émergence du renminbi (et plus tard d'autres grandes monnaies des économies émergentes), dont l'intégration dans le DTS et dans la concertation informelle des grandes monnaies devrait permettre de réaliser de nouveaux progrès au niveau mondial.

Enfin, la claire compréhension, semble-t-il partagée par toutes les banques centrales, que si les fluctuations cycliques des changes sont utiles et légitimes dans certaines limites, la recherche systématique d'un avantage compétitif reposant sur la dépréciation la plus importante possible de la monnaie mondiale sur les marchés des changes serait contraire à l'intérêt de chacun et à la cohésion de l'ensemble du système économique mondial. Le refus de la politique du chacun pour soi (*beggar thy neighbour policy*) est l'une des grandes leçons de la crise des années 1929-1930.



Mots clés

Système monétaire
Système financier
Crises internationales
Relations de change