

# L'AVENIR DU SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL ET LA QUESTION DES MONNAIES DE RÉSERVE

Réflexions sur le dollar, l'euro, le renminbi et le DTS

Centre des Études économiques

**Jacques MISTRAL**



L'Institut français des relations internationales (Ifri) est, en France, le principal centre indépendant de recherche, d'information et de débat sur les grandes questions internationales.

Créé en 1979 par Thierry de Montbrial, l'Ifri est une association reconnue d'utilité publique (loi de 1901). Il n'est soumis à aucune tutelle administrative, définit librement ses activités et publie régulièrement ses travaux.

L'Ifri associe, au travers de ses études et de ses débats, dans une démarche interdisciplinaire, décideurs politiques et économiques, chercheurs et experts à l'échelle internationale.

Avec son antenne à Bruxelles (Ifri-Bruxelles), l'Ifri s'impose comme un des rares *think tanks* français à se positionner au cœur même du débat européen.

*Les opinions exprimées dans cette étude  
n'engagent que la responsabilité de l'auteur.*

Droits exclusivement réservés – © Ifri, 2011

ISBN : 978-2-86592-830-9  
ISSN : 1962-610X

**Ifri**

27 rue de la Procession  
75740 Paris Cedex 15 – France  
Tél. : +33 (0)1 40 61 60 00  
Email: [ifri@ifri.org](mailto:ifri@ifri.org)

**Ifri-Bruxelles**

Rue Marie-Thérèse, 21  
1000 Bruxelles – Belgique  
Tél. : +32 (0)2 238 51 10  
Email: [info.bruxelles@ifri.org](mailto:info.bruxelles@ifri.org)

Site Internet : [Ifri.org](http://Ifri.org)

## Résumé

---

Le présent rapport 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 section 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, avant que l'irruption de la Chine ne nous ait fait entrer dans un véritable non-système. Dans un monde de changes flottants, les questions monétaires internationales se polarisent, depuis 1971, sur le sort des principales monnaies. On examine d'abord les évolutions tendancielle et cycliques du dollar, de plus en plus considéré comme un actif financier et à ce titre soumis à tous les aléas d'anticipations alternativement enthousiastes et déprimées sur l'avenir du modèle de croissance américain ; ces interrogations sont plus que jamais d'actualité après le renouvellement du Congrès qui ouvre une période d'incertitudes pour la conduite des politiques économiques aux États-Unis. La monnaie européenne, de son côté, n'est clairement pas un rival du dollar en tant que pivot du système monétaire mais elle constitue, même après les épreuves du printemps 2010, un compétiteur suffisamment sérieux pour que, dans un scénario au fil de l'eau, l'avenir du couple euro-dollar, sa tendance et ses fluctuations aient toutes chances de poursuivre ce que nous avons connu, soit une volatilité encore accrue et un nouveau recul du dollar. La gestion du renminbi est l'objet de toutes les curiosités ; on souligne à ce propos, au milieu de nombreuses initiatives tendant à promouvoir son internationalisation progressive, que l'objectif fondamental qui guide les autorités chinoises est la recherche de la stabilité : l'heure de la convertibilité est loin d'avoir sonné, et par conséquent la résorption des « déséquilibres globaux » reste un objectif lointain. On se tourne alors vers l'avenir en esquissant deux scénarios et demi pour l'avenir des relations monétaires internationales. Une sorte de *statu quo* pourrait bien être la ligne de plus grande pente, mais au prix de déséquilibres croissants qui risquent de déboucher sur un scénario de rupture ; la meilleure chance d'éviter ce danger, ce serait un scénario de refondation qui mettrait activement la réforme du système monétaire à l'ordre du jour. La dernière section explore dans cet esprit ce que pourraient être les principaux axes de ce chantier et traite successivement de la gouvernance du système, de la surveillance multilatérale, du rôle de prêteur en dernier ressort et de la résurrection du droit de tirage spécial (DTS). Ce programme sera

jugé modeste par certains, irréaliste par d'autres ; on souligne en tout cas en conclusion 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 issue avant la guerre des monnaies.

29 septembre 2010

# Sommaire

---

<b>INTRODUCTION .....</b>	<b>4</b>
<b>LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL, UNE APPROCHE D'ECONOMIE POLITIQUE .....</b>	<b>7</b>
<b>PROBLEMATIQUE DES MONNAIES .....</b>	<b>13</b>
<b>Le dollar, actif de réserve international     et reflet du « modèle » américain .....</b>	<b>13</b>
<b>L'euro, non pas un rival du dollar mais une alternative.....</b>	<b>19</b>
<b>Le renminbi ? Une longue marche vers la convertibilité .....</b>	<b>25</b>
<b>L'AVENIR DU SYSTEME MONETAIRE .....</b>	<b>33</b>
<b><i>Statu quo</i>, rupture ou refondation ?.....</b>	<b>33</b>
<b>L'avenir du système monétaire en quatre propositions .....</b>	<b>41</b>
<b>CONCLUSION.....</b>	<b>56</b>

## Introduction

---

La période qui va de la Première Guerre mondiale aux années 1970 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 s'il 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 renminbi.

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 (SMI) 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 ; le souvenir des années 1930, 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, Zhou Xiaochuan, au printemps 2009 est l'étincelle qui a brutalement ravivé l'intérêt pour des questions anciennes qu'on jugeait à tort dépassées : comment faire jouer à la monnaie de réserve les différents rôles qui sont les siens ? Est-il judicieux et possible d'adopter un instrument de réserve international 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 (DTS), la monnaie artificielle créée dans les années 1960 et 1970 ?

---

*Jacques Mistral est professeur de sciences économiques, directeur des études économiques de l'Ifri. L'auteur remercie le Centre d'analyse et de prévision (CAP) du ministère des Affaires étrangères et européennes pour avoir soutenu le démarrage de cette recherche.*

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, les déséquilibres de balances courantes, les taux de change et, plus difficile encore, le 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 mentionné son intention d'ouvrir le débat sur ces questions, c'est 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 SMI y figure en bonne place.

Le présent rapport 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 section 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, avant que l'irruption de la Chine ne nous ait fait entrer dans un véritable non-système. La deuxième section se concentre sur les évolutions tendanciennes et cycliques du dollar, de plus en plus considéré comme un actif financier et à ce titre soumis à tous les aléas d'anticipations alternativement enthousiastes et déprimées sur l'avenir du modèle de croissance américain. La troisième section démontre que si la monnaie européenne n'est pas un rival potentiel du dollar comme pivot du système monétaire, elle constitue un compétiteur suffisamment sérieux pour que, dans un scénario au fil de l'eau, l'avenir du couple euro-dollar, sa tendance et ses fluctuations aient toutes chances de poursuivre ce que nous avons connu, soit une volatilité encore accrue et un nouveau recul du dollar. La quatrième section aborde la gestion du renminbi, analyse les initiatives des autorités chinoises en matière monétaire et souligne que l'argument quintessential qui en guidera le cours est la recherche de la stabilité : l'heure de la convertibilité est loin d'avoir sonné, la résorption des déséquilibres globaux reste un objectif lointain. La cinquième section décrit alors sous forme de brefs scénarios ce que pourrait être l'avenir des relations monétaires internationales, en commençant par le *statu quo* : il constitue sans doute la ligne de plus grande pente, mais au prix de déséquilibres croissants qui risquent de déboucher sur un scénario de rupture ; la meilleure chance d'éviter ce danger serait un scénario de refondation qui mettrait activement la réforme du système monétaire à l'ordre du jour. La sixième section explore enfin ce que pourraient être les principaux axes de ce chantier 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.

# Le système monétaire international, une approche d'économie politique

---

Malgré une abondante littérature sur la montée des firmes multinationales dans les années 1970 et 1980 puis sur les effets de la mondialisation depuis les années 1990, l'économie mondiale a toujours été et demeure composée d'économies nationales : son analyse relève à juste titre de ce qu'on appelle l'« économie internationale ». 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 qu'on se propose d'abord de clarifier.

Abordant le sujet de manière abstraite, on rappelle en général les trois fonctions que doit remplir toute monnaie, celles d'étalon de mesure, d'instrument de transaction et de réserve de valeur. Ceci s'applique évidemment à toute monnaie. On ajoute souvent qu'une monnaie devient « monnaie internationale » du fait non pas de ses attributs intrinsèques mais du choix d'innombrables acteurs privés qui décident de son utilisation extraterritoriale pour des raisons de convenance. Dès lors, pourtant, qu'il ne s'agit pas de la monnaie émise par un souverain pour circuler sur son territoire, il faut préciser ce que sont les fonctions particulières du « système monétaire international » au sein duquel elle est appelée à circuler :

- 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, en facilitant les mouvements de capitaux ;
- placer le bilan extérieur des nations (actifs et passifs) dans un cadre écartant le risque de défaut en

assurant une évolution soutenable des balances des paiements ;

- donner à l'économie mondiale la souplesse nécessaire pour faire face à toute situation de choc ponctuel ou général en donnant la cohérence nécessaire aux politiques économiques nationales.

Parlant de « système », il est tentant de faire immédiatement référence à Bretton Woods qui en constitue, aux yeux de beaucoup, une sorte d'archétype. Mais cela peut se révéler trompeur. Bretton Woods, c'est bien un système au sens précédent puisqu'il répondait, au moins en partie, aux trois points évoqués, la clé de voûte en étant l'ambition d'une évolution ordonnée des taux de change de manière à éviter le retour aux dévaluations compétitives de l'entre-deux-guerres. Face aux besoins de la reconstruction et dans un contexte inspiré par les doctrines keynésiennes, les accords de 1944 ont ainsi offert aux gouvernements la possibilité de poursuivre des politiques nationales tout en respectant la cohérence de l'ensemble ; la libéralisation progressive de l'économie mondiale témoigne du succès de cette entreprise. Ce qui était décisif dans ce dispositif, c'était d'instituer le cadre dans lequel les déséquilibres entre nations seraient réglés, c'était l'impossibilité pour un gouvernement de poursuivre ses objectifs domestiques au mépris des contraintes de balance des paiements, c'était l'obligation qui lui était faite, le cas échéant, de corriger sa politique économique mais en lui apportant alors le concours de la communauté internationale. Évidemment, ces dispositifs ne formaient qu'un système asymétrique, puisque la charge des ajustements pesait sur les pays déficitaires, et surtout partiel, puisque les États-Unis fournissant la monnaie de réserve étaient soustraits à la discipline commune en matière de balance des paiements.

Il y a bien, à Bretton Woods même, une salle avec une plaque rappelant l'endroit où furent conclus les accords éponymes. La littérature récente, parfois, présente dans des termes comparables la question de la réforme du SMI : trouvons une salle, et préparons la plaque qui rappellera où aura été défini le système monétaire du XXI<sup>e</sup> siècle. C'est une image qui vient à l'esprit en lisant le rapport Stiglitz qui définit ainsi le système à mettre en place : celui qui aura établi « une juste balance entre les forces de marché et les gouvernements », celui qui aura imposé « plus de transparence et de responsabilité », qui aura su articuler « les exigences de l'action à court terme et la vision du long terme », celui qui aura résolu « la question des effets redistributifs des mesures d'ajustement » de même que « le problème des déséquilibres globaux » et finalement apprivoisé « les non-linéarités et les irréversibilités ». Principes évidemment excellents, et qu'on retrouvera plus loin, mais programme qui pourrait en impressionner plus d'un ! Rappelons, pour ne citer qu'un exemple minuscule relatif au premier point, la « transparence », qu'une négociation a été lancée il y a plus de 20 ans pour établir un système universel en matière de normes comptables, que le G20 de

Londres au printemps 2009 avait fixé aux normalisateurs comptables la date de juin 2011 pour mettre un terme à leurs querelles et que la Security and Exchange Commission (SEC) américaine a déclaré à mi-parcours, en juin 2010, que cette échéance ne serait pas tenue ; il ne s'agit que de chiffres et il n'y a que deux négociateurs ! Cette séquence ne doit certainement pas décourager des ambitions plus vastes mais elle invite, au début de la réflexion, au réalisme et à la modestie.

Le présent rapport adopte évidemment, comme le groupe de travail présidé par Joseph Stiglitz, 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 qu'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 adopter 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 britannique, américain, allemand 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 en 1931 qui a planté le dernier clou dans le cercueil de l'étalon-or. Avant que, dans un contexte différent, la voix du secrétaire américain au Trésor ne définisse, pour l'ensemble des participants à la conférence de Bretton Woods, ce qu'était la conception du « bien commun » qui allait dès lors régner en matière monétaire et financière. Pour un temps.

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 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 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. Certes, les États-Unis ont fixé les règles conformément à leurs intérêts. 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 était d'être en phase avec la nouvelle dynamique du capitalisme.

Le XIX<sup>e</sup> siècle ne conçoit même pas l'idée de « politiques économiques poursuivant des objectifs domestiques ». C'était l'époque d'un capitalisme concurrentiel, l'État n'était pas keynésien et la Banque centrale, souvent une institution privée, était gardienne de l'étalon-or. Que l'objectif de stabilité monétaire entre en conflit avec le plein-emploi, le conflit était vite tranché. On retrouve là une interprétation classique due à Karl Polanyi : l'étalon-or a constitué la clé de voûte de la première « mondialisation », il a servi un capitalisme concurrentiel reposant sur une économie de marché largement autorégulée. C'est cela qui se dérègle dans l'entre-deux-guerres et il n'y a sans doute pas de meilleur moment pour voir se produire ce choc tectonique que dans la tentative et dans l'échec (final) de Winston Churchill à orchestrer, dans les années 1920, un retour durable de la livre à sa parité-or d'avant-guerre. C'est à ce moment, dans un article célèbre, « Les conséquences économiques de M. Churchill » (paru dans l'*Evening Standard*, 1925), que se forment les idées « révolutionnaires » de John Maynard Keynes.

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. Suivant la formule de John Richard Hicks, « la monnaie est désormais fondée sur un étalon salaire ». Est-ce à dire que les politiques économiques n'auront plus d'autres déterminants que les exigences politiques produites par le jeu d'institutions démocratiques ? Pas vraiment : l'inflation, le déficit, c'est un peu la part du rêve dans la croissance, mais la crise de changes, la dévaluation, inévitablement, rappellent les pays aux réalités.

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<sup>e</sup> siècle ? La réponse courte est clairement négative.

Il faut d'abord souligner le rôle essentiel joué dans les années 1950 et 1960 par le contrôle des mouvements de capitaux pour assurer la stabilité du système pendant le quart de siècle où il a fonctionné : ces contrôles étaient la condition nécessaire pour préserver, même dans une période de libéralisation commerciale, des marges de manœuvre des États en matière de politiques monétaire et financière beaucoup plus larges que dans un contexte financier ouvert, ce qu'on a d'ailleurs vérifié par la suite. La dynamique des marchés de capitaux internationaux a dès la fin des années 1960 pesé en faveur d'une libéralisation progressive qui allait se révéler dévastatrice pour le régime des changes « fixes mais ajustables ». Bretton Woods, finalement, n'est pas un exemple mais une exception.

Est-il alors justifié, comme on le fait souvent, d'associer la volatilité croissante des taux de change dans la dernière partie du XX<sup>e</sup> siècle à cette libéralisation sans cesse plus poussée des mouvements de capitaux adoptée d'abord par les pays industriels puis propagée aux émergents sur les conseils du Fonds monétaire international (FMI) ? La réponse est sans doute positive, on y reviendra en détail dans la section suivante, mais moins automatique qu'il n'y paraît à première vue puisque les amples mouvements de capitaux observés à la fin du XIX<sup>e</sup> siècle n'ont pas eu, du moins entre les monnaies des pays du « centre », les effets déstabilisants sur les taux de change que l'on observe dans les évolutions contemporaines.

Contrairement à une opinion répandue, nous nous inscrivons à ce stade contre la tentation rhétorique de qualifier les changes flottants de « non-système ». L'expérience invite bien 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 1970, avec le grand courant d'idées conservatrices 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 ». Les partisans de Milton Friedman 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 tirer la conclusion 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'était, 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, celui-ci ne pouvait que trébucher sous l'effet de sa propre dynamique. Dépourvu d'ancre, n'ayant d'autre repère qu'une monnaie nationale, fût-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 1960 par Robert Triffin. Les changes flottants ne pouvaient déboucher que sur la volatilité croissante de la monnaie américaine observée depuis 1971 et c'est ce qui va maintenant retenir notre attention.

Dégageons toutefois, auparavant, une première conclusion qui nous servira à la fois pour mieux comprendre les évolutions contemporaines et pour formuler plus loin des propositions de réforme. La succession des systèmes monétaires internationaux obéit à une logique endogène. Aux origines figure une triple détermination : celle qu'impose la logique des forces économiques et financières à l'œuvre dans une période donnée (capitalisme concurrentiel/capitalisme inséré/capitalisme étatique ?) ; celle en second lieu qui reflète les réalités géopolitiques de l'heure, ce qui rend illusoire les meilleurs projets 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. Mais par sa logique même, un système voit se développer en son sein des forces qui poussent les relations monétaires internationales au dehors de l'épure ayant présidé à ses origines et qui sapent l'efficacité des mécanismes régulateurs tels qu'ils ont été initialement conçus et mis en place : les transformations du capitalisme dans la première moitié du xx<sup>e</sup> siècle ont rendu l'étalon-or obsolète, la libéralisation des mouvements de capitaux a précipité la chute de l'étalon de change-or ; nous allons examiner dans cet esprit ce qui a détourné les changes flottants du mécanisme autorégulateur sur lequel comptaient ses partisans.

## Problématique des monnaies

---

### ***Le dollar, actif de réserve international et reflet du « modèle » américain***

35 dollars pour une once d'or, voilà comment la « valeur » du dollar a longtemps été fixée (en l'occurrence de 1934 à 1971). Depuis l'abandon de l'étalon de change-or, le dollar est resté le pivot des relations monétaires et financières internationales mais sa valeur – en termes de pouvoir d'achat international – est, comme il est normal dans un univers de changes flottants, fluctuante, bien plus fluctuante que la plupart des observateurs ne l'avaient à l'époque prévu. Beaucoup sans doute anticipaient en 1971 une dépréciation, c'était la logique du décrochage par rapport à l'or, mais rares étaient ceux qui imaginaient l'ampleur du déclin à la fin des années 1970 de même que les retours de fortune ultérieurs. Comment interpréter le fait que le monde entier se soit ainsi, depuis 40 ans, référé avec constance et avec confiance à un étalon aussi élastique ?

Dans un univers de changes flottants, il n'y a pas d'étalon de mesure invariable, chaque monnaie est, si l'on veut, élastique. Leurs rapports, leurs prix relatifs, conservent en revanche un sens dépourvu d'ambiguïté, en termes de pouvoir d'achat des unes sur les autres. Certains mettent par exemple en relief aujourd'hui le contrecoup que ne manquerait pas d'avoir l'appréciation du renminbi demandé à cor et à cri à Washington : le contrecoup, ce serait demain un pouvoir d'achat diminué de l'Amérique sur les produits fabriqués en Chine, un pouvoir d'acquisition accru des fonds chinois sur les actifs physiques ou financiers de l'Amérique. C'est peut-être une situation où rappeler, comme on le sait depuis l'Antiquité, que les dieux punissent les hommes en exhaussant leurs souhaits !

En tout cas, si l'on prend une vision de longue période, ce qui frappe d'abord depuis 1971, c'est bien le recul tendanciel prononcé du dollar par rapport aux autres monnaies : en se fondant sur ce que l'on appelle le « taux de change effectif » (c'est-à-dire la parité évaluée par rapport au panier de monnaies de ses partenaires), sa dépréciation en 40 ans atteint 40 % ! Cet indicateur, base 100 en 1970, se situe en effet à 60 en 2008. Vis-à-vis du deutschemark, le recul est encore plus prononcé, un dollar achetait 3,6 deutschemarks en 1970, il n'en achetait plus, en août 2009, que 1,40 en se fondant

sur la continuité du deutschemark et de l'euro (pour mémoire, les mêmes équivalences pour le franc sont de 5,50 en 1970 et 4,67 en 2009).

Cela dit, cette tendance baissière est entrecoupée de redressements spectaculaires – et ceux-ci caractérisent autant que celle-là ce qu'a été la réalité du dollar comme instrument de réserve international : monnaie de réserve, certes, mais sur la qualité de laquelle le jugement des investisseurs semble avoir évolué d'année en année... dans des proportions qui n'avaient certainement pas été anticipées. Qu'on en juge par la séquence suivante.

- À la suite du premier choc pétrolier, l'indicateur défini plus haut remonte de 88 en 1973 à 94 en 1976, la monnaie américaine jouant alors un rôle de premier plan dans le recyclage des « pétrodollars » ; c'est la première occurrence de l'expression « fuite vers la qualité » en période de hausse du dollar. Mais la suite devrait rendre prudent quant à l'utilisation – souvent naïve – de cette expression. Car ce répit est de courte durée et la présidence Carter s'achève en enfer, avec un indicateur à 78 en 1979-1980 ; rappelons qu'il y eut, dans l'histoire récente, cette défiance étonnante à l'égard du dollar, un moment où l'incertitude était telle qu'American Express refusait d'échanger les dollars rue Auber avant 14 heures et l'ouverture des marchés à New York ; ce fut aussi une période où le Trésor américain a vu pour la première fois la demande internationale se dérober et les « investisseurs internationaux », à l'époque japonais, refuser le papier offert.
- Mais il y a un second rebond, phénoménal celui-là, lorsque le président Ronald Reagan – et la politique anti-inflationniste de Paul Volcker – redonne confiance aux investisseurs : le taux de change remonte alors à l'indice... 122 en 1985, un niveau largement surévalué selon beaucoup d'experts ; peu importe, la seconde campagne de R. Reagan (1984) adopta le slogan « *America is back* », et le dollar en a été l'expression triomphante. Ce fut un plébiscite, « le marché – répétait-on à l'époque – sait mieux que quiconque ce qu'est la vraie valeur du dollar ».
- Plus artificielle est la hausse, plus rude est la chute : après ce sommet vertigineux, notre indicateur dégringole de 122 à 73 en 1988. Les paillettes de la présidence Reagan sont décidément fanées, les « déficits jumeaux » se creusent, le début de la décennie 1990 s'annonce médiocre pour l'économie américaine, les études sur le ralentissement de la productivité se multiplient et font douter des perspectives de croissance, la crise des *savings and loans* sème le

trouble sur les marchés. Le dollar retrouve alors sa tendance longue et se replie à l'indice 68 en 1995.

- Un dernier essor se produit dans cette séquence mouvementée sous les effets du miracle Bill Clinton-Robert Rubin-Alan Greenspan : la nouvelle économie promet un nouvel eldorado ; les ordinateurs se voient alors partout, comme le remarque le prix Nobel Robert Solow, sauf dans les statistiques, mais ça ne fait rien, la foi l'emporte qui conduit à anticiper des taux de rentabilité du capital investi outre-Atlantique à des niveaux inimaginables ailleurs ; ces anticipations sont à nouveau un aimant puissant pour les investisseurs internationaux dans une conjoncture où la libéralisation des mouvements de capitaux pousse un peu partout dans le monde à la diversification des portefeuilles. Le dollar remonte à l'indice 93 en 2002, il s'en faudrait de peu pour revenir à la parité antérieure à 1971 : le dollar redeviendrait-il, comme on le disait autrefois, « *as good as gold* » ?

- L'histoire récente est dans tous les esprits : l'éclatement de la bulle Internet fait apparaître une réalité moins brillante que prévu, les investisseurs, sévèrement essorés par le krach, révisent leurs anticipations dans le sens de la prudence, le montant des flux de capitaux privés se réduit et surtout ils changent de nature en privilégiant les placements courts ; dans les moments où le doute devient particulièrement fort, ce sont finalement les achats de titres du Trésor américain par les Banques centrales, notamment asiatiques, qui financent la plus grande partie du déficit. Les deux mandats du président George W. Bush sont caractérisés par une méfiance croissante à l'égard du dollar, la crise financière ouverte dès l'été 2007 pousse la devise américaine à son plus bas historique en juillet 2008. On commentera plus loin le rebond intervenu dans la période la plus récente.

Cette longue séquence ne peut que susciter une certaine perplexité puisqu'il s'agit, après tout, non pas des aléas du peso argentin mais du « pivot » des relations financières internationales. C'est le moment d'introduire une particularité bien connue du bilan externe des États-Unis : les actifs y sont libellés en monnaies diversifiées (pensons aux investissements des firmes multinationales par exemple en Europe) mais la dette, « privilège exorbitant », est exprimée en dollars (titres publics et privés de toutes sortes). Cette asymétrie permet de comprendre pourquoi l'ajustement du taux de change tel qu'on en a décrit le cheminement est progressif mais doit néanmoins se produire. L'affirmation suivant laquelle les États-Unis pourraient accumuler des déficits sans fin du fait de leur « attracti-

« vité » omet tout simplement les conséquences inévitables de l'accumulation illimitée des dettes externes (en langage théorique, la contrainte intertemporelle de budget). Soit, par exemple, une hausse durable de la demande internationale d'actifs en dollars, c'est-à-dire, pour parler plus simplement, une hausse de l'excédent commercial de la Chine ou des pays exportateurs de pétrole. Cela entraîne, comme on l'enseigne dans les manuels, une appréciation initiale de la monnaie américaine et un déficit courant, c'est bien ce qu'on a vu au tournant du siècle. Mais on n'échappe pas à terme à une dévaluation progressive pour financer les intérêts sur la dette.

Le degré de substituabilité entre le dollar et d'autres monnaies intervient à ce stade parce qu'il affecte la vitesse des évolutions : selon que le dollar est plus ou moins substituable avec d'autres monnaies comme l'euro, et en prenant en compte leur parcours propre, incorporant par exemple des aléas comme la crise grecque, le rythme de dépréciation du dollar peut en être altéré, mais pas le régime stationnaire, c'est-à-dire le niveau final de dépréciation. La modélisation de ce phénomène permet de comprendre que cette dépréciation soit d'abord lente, puisque tous les paramètres de décision liés aux performances antérieures de l'économie sont encore à l'œuvre, qu'il puisse s'accélérer lorsque la réalité des faits s'impose et modifie les comportements mais qu'il puisse aussi s'inverser temporairement lorsque le jugement des investisseurs sur la substituabilité des actifs en présence se modifie pour des raisons exogènes.

On est là au cœur du paradoxe de Triffin puisque le sort de la monnaie de réserve – supposée inspirer une confiance perpétuelle de la part de ceux, en particulier les Banques centrales, qui en font le mode ultime de protection de la richesse – est en réalité entièrement dépendant du comportement des investisseurs internationaux dont on a vu la versatilité. Peut-on alors relier ces fluctuations à des déterminants « fondamentaux » ? Pour ramener la carrière du dollar à l'essentiel, il semble qu'on puisse utilement distinguer deux niveaux d'analyse.

- D'un côté, la *tendance*, tendance nettement baissière sur le long terme ; comme on vient de le voir, c'est le reflet d'une détérioration continue et régulière depuis les années 1960 de la balance courante américaine ; l'économétrie le confirme qui révèle sur l'ensemble de la période ouverte en 1971 une corrélation étroite (supérieure à 80 %) entre la dégradation de la balance courante, principalement la balance commerciale, et la revalorisation progressive du deutschemark/euro par rapport au dollar.
- Quant aux rebonds, ils constituent un mécanisme *cyclique* : il faut à cet égard partir de ce que cette période n'est pas seulement celle d'une intégration commerciale plus poussée mais surtout celle d'une libéralisation croissante des marchés financiers aux États-Unis, puis en Europe, puis ailleurs ;

souvenons-nous, par exemple, que les contrôles des changes perdurent couramment jusqu'au début des années 1990. L'ampleur croissante des flux de capitaux, leur sensibilité naturelle à des anticipations, par nature révisables, expliquent que les fluctuations de la balance des capitaux dictent désormais les évolutions à court terme des marchés des changes.

Le taux de change n'est plus, comme l'enseignent les manuels d'économie internationale, le prix relatif des biens, appelé à s'ajuster pour équilibrer la balance commerciale, c'est un prix relatif d'actifs financiers et, comme tel, il est soumis aux aléas des anticipations sur leur valeur future. Les fluctuations du dollar telles qu'on les a décrites reflètent ainsi une interrogation durable, depuis un demi-siècle, sur la capacité de l'économie américaine à honorer ses dettes en remboursant ses créiteurs par le fruit de ce qu'elle vend et non par l'augmentation perpétuelle de cette dette. C. Fred Bergsten a joliment résumé cette situation en écrivant que l'Amérique avait choisi sa place dans la division internationale du travail : « Les Chinois produisent les biens, nous produisons le papier pour les payer » ! Mais au-delà de cette caractérisation tendancielle, on voit aussi, suivant les cycles économiques et politiques, une étonnante versatilité des opinions dominantes chez les investisseurs internationaux – et pas seulement les Banques centrales auxquelles on réserve parfois trop vite un rôle d'arbitre – quant à l'avenir du modèle américain. Ce qui est nouveau dans un univers réglé par les flux financiers, c'est non seulement qu'il n'y a pas d'étalon de mesure objectif, l'or, mais qu'il n'y a pas non plus, si l'on peut s'exprimer ainsi, d'anticipation rationnelle sur la trajectoire de la monnaie de réserve.

Comme on en a eu de nombreuses démonstrations depuis 30 ans, et comme l'analyse économique a su en donner une vision théorique, le monde de la finance moderne est un monde d'équilibres multiples. En matière de taux de change, les paramètres usuels qui entrent en ligne de compte sont l'inflation comparée, la productivité, le taux d'intérêt ou la rentabilité. Mais cela ne suffit pas pour décrire l'attrait des placements en dollars ; personne ne peut croire que ce soient les variations de ces paramètres qui expliquent que l'euro soit passé de 0,87 dollar en 2001 à 1,60 en 2008 : ce ne sont pas les paramètres *observés* qui déterminent les choix des investisseurs. Mais ce ne sont pas non plus, contrairement aux raisonnements courants dans la littérature économique, leurs valeurs simplement *anticipées*. C'est pourquoi les économistes de marché font souvent intervenir dans leurs diagnostics les perspectives de « croissance potentielle » des différentes économies. Cela revient comme on le sait à formuler un jugement sur les gains de productivité escomptés en supposant le plein-emploi des ressources, en particulier de la main-d'œuvre. Il est évident que ce raccourci, commode dans un travail de macroéconomie comparative appliquée, peut être l'occasion de toutes les mystifications lorsqu'il fonde la vision de l'avenir que se donnent les opérateurs des marchés financiers.

Le déterminant fondamental des flux de capitaux, c'est la rentabilité anticipée ; son lien avec la croissance potentielle est d'un point de vue technique très complexe (voir la situation des années 1990), si bien que cette dernière est souvent invoquée *post festum* pour résumer le sentiment grégaire vers lequel convergent à un moment donné les anticipations de marché. Ce qui peut seul expliquer les retournements successifs du dollar, ce qui éclaire ses rebonds et ses chutes spectaculaires, comme celle qu'on vient de rappeler vis-à-vis de l'euro, c'est, depuis 1971, une suite de révisions radicales du jugement porté par les investisseurs internationaux sur l'Amérique elle-même, sur son *modèle économique*, sur sa capacité à explorer une nouvelle frontière, à créer une nouvelle dynamique économique, celle de Reagan ou celle de la nouvelle économie, et à offrir ainsi de nouvelles perspectives de rentabilité... jusqu'à ce que les espoirs excessifs exprimés par ces jugements s'effondrent sous leur propre poids. L'analyse que nous avons proposée du couple euro-dollar vaut aussi bien pour expliquer le sort des autres monnaies (la livre, le dollar australien, le yen, etc.) livrées à l'arbitrage de marchés qui forment des représentations souvent fantaisistes sur leurs mouvements futurs.

En bref, le système de changes flottants tel qu'on le voit à l'œuvre ne fonctionne pas en conformité avec les vues de ses défenseurs qui y voyaient un instrument autorégulateur des balances de paiements. Les balances de paiements, bien sûr, sont toujours équilibrées *ex post* mais leur structure, étant déterminée par les anticipations sur les rendements financiers, produit une très grande volatilité de plus en plus considérée comme insupportable par les économies réelles. Il y a là, clairement, une menace sur la poursuite de l'intégration économique et commerciale mondiale (voir la cinquième section). En tout cas, les questions monétaires internationales ont depuis 40 ans déserté le terrain systémique pour être dominées par les interrogations sur la valeur future du dollar, en particulier par rapport au deutchemark puis à l'euro. Cette formulation est familière à tous les lecteurs des dépêches financières : on y voit couramment commentées les fluctuations au jour le jour des monnaies par l'attrait du dollar comme « valeur refuge ». L'explication structurelle proposée ici repose aussi sur le jeu des anticipations et met en scène, dans une optique de moyen-long terme, la perception qu'ont les investisseurs internationaux de la performance future de l'économie américaine : renouera-t-elle, en bref, avec les succès spectaculaires qui ont été les siens depuis le XIX<sup>e</sup> siècle ? Ou bien subira-t-elle le fardeau des économies anciennement dominantes et s'engage-t-elle sur la voie antérieurement suivie par la Grande-Bretagne ?

Aussi fluctuantes qu'aient pu être ces anticipations, elles n'ont toutefois jusqu'ici pas sérieusement remis en cause le statut international du dollar ni son rôle dans l'économie mondiale. En est-il toujours de même lorsqu'apparaît une autre devise, en l'occurrence l'euro, qui présente aussi certains des attributs d'une monnaie de réserve internationale ?

## ***L'euro, non pas un rival du dollar mais une alternative***

Le dollar est volatil. Les interrogations sur son avenir ont été, depuis près d'un demi-siècle, récurrentes. Elles sont, dans la dernière décennie, devenues plus incisives dans un contexte marqué par la fuite en avant dans l'endettement orchestrée par l'Administration Bush puis par la crise financière. L'idée s'est progressivement imposée que la question de la monnaie de réserve était de nouveau ouverte, que le statut du dollar serait devenu « contestable ». Certains, n'hésitant pas devant les extrapolations audacieuses, imaginent déjà, quoiqu'à un horizon indéterminé, la monnaie chinoise comme un substitut possible au dollar : on considère dans ce rapport que cette hypothèse relève, à ce jour, de la science-fiction. Le renminbi n'a pas les attributs élémentaires d'une telle monnaie et les autorités chinoises n'en sont pas à imaginer une telle diplomatie monétaire (voir la quatrième section). On pourra aussi, par prudence, se remémorer semblables prédictions au tournant des années 1990 concernant le rôle du yen. Non seulement elles ont fait long feu mais la puissante économie japonaise qui appuyait cette monnaie a traversé des épreuves qui ont très sensiblement réduit son influence en matière économique internationale. Évitant des prédictions prématurées, il reste un face à face du dollar et de l'euro. Il était, il y a seulement quelques mois, facile d'arriver à ce propos à des conditions erronées en extrapolant sans retenue les moments d'affaiblissement du dollar. L'erreur de perspective est facile à déceler.

Le dollar n'est pas devenu la monnaie de réserve qu'il a été, et qu'il reste aujourd'hui, par le fruit d'une décision politique, pas plus que l'anglais ne s'est imposé ainsi comme la langue de travail utilisée universellement. C'est le fruit d'une évolution – *a path-dependent story* – qui a fait du dollar l'instrument d'évaluation, de transaction et de réserve que nous connaissons. Les investissements de toute sorte qui ont accompagné cette évolution ne disparaissent pas en un jour. La pratique internationale des affaires reste dans une large mesure réglée en dollars pour des raisons d'efficacité, de coût, de sécurité. Pour ne citer qu'un exemple, l'hypothèse, très symbolique, d'une utilisation plus importante de l'euro pour les échanges de pétrole, n'a jamais eu de consistance. Le volume des contrats commerciaux libellés en dollars, la liquidité élevée des placements financiers en dollars et la sécurité des réserves officielles en dollars forment un ensemble : il est difficile et coûteux d'entrer dans une logique différente du fait des effets de réseau au niveau des transactions commerciales ou financières et d'une imparfaite substituabilité des actifs financiers. Tout cela explique que le déport éventuel vers une autre monnaie de réserve, quelle qu'elle soit, se heurte à bien des obstacles, que cette conversion paraisse peu attractive dès qu'on examine les détails et qu'elle ne peut, le cas échéant, qu'être très lente.

Invité à l'occasion d'une conférence célébrant le cinquième anniversaire du lancement de l'euro, Alan Greenspan avait, avec grâce, rendu hommage aux différents atouts de la monnaie européenne qui en faisaient une monnaie de réserve internationale... potentielle ; il avait pris soin de ne pas cacher qu'à ses yeux cela ne se concrétiserait que dans un futur lointain. Il faut dire qu'à l'époque, en 2004, le dollar était déjà en recul, le besoin de financement externe des États-Unis croissant chaque trimestre, si bien qu'Alan Greenspan, Chief Marketing Officer du « modèle » américain, avait pour mission première d'expliquer que le dollar restait la monnaie de réserve incontestée. Le jugement porté sur le dollar les années suivantes s'est sans doute dégradé plus vite qu'il ne le pensait ; mais le poids relatif des deux monnaies n'en a été que très peu affecté. Depuis des années, la part de l'euro atteint la moitié des encours obligataires émis sur les marchés internationaux ; les Banques centrales ont progressivement, mais lentement, modifié la composition de leurs réserves constituées d'environ 65 % de dollars (en recul de 7 % à 8 % en 10 ans), de 26 % d'euros (en progrès équivalent) ; ce n'est pas négligeable mais l'avantage du dollar est encore très net. Les caractéristiques comparées des marchés de capitaux de part et d'autre de l'Atlantique expliquent cette sorte de *statu quo*.

Malgré de grands progrès, le marché des capitaux en euros reste en effet fragmenté, avec des propriétés différentes en matière de qualité ou de liquidité selon les émetteurs nationaux. Détenir des réserves « en dollars », cela signifie sans ambiguïté détenir des titres du Trésor américain. Il n'est pas aussi simple de détenir des réserves « en euros » : ce sont, plus spécifiquement, des titres allemands, français ou espagnols ; si l'on a parfois été tenté de sous-estimer la portée de cette différence, la crise grecque en a donné une illustration éclatante. Or il se trouve que l'actif le plus largement émis en euros concerne les titres de dette... italienne, près de 2 trillions, un actif que beaucoup de Banques centrales hésiteront à détenir massivement. La dette allemande représente un montant également important et plus sûr. Mais le ministère des Finances allemand a fait preuve d'une certaine aversion pour les financements courts, si bien que les titres à moins d'un an représentent moins de 300 milliards d'euros. Au surplus, les titres longs sont couramment détenus jusqu'à maturité, ce qui rend le marché secondaire relativement peu actif. Pour résumer, bien que le montant des dettes publiques libellées en euros atteigne un montant considérable, force est de constater que le marché en est sensiblement moins homogène et moins liquide que le marché des titres du Trésor américain.

Tout cela fait qu'il serait naïf de voir d'ores et déjà dans l'euro un rival bien établi du dollar ; il a fallu trois décennies et deux guerres mondiales pour que le dollar prenne le pas définitivement sur la livre sterling – ce n'est finalement qu'en 1955 que les réserves internationales en dollars ont dépassé celles en livres. Au demeurant, comme l'a rappelé avec force Jean-Claude Trichet, « l'euro n'a pas été créé pour lutter contre le dollar des États-Unis ou pour se

substituer au dollar comme monnaie de réserve internationale... La Banque centrale européenne [BCE] ne fait pas campagne pour l'usage international de l'euro. Nous laissons les agents économiques et les investisseurs prendre leurs propres décisions ».

En revanche, et c'est presque aussi important, la montée en régime de l'euro signifie clairement que la substituabilité entre les deux monnaies a nettement progressé. Une plus grande substituabilité des monnaies, cela signifie concrètement un regard plus exigeant des investisseurs internationaux sur leur gestion comparée. Désormais, les flux de capitaux internationaux réagissent plus vite et plus fort à toute information nouvelle. Il n'est pas excessif de dire de ce fait que la mondialisation financière est, depuis la création de l'euro, entrée dans une nouvelle phase. L'existence de deux vraies monnaies internationales, même si leur statut n'est pas identique, connecte réellement les marchés financiers mondiaux en ouvrant des possibilités d'arbitrage beaucoup plus aisées aux investisseurs internationaux. La globalisation à l'heure du dollar roi, c'était un peu le fordisme à l'heure d'André Citroën : « Vous pouvez choisir la couleur de votre voiture à condition qu'elle soit noire ». On en était là en matière de placements internationaux. Mais c'est fini, les investisseurs ont acquis la possibilité de choisir la couleur de leurs placements internationaux et cela change tout, pour les États-Unis et pour le monde.

Quelle nouveauté apporte un monde où coexisteraient plusieurs monnaies de réserve ? L'analyse la plus largement répandue considère que les caractéristiques intrinsèques d'une monnaie de réserve, en particulier les économies d'échelle et les effets de réseau liés à son utilisation, en font une sorte de monopole naturel, une interprétation à laquelle avait par exemple souscrit A. Greenspan dans le passage cité plus haut. L'interprétation usuelle de l'histoire monétaire est en phase avec cette hypothèse : la livre sterling s'est imposée, sans rival, jusqu'à ce que le dollar la détrône au terme d'une ascension véritablement titanesque, un long délai séparant l'accès de l'Amérique à la prééminence économique et sa traduction ultime sur le terrain monétaire. En fait, ces deux arguments sont moins forts qu'il n'y paraît à première vue. Sur le plan théorique, on peut parfaitement imaginer la coexistence de deux monnaies, voire plus, partageant le statut de monnaie de réserve, largement utilisées comme monnaies de facturation, chacune détenue en proportion significative par les Banques centrales et toutes deux reconnues comme véhicules alternatifs par les investisseurs sur des marchés de capitaux profonds et liquides. Cette hypothèse ne peut qu'être renforcée si l'on prend en compte une sorte de « préférence régionale » dont la projection de l'euro au dehors de l'Eurozone donne l'intuition et qu'on discutera plus loin avec le développement de la coopération monétaire en Asie.

Sur le plan historique, B. Eichengreen a donné à cette hypothèse alternative une vérification empirique. Il a en effet montré que les Banques centrales ont accumulé dans les années 1920 des

réerves en devises assez bien partagées entre la livre sterling et le dollar, à tel point que ce dernier avait à certains égards détrôné la monnaie britannique dès cette époque, à un moment où Londres et New York étaient des places financières attractives et sûres. Mais plus que de coexistence, il vaut mieux parler de concurrence, avec les retournements imprévus que provoque une période de grande instabilité économique, financière et politique. La crise, à partir de 1929, change de nouveau la donne entre le dollar et la livre d'une manière à certains égards paradoxale par rapport à ce que réservera l'après-guerre. Après la rupture de la Grande-Bretagne avec l'étalon-or en 1931, on voit en effet la méfiance s'installer à l'égard des réserves en devises. Mais cela s'est d'abord traduit par la liquidation des avoirs en dollars dans la crainte, au demeurant justifiée, que la monnaie américaine finirait par suivre le précédent britannique, ce qu'elle fera en 1933. Et l'on observe alors, au contraire, une sorte de regain de la domination britannique toujours fermement appuyée sur le Commonwealth et la zone sterling. À tel point qu'à la fin des années 1930, la livre était, dans un monde certes cloisonné et atrophié, redevenue la monnaie de réserve par excellence.

Une monnaie de réserve ne perd pas son statut du jour au lendemain ; la monnaie européenne, qui n'est en particulier l'expression d'aucun pouvoir politique, est encore loin d'être un substitut au dollar. Peut-être est-ce l'occasion de méditer la façon dont un historien économiste caractérisait l'entre-deux-guerres en disant « que la livre ne pouvait plus et que le dollar ne voulait pas encore être le pivot du système monétaire international ». C'est en tout cas un arrière-plan utile pour commenter les tendances les plus récentes de la relation mouvementée entre l'euro et le dollar.

Le recul le plus récent de ce dernier, de l'été 2007 à l'été 2008, s'interprète simplement dans le strict prolongement de ce qui a été analysé jusqu'ici. La crise financière ouverte en août 2007 a accéléré et amplifié un changement de comportement des investisseurs internationaux devenus plus exigeants quant à la gestion du dollar. On en a vu la trace à deux reprises en 2007. Au printemps d'abord : la Réserve fédérale (Fed) américaine n'a pas hésité à utiliser agressivement l'arme des taux d'intérêt pour rétablir la situation du secteur financier, semant ainsi le doute sur sa volonté de contenir les pressions inflationnistes ; face à un recul accéléré du dollar, le secrétaire au Trésor et le président de la Fed ont tous deux cherché à rassurer les investisseurs internationaux en réaffirmant – avec plus de vigueur qu'en d'autres circonstances – que la lutte contre l'inflation ne serait pas sacrifiée sur l'autel des difficultés économiques du moment. À la fin de l'été, ensuite, il est plus que probable que la garantie explicite accordée par le Trésor aux titres émis par Fannie Mae et Freddie Mac répondait aux préoccupations d'investisseurs étrangers, asiatiques en particulier, massivement exposés au risque de dégradation du papier et par-dessus tout désireux de ne pas avoir à reconnaître des pertes sur ces actifs. La presse financière s'est alors fait l'écho de « contacts quasi-

quotidiens » entre le secrétaire au Trésor et les membres de son administration avec leurs homologues chinois. L'Administration américaine ne peut qu'être de plus en plus sensible à la stratégie des autorités chinoises dans la gestion de leur portefeuille d'actifs internationaux.

Cela dit, dès l'automne 2008 s'amorçait une remontée du dollar aussi nette que l'avait été le déclin qui l'avait précipité en juillet à son plus bas historique ; l'appréciation du dollar en octobre est même la plus forte recensée en un mois depuis l'origine des changes flottants. Que reflète cette nouvelle période d'extrême volatilité des changes ? L'argument consistant à faire du dollar une valeur refuge a beaucoup servi mais il n'est guère convaincant dans le contexte ouvert par la faillite de Lehman Brothers et marqué, plus généralement, par le délabrement de pans entiers du système financier américain. La hausse du dollar n'a évidemment rien à voir non plus avec un sentiment qui serait soudainement redevenu positif sur les perspectives du « modèle » américain, bien au contraire, c'est l'époque où la production industrielle commence à tomber en chute libre. Un moindre attrait de l'euro, consécutif à une baisse des perspectives de croissance, a pu jouer, mais l'ordre de grandeur n'y est pas. Cette phase de hausse du dollar est un effet, paradoxal, de la crise financière après qu'elle a provoqué la hausse vertigineuse de l'aversion au risque et le gel du crédit. Dans ce contexte s'est produite une inversion des flux de *carry trade* (positions en devises bien rémunérées financées par endettement dans les monnaies à taux faible, yen et en l'occurrence dollar) ; ces flux importants au premier semestre ont donné lieu à un retour massif de capitaux à l'automne.

La forte volatilité observée sur le couple euro-dollar aux deuxième et troisième trimestres 2008 a donc des causes bien identifiées, tout à fait en ligne avec l'interprétation développée jusqu'ici. À partir de là s'est ouverte une période de calme sur le marché des changes, à laquelle la crise grecque allait mettre fin. Quelles sont les conséquences durables de la crise des dettes souveraines dans la zone euro telle qu'elle s'est développée au printemps 2010 ?

La crise qui s'est nouée au printemps 2010 reflète fondamentalement la dégradation des finances publiques consécutives aux plans de sauvetage du secteur financier et aux plans de relance massifs. Il était clair depuis des mois que les marchés financiers ne financeraient pas sans réagir une augmentation abyssale des déficits. Les causes en sont communes à l'ensemble des pays industrialisés – c'est d'ailleurs la Grande-Bretagne qui a été la première menacée d'une dégradation de sa notation. Mais c'est finalement par la Grèce que la crise a éclaté, tout simplement parce que le comportement de ce pays est soudainement apparu comme contrevenant le plus cyniquement à la décence financière. Partant en janvier 2010 d'une situation qui relève typiquement des méthodes du FMI, et s'agissant d'une économie de petite taille au sein de la zone euro, la crise grecque a dégénéré du fait des réactions politiques qu'elle a entraî-

nées chez ses partenaires. Plusieurs mois de tractations chaotiques et de communication malencontreuse ont semé le doute dans l'esprit des investisseurs internationaux. Mais les jugements annonçant la mort prochaine de l'euro sont clairement allés trop loin. On relèvera, au passage, que les intérêts des grandes zones monétaires dans cette épreuve étaient convergents et poussaient activement, contrairement aux cris d'orfraie de la presse financière, à la recherche de la solution ; en témoignent à la fois l'intervention du président Barack Obama et le démenti catégorique des autorités chinoises quant à un changement hypothétique de leur comportement de gestion des réserves. La crise a finalement, conformément à la meilleure tradition européenne, obligé à constater les défauts de conception de la gouvernance de la zone et à agir pour les corriger. Ruse de l'histoire, la méfiance radicale des marchés a poussé les gouvernements à jeter les fondements d'une nouvelle architecture qui a commencé à se mettre en place à l'automne 2010. En forçant à peine le trait, la zone euro apparaîtra dans quelques mois comme la zone monétaire « la mieux gérée dans le monde ».

Ce dernier épisode des relations monétaires internationales confirme les deux conclusions principales de ce paragraphe. L'euro, tout d'abord, n'est clairement pas en position de rival vis-à-vis du dollar. Les explications données plus haut pour expliquer pourquoi, conformément aux prédictions d'A. Greenspan, la monnaie européenne n'était pas en situation de se substituer au dollar comme pivot du système monétaire international ont été confirmées sans la moindre ambiguïté. Cela dit, contrairement aux prédictions ayant vu le jour en mai et juin 2010, au plus fort des doutes sur la capacité politique des gouvernements à surmonter leurs divergences, l'euro n'a jamais sombré. Loin de renouer comme certains en évoquaient la possibilité avec son plus bas historique (0,88 dollar pour 1 euro), la monnaie européenne a traversé cette épreuve en restant au voisinage de 1,20 dollar, c'est-à-dire au-dessus de la valeur usuellement considérée comme reflétant la parité de pouvoir d'achat (PPA). Les arguments présentés plus haut sur l'euro comme alternative, et non comme substitut, au dollar conservent toute leur valeur. Que le dollar n'ait pas amorcé à cette occasion une remontée spectaculaire comme celles qu'il a connues dans le passé reflète le fait que la stratégie américaine pour sortir de la crise n'a pas (encore ?) convaincu : qu'il s'agisse des risques financiers ou de la croissance potentielle, l'Amérique est loin d'offrir aux investisseurs internationaux la nouvelle version du modèle qu'avaient su à leur manière inventer Ronald Reagan puis Bill Clinton. La période qui s'ouvre a finalement, dans une perspective de moyen terme, toutes chances de rester marquée par une volatilité encore plus forte du couple euro-dollar et par une tendance où devraient continuer à l'emporter les facteurs d'affaiblissement de la monnaie américaine. L'irruption de la Chine sur la scène économique et financière internationale modifie-t-elle ce tête à tête ?

## **Le renminbi ? Une longue marche vers la convertibilité**

La communication du gouverneur de la Banque centrale de Chine en mars 2009, s'interrogeant sur la gestion du dollar et remettant sur la table les questions du système monétaire, a eu des résonances dans le monde entier. Rappelons que ce discours s'interrogeait sur « le type de monnaie internationale de réserve qui contribuerait le mieux aux objectifs de stabilité et de croissance de l'économie mondiale ». Certains y ont vu une mise en cause directe de la prééminence américaine et un appel à remplacer le dollar par une nouvelle monnaie internationale. D'autres ont jugé qu'il pouvait aussi s'agir d'une diversion visant à dévier les critiques de plus en plus vives (voir les attaques renouvelées du sénateur Charles Schumer au printemps 2010) qu'attirent les excédents chinois et la surévaluation du renminbi, d'autres enfin ont considéré, non sans raison, que le discours poursuivait aussi des objectifs de politique intérieure. Ce discours, en tout cas, a eu d'importantes répercussions domestiques en poussant les experts des *think tanks* chinois à confronter leurs vues sur ces questions : le mauvais fonctionnement du système monétaire international est-il, et à quel titre, une des causes de la crise ? Quelle est la réponse chinoise appropriée ? Faut-il engager – et à quel rythme – l'internationalisation du renminbi ? Quelle place donner à l'intégration régionale dans un monde en voie de multipolarisation ? La liberté avec laquelle ces questions sont discutées à Pékin est un exemple très révélateur d'une réalité souvent mal jugée en Occident : la vivacité des débats de politique économique au sein des instances dirigeantes chinoises. Et ceci, évidemment, mérite d'être suivi avec attention car les vues de la Chine contribueront de plus en plus à déterminer l'avenir du système.

Les doutes chinois sur le fonctionnement d'un système monétaire fondé sur le dollar sont anciens : on en avait déjà trouvé l'expression dans les communications du représentant de la Chine au Comité monétaire et financier international (CMFI). Ces thèses n'ont donc rien d'une improvisation politique dictée par la crise des *subprime*, elles rejoignent d'ailleurs, en partie, des préoccupations précocement exprimées en France dans les années 1960 et qui sont restées dans les esprits, même si elles n'ont été exprimées depuis qu'avec discrétion. Il n'y a pas loin, en tout cas, entre les propos du gouverneur Zhou et ceux de Jacques de Larosière ou Michel Camdessus sur le fait que les déséquilibres globaux, par leur impact sur la liquidité mondiale, et les défauts d'un système centré sur le dollar, incapable de discipliner les politiques économiques américaines, font partie des facteurs permissifs les plus importants en arrière-plan de la crise. Cette proximité de vues, enracinée dans l'histoire des deux pays, offre un terrain propice à un dialogue sur les propositions à faire. En amont, toutefois, il faut sans doute commencer par clarifier trois points sur lesquels les interprétations chinoises et françaises ne sont pas nécessairement identiques.

▪ Il peut d'abord y avoir une divergence d'appréciation sur les racines des dysfonctionnements du SMI que les experts chinois attribuent couramment à la « faillite du système de Bretton Woods en 1971 ». On peut voir là une référence simplement rhétorique à un système « qui marchait mieux », ce qu'on entend aussi parfois à Paris. Mais il y a sans doute à Pékin, un peu plus, une confiance – mal placée – dans un système international administré reposant sur des changes fixes. Or cette fixité des changes n'est pas synonyme de stabilité du système. Comme on l'a vu plus haut, ce n'est pas de 1971 que datent les dysfonctionnements de Bretton Woods. La discipline exercée, en principe, par le rattachement du dollar à l'or ne l'a jamais été avec force, il n'a pas été besoin d'amples conversions de dollars en or par la France ou par d'autres pour mettre un terme à ce qui avait toujours été de l'ordre du symbole plus que de la contrainte. On ne travaillera pas sérieusement à la réforme du système si l'on se réfère à tort à ce qu'on a qualifié plus haut d'exception et non de modèle.

▪ Il faut ensuite aborder la question des taux de change sur un mode moins émotionnel que cela n'a été le cas depuis des années. Une façon possible de procéder, sur le plan analytique, invite à corriger ce qui a toutes les apparences d'une erreur de diagnostic dans l'interprétation chinoise. En Occident, le plaidoyer en faveur d'une appréciation du renminbi reflète, fondamentalement, une interprétation de l'impact du change sur les flux de commerce extérieur nourrie par une longue expérience des ajustements de parité. En Chine, il est perçu comme une pression mal intentionnée visant à affaiblir ce pays comme les États-Unis auraient réussi à le faire dans le passé en poussant le Japon à la réévaluation de sa monnaie. Interprétation dangereuse puisque c'est, au contraire, parce qu'il a trop tardé à corriger une trajectoire non soutenable que le Japon est finalement entré dans sa « décennie perdue ». On ne travaillera pas utilement à la réforme du système sans une compréhension partagée du rôle qu'y jouent les mouvements de change.

▪ Il faut enfin aboutir à un consensus plus explicite sur les déséquilibres globaux. L'insistance de la Chine à y voir purement et simplement le reflet de politiques budgétaires et monétaires laxistes aux États-Unis est évidemment une vision biaisée de la réalité. Il est vrai qu'aucun mécanisme correcteur n'a empêché le déficit américain de prendre des proportions tout à

fait déraisonnables, mais on ne peut pas défendre sérieusement l'idée qu'une croissance très extravertie en Chine n'ait pas une part de responsabilité équivalente. On ne travaillera pas utilement à la réforme du système si l'on caractérise de manière boiteuse le lien entre les politiques économiques et leurs résultats.

Clarifions, avant d'aller plus loin, la question des excédents chinois. La résorption spontanée de ces excédents changerait évidemment du tout au tout les données du problème monétaire international actuel. Cet excédent, dont on sait qu'il s'était accru de manière régulière et exponentielle jusqu'en 2009, a connu avec la crise un mouvement de repli ; la crise a sévèrement frappé l'économie chinoise et ses importations ont reflué encore plus vite que les exports malgré le recul des débouchés occidentaux. Les exportations nettes ont représenté à partir de là une contribution significativement négative (- 3 %) à la croissance. Un déficit de la balance commerciale a même été enregistré en mars 2010 et l'on a cru un temps que la tendance s'était inversée, si bien que les problèmes et de l'excédent et du taux de change allaient rapidement appartenir au passé. Un rapport récent du Conseil d'analyse économique (CAE) discute ces points et met en relief les changements intervenant dans la stratégie de croissance chinoise ; on peut en retenir les deux éléments suivants. Va dans le sens du rééquilibrage un premier changement qui met en lumière la réorientation de la croissance en direction de la demande intérieure. Les arguments en faveur de cette réorientation sont nombreux et convaincants. Fondamentalement, ils renvoient aux craintes que nourrissent les autorités chinoises sur la solidité de la reprise dans les pays industrialisés ; pour garantir la stabilité sociale – et donc politique –, la Chine a besoin d'atteindre le rythme de croissance (entre 8 % et 9 %) indispensable à la création d'emplois en nombre suffisant ; une reprise molle dans l'Organisation de coopération et de développements économiques (OCDE) fait que la Chine ne peut plus compter exclusivement sur les succès de ses exportations traditionnelles. Comme l'a déjà illustré le plan de relance, la demande interne doit prendre en partie le relais ; mais à l'avenir, ce doit être sur des bases saines, c'est-à-dire en faisant de la demande privée un vrai moteur de croissance. Cette nouvelle orientation est, selon nous, politiquement actée, mais ses modalités sont et seront difficiles à arrêter et à mettre en œuvre ; on parle clairement d'évolutions à moyen-long terme. Tout confirme en second lieu que la Chine a de grandes ambitions en matière industrielle ; l'heure est à une croissance plus intense en technologie, les exemples comme les télécoms, le TGV, l'aéronautique, le nucléaire sont nombreux. Ce glissement de la spécialisation industrielle vers des activités à plus forte valeur ajoutée est une expérience commune à tous les pays d'Asie qui ont domestiqué la stratégie dite « en vol d'oies sauvages » : ce qu'ont réussi le Japon, puis la Corée et Taïwan, il n'y a aucune raison que la Chine n'y parvienne pas. Et naturellement, l'engagement dans ses productions repose toujours

sur l'acquisition rapide d'une forte capacité exportatrice ; les pays industrialisés doivent s'attendre à en voir les résultats dans les balances commerciales. Au surplus, contrairement aux expériences asiatiques précédentes, il n'est pas sûr que la Chine abandonne rapidement ses exportations traditionnelles ; il y a aussi bien des signes de ce qu'un certain nombre d'industries à plus faible valeur ajoutée sont en train de migrer des zones côtières, où elles laissent la place aux nouvelles industries, et se replient vers l'intérieur où elles apporteront les changements expérimentés sur les côtes depuis deux décennies. Tout cela suggère qu'il ne faut pas compter voir la question des « déséquilibres globaux » se résoudre spontanément ; les questions délicates qu'ils soulèvent en matière commerciale et financière sont encore devant nous.

Que les réserves soient encore appelées à croître, comme le suggère l'analyse précédente, suffit pour comprendre les appréhensions de la Chine sur la valeur future de ses actifs étrangers ; leur montant dépasse 2 500 milliards, plus de 50 % du produit intérieur brut (PIB) chinois, plus de 2 000 dollars par habitant. Leur composition est tenue secrète mais une indiscretion en août 2010 semble confirmer l'évaluation fréquente suivant laquelle 65 % environ de ces réserves seraient détenues en dollars et 25 % en euros. La Chine a des raisons évidentes d'être préoccupée par la réponse américaine à la crise, tout autant, comme on l'a vu, que par la réponse de l'Eurozone à la crise grecque. Des déficits budgétaires gigantesques et un triplement du bilan de la Fed ont permis de faire face à la récession la plus grave depuis les années 1930, mais les autorités chinoises sont plus que sceptiques sur les perspectives de croissance aux États-Unis aussi bien qu'en Europe. La fragilité financière révélée dans les cas irlandais, grec, portugais, etc., est assez naturellement extrapolée à Pékin et aboutit à nourrir les craintes des autorités chinoises sur la valeur future des actifs détenus en dollars. Il n'y a là au demeurant que l'extrapolation de tendances longues, bien antérieures à l'apparition des « déséquilibres globaux » (cf. section précédente). Ces inquiétudes chinoises de plus en plus ouvertement exprimées font qu'on redoute aux États-Unis ce que l'on appelle l'« option nucléaire », l'adoption par la Chine d'une stratégie visant à réduire brutalement le poids de ses engagements en dollars. La nervosité qui saisit à intervalles réguliers les commentateurs ou décideurs à Washington est certainement très exagérée. L'objectif principal des autorités chinoises, comme on l'a déjà noté à propos de la crise de l'euro, c'est la stabilité. De manière en quelque sorte symétrique à son intervention dans la crise européenne, l'administration en charge de la gestion des réserves chinoises, SAFE, a aussi exprimé au printemps 2010 un soutien appuyé au dollar « en excluant cette option nucléaire » tout en sollicitant de la part des États-Unis une gestion responsable de leurs politiques économiques. Propos rassurants, quoique le gouvernement chinois ait à cet égard toutes les raisons d'être prudent et de rechercher une diversification de son portefeuille. C'est d'ailleurs ce qu'on a vu dans le courant de l'année 2010 avec un gonflement marginal des réserves en yens et même en

wons. Mais toute tentative pour réduire significativement le poids du dollar aurait précisément les conséquences négatives que Pékin cherche à éviter. Pour sortir de cette impasse, les Chinois ont depuis quelques mois mis en avant deux stratégies : plaider pour la construction d'un nouveau système monétaire (on y reviendra dans la section finale de cet essai) et accroître l'usage international du renminbi. Quelle portée a cette dernière initiative ?

L'année 2009 a vu la Chine chercher à accroître l'usage de sa monnaie pour régler les échanges bilatéraux avec certains de ses partenaires commerciaux, en Asie et en Amérique latine. Une déclaration commune des présidents brésiliens et chinois en 2009, indiquant que leur intention était de régler une plus grande part de leur commerce bilatéral dans leur monnaie, avait par exemple été interprétée comme un geste largement symbolique, mais un symbole qui méritait de retenir l'attention. La Chine encourage un certain nombre d'exportateurs à facturer en renminbis et met progressivement en place un dispositif permettant le règlement en renminbis. Un certain nombre d'entreprises sélectionnées dans cinq provinces (Shanghai, Shenzhen, Guangzhou, Dongguan, Zhuhai) ont été autorisées à utiliser le renminbi comme monnaie de règlement dans les échanges avec Hong Kong et l'Association des nations de l'Asie du Sud-Est (Association of South-East Asian Nations, ASEAN). La Banque centrale de Chine a autorisé en juillet 2010 la filiale de Hong Kong de Bank of China à offrir des services de règlement en renminbis avec Taïwan en application d'un accord sur le commerce signé en 2009 entre l'île et le continent.

La Banque centrale chinoise a par ailleurs signé des accords de *swap* avec différents pays, l'Argentine, la Biélorussie, l'Indonésie, l'Islande, etc., pour un montant total de 653 milliards de renminbis. Un huitième accord, le plus récent, a été signé en juillet 2010 avec Singapour. L'accord avec la Corée du Sud illustre bien les limites de tels exercices. Ce pays s'est vu confronté, au second semestre 2008, à un sérieux problème de financement externe, en particulier dans le secteur de la construction navale. Ce qui était en jeu, ce n'était pas tant le financement des échanges que l'équilibre du système financier coréen après le gel du crédit consécutif à la faillite de Lehman Brothers. Un accord de *swap* avec la Fed a eu des effets très tangibles : il a été immédiatement mobilisé par les autorités coréennes pour éviter le recul des réserves en dessous du seuil symbolique de 200 milliards de dollars. Par contraste, l'accord de *swap* avec la Chine a donné à l'exercice une allure symétrique, mais il n'en a pas été fait usage et sa portée n'a été que symbolique. Sur le plan financier, les banques de Hong Kong ont été autorisées à émettre des titres en renminbis, un pas vers un marché offshore pour la devise chinoise. Les banques étrangères ont reçu l'autorisation d'emprunter en renminbis auprès d'investisseurs du continent pour financer ces flux commerciaux. En septembre, China Development Bank, suivant l'exemple donné par CITIC Bank international en juillet, a émis des certificats de dépôt en renminbis pour un montant de

100 millions, première initiative de ce genre par une banque du continent, le taux d'intérêt étant fixé à 1,95 %. Un assouplissement de la réglementation des changes a été adopté de manière expérimentale pour un an en août 2010 : il permet à des exportateurs de grande taille, basés à Pékin et dans trois provinces et aux fondamentaux solides, de conserver leurs recettes en devises alors que jusqu'à présent ces recettes devaient être immédiatement rapatriées et converties. À compter du 19 août 2010, également, dans le but de faciliter les échanges avec la Malaisie, la Chine a autorisé l'échange de renminbis et de ringgits malais entre banques ; la parité centrale a été fixée à 1 renminbi pour 0,462 ringgit ; les échanges bilatéraux entre les deux pays se sont montés en 2009 à plus de 50 milliards de dollars. Bref, au-delà de cet inventaire un peu décousu, il ne se passe pas de semaine sans que le gouvernement chinois ne prenne une initiative, n'amorce une expérience pour acclimater, mais très progressivement, l'usage international de sa monnaie.

Le gradualisme qui inspire manifestement ces expériences est logique. On commence par se familiariser avec les aspects conceptuels et techniques des mesures envisagées, on en débat, on expérimente, on va aux résultats. Pour certains observateurs, ces initiatives ont une portée réelle mais conserveront longtemps ce caractère expérimental et finalement modeste ; depuis le début du programme pilote (juillet 2009), les transactions réglées en renminbis auraient représenté environ 12 milliards de renminbis, soit 0,1 % du commerce extérieur chinois. Le véritable basculement consisterait à aller vers la convertibilité, condition peut-être pas suffisante mais en tout cas nécessaire pour rendre le renminbi attractif pour des mains étrangères. Pour d'autres, l'année 2010 serait la première année de l'internationalisation du renminbi – « une marche de 10 000 kilomètres commence par un premier pas », dirait un proverbe chinois. La question n'est pas tranchée ; peut-on en éclairer un peu plus les termes ? Dans une interview récente, Joseph Yam, ancien directeur général de la Hong Kong Monetary Authority a par exemple résumé la situation en deux propositions : d'abord, le système actuel fondé sur deux devises, le dollar et l'euro, n'est pas stable parce que les deux économies qui les supportent « ne sont pas en très bonne forme, ce qui affecte la confiance qu'on peut avoir en elles » ; il faut donc un troisième pilier monétaire. Ce troisième pilier, selon lui, peut être soit le DTS, soit une autre monnaie nationale, « émanant d'une économie de grande taille, comme celle de la Chine, dont les politiques économiques soient crédibles et inspirent confiance » et qui soit acceptée par la communauté internationale. Ce qui est certain, c'est que la Chine est désormais au centre de l'écheveau économique asiatique, sa puissance économique et les registres variés sur lesquels elle peut jouer changent la nature des relations bilatérales. On a, à titre anecdotique, entendu un expert japonais expliquer la nature particulière du dialogue qui pourrait s'engager entre les autorités chinoises et un certain nombre de partenaires régionaux : « Quelle sera notre marge de manœuvre, disait cet expert à propos d'un usage croissant du renminbi, si les Chinois exercent

une réelle pression pour aller dans leur sens ? » ; autrement dit, *made in China* peut-il se traduire à l'avenir par *paid in renminbis* ?

Dans la vision pragmatique des rapports de force internationaux qui est la sienne, la Chine peut, à l'échelle régionale, avancer pas à pas vers un objectif affiché, un système monétaire international diversifié ou « multipolaire », où des monnaies différentes peuvent exercer leurs trois fonctions traditionnelles. Le commerce, mais aussi les investissements chinois à l'étranger et l'aide publique qui constituent aussi des flux en croissance rapide, accroissent potentiellement l'utilisation internationale du renminbi. Projetons-nous alors vers l'avenir : quelle extension pourrait avoir l'usage du renminbi en matière commerciale ? Il est facile de procéder à quelques calculs : qu'un tiers du commerce extérieur chinois soit négocié en renminbis d'ici 2020, cela représenterait un volume de l'ordre de 2 trillions de dollars et cela suffirait à faire de la monnaie chinoise une des trois principales devises internationales. Mais les avis divergent sur la portée de cette règle de trois. Ouvrir des crédits en renminbis, c'est, en l'absence de convertibilité de la monnaie chinoise, uniquement permettre le financement d'importations en provenance de Chine. Dans ce contexte, les partenaires de la Chine resteront prudents avant d'accepter la facturation en renminbis, au moins tant qu'il n'existe pas de marché à terme permettant de se protéger contre les risques de change.

Fondamentalement, la question est de savoir quel intérêt a la Chine, dans une optique de plus long terme, à faire du renminbi une monnaie de réserve. On peut à cet égard développer l'argument suivant : historiquement, les pays dont la monnaie est devenue monnaie de réserve ont commencé par accumuler des excédents importants, ce qui étend l'usage de leur monnaie sur une très grande échelle et fait de ces pays des créditeurs sur le reste du monde, tout cela établissant solidement leur crédibilité. Ensuite vient la période où la monnaie, reconnue comme monnaie de réserve, permet au pays de connaître une période de déficit. Deux économistes du Cato Institute croient que la Chine aurait grand intérêt à s'engager dans cette voie, surtout si l'on se place dans la perspective du vieillissement à venir de la population. Selon cette hypothèse, la Chine serait mal inspirée de parler du DTS et ferait mieux d'agir pour faire du renminbi une monnaie de réserve. C'est aller un peu vite en besogne. D'abord, un pays, même très exportateur et excédentaire, ne « choisit » pas véritablement que sa monnaie devienne monnaie de réserve, elle le devient plutôt, comme on n'a cessé de le dire, par élection. Surtout, il s'agit là d'un véritable saut qui n'a pas toujours tenté, au contraire, les pays excédentaires (Japon, Allemagne) qui avaient la possibilité d'amorcer une stratégie similaire : il doit y avoir des raisons. Celles-ci tiennent évidemment aux risques qu'implique l'existence massive de créances à court terme détenues par le reste du monde dont on a vu, à propos du dollar, qu'elles pouvaient provoquer des fluctuations importantes de la parité dues à la versatilité des anticipations. Il n'y a sans doute rien de moins tentant à Pékin, en

tout cas pour l'instant, que l'idée de voir le sort du renminbi refléter ces énormes fluctuations du taux de change avec les implications qu'elles ont pour l'économie réelle, la spécialisation des industries et la mobilité du travail, sans même compter le levier qu'acquiert le monde extérieur sur la conduite des politiques domestiques.

Il semble au total probable qu'un usage croissant du renminbi ira de pair avec l'ampleur croissante des flux commerciaux et financiers avec la Chine. Cet aspect de la question peut avoir de très importantes implications régionales et il faut sans doute s'attendre à de nouvelles initiatives dans cette sphère ; n'oublions pas qu'avant de devenir une puissance mondiale, les États-Unis sont devenus, avec la doctrine Monroe, une puissance régionale. Pour le reste, la technologie financière chinoise, aujourd'hui arriérée, est appelée à faire des progrès ; la volonté politique des autorités d'appuyer le mouvement est claire – au moins dans certaines limites. Mais l'analyse développée dans cette section montre que les termes de l'équation que nous connaissons ont peu de chances d'être, à vues humaines, significativement altérés. L'insertion internationale de la Chine dans les années à venir restera marquée par les deux tendances que nous connaissons : premièrement, des excédents commerciaux massifs et l'acquisition, sous une forme ou une autre, de grandes quantités d'actifs étrangers ; deuxièmement, une préférence pour la stabilité qui s'applique en particulier en matière de taux de change et commande à la fois des évolutions très graduelles de la parité et la recherche de placements sûrs pour les actifs détenus à l'étranger.

Nous avons maintenant réuni, à propos du dollar, de l'euro et du renminbi, tous les ingrédients nécessaires pour réfléchir à ce que cette situation de départ et les forces à l'œuvre impliquent pour l'avenir des relations monétaires internationales.

# L'avenir du système monétaire

---

## Statu quo, rupture ou refondation ?

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. 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 plus que ses prédécesseurs, les chemins antérieurement balisés.

- 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 conserve épisodiquement la réputation de constituer l'ultime valeur refuge, l'étalon-or ne reviendra pas, ou alors dans un monde d'échanges terriblement rétrécis, parce qu'il ne répond pas au besoin d'une alimentation suffisante et régulière de la liquidité mondiale.
- Bretton Woods a adapté l'esprit monétaire ancien à une forme de capitalisme institutionnalisé dans lequel la question de l'emploi déterminait la conduite des politiques économiques. Mais il contenait en germe un gonflement incontrôlé de la liquidité qui s'est manifesté dès les années 1960. Bretton Woods, en tout cas, ne pouvait fonctionner que dans un univers où les mouvements de capitaux étaient contrôlés. Reconstruire le système monétaire international, ce ne sera pas, au-delà de la référence rhétorique, revenir à Bretton Woods, ou alors, sans que cela remette néces-

sairement en cause la croissance du commerce international, dans un contexte rétablissant une forme de contrôle des capitaux entre grandes zones monétaires.

- Les changes flottants ont fait preuve, de 1971 à la fin du siècle, de la souplesse attendue par ses promoteurs en accompagnant la progression des flux commerciaux et financiers dans des contextes macro-économiques et géopolitiques très différents. Mais on a rapidement constaté que les taux de change se comportaient désormais comme des prix d'actifs, fixés en fonction des anticipations sur leur valeur future et de ce fait propice aux emballements, aux attaques spéculatives, aux bulles et aux *sudden stops*. La généralisation des changes flottants est une hypothèse envisageable à condition que se convertissent à ce système, et aux risques de volatilité qu'il emporte, les pays faisant actuellement confiance à une gestion administrative de leur devise ; c'est peu probable.

- L'état du monde depuis 15 ans est marqué par l'irruption de la Chine qui a une nouvelle fois changé la donne et nous a, pour le coup, fait entrer dans un non-système. En fait, l'économie mondiale du XXI<sup>e</sup> siècle fonctionne en matière monétaire en juxtaposant deux logiques, celle des changes flottants et de la liberté des mouvements de capitaux d'un côté, celle de la manipulation du taux de change et de l'accumulation des réserves de l'autre. On pourrait dire, pour faire image, que la question du renminbi 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 renminbi 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. Et, contrairement à Checkpoint Charlie, le renminbi n'est pas prêt de disparaître !

Voilà où l'on en est lorsqu'on s'interroge sur l'avenir des relations monétaires internationales au XXI<sup>e</sup> siècle. En se fondant sur cette interprétation des tendances passées, il peut être intéressant d'élaborer deux scénarios et demi : on peut d'abord dessiner la possible perpétuation du non-système actuel (« *statu quo* »), ce qui constitue sans doute 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 avec les conséquences commerciales, industrielles, sociales et donc politiques que cela emporte. En se contentant d'esquisser à ce propos un demi-scénario, on voit bien que, si une nouvelle crise se présentait (penser à 1931), elle mettrait à l'épreuve et peut-être en péril l'esprit de coopération

internationale qui a prévalu jusqu'ici (« fracture »). C'est pourquoi, pour écarter au maximum ce risque, il faut aussi considérer un scénario plus ambitieux (« refondation »), qui cherche vraiment – comme l'exprime peut être au mieux l'expression « réinventer Bretton Woods » – à jeter les bases d'un meilleur système monétaire en s'attaquant aux dysfonctionnements actuels et ce dans le prolongement des progrès que représente, en matière de coopération internationale, le lancement du G20.

### **Statu quo**

Depuis la crise financière, les propositions en faveur d'une réforme en profondeur de l'architecture financière internationale se sont multipliées. Mais les obstacles à surmonter sont gigantesques. Il faut donc s'attendre à ce que la ligne de plus grande pente soit une sorte de *statu quo* amélioré. Après plusieurs décennies, le monde a appris à vivre avec le non-système actuel. Les économies émergentes sont devenues plus prudentes dans la définition de leurs objectifs et dans la gestion de leur position extérieure ; leur bilan macroéconomique est à certains égards plus respectable que celui des économies industrialisées ; le problème posé par une accumulation excessive de réserves peut fort bien trouver sa solution avec la mise en œuvre d'un schéma assurantiel dérivant des propositions déjà formulées dans ce sens par le FMI.

La reprise a été rapide, brillante dans certains pays ; on a même caressé l'espoir que le problème majeur posé par les déséquilibres globaux puisse avoir commencé à trouver une solution. Les deux principaux protagonistes ont pris conscience de ce que ces déséquilibres n'étaient pas soutenables et ils s'efforcent de mettre en œuvre les mesures correctrices appropriées. Qu'on les ait attendues en vain au fil de communiqués répétitifs du G8 ou du G8 + 5 ne signifie pas que ces corrections de trajectoire ne puissent pas, finalement, se produire. Le taux d'épargne a amorcé sa remontée aux États-Unis mais surtout on voit se profiler un changement fondamental de politique économique parce que le pays a pris conscience de ce que le déficit et la dette constituaient de graves menaces pour son avenir et sa sécurité. La croissance en Chine repose progressivement plus sur la dynamique de la demande intérieure tout simplement parce que les autorités chinoises portent désormais un jugement prudent, voire inquiet, sur les perspectives de croissance dans les pays occidentaux ; seule la réorientation de l'économie permettra d'atteindre le fatidique rythme de croissance de 9 %, garant de la stabilité sociale et politique du pays.

L'économie mondiale continuerait alors 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. Dans cette nouvelle étape coexisteraient les bénéfices d'une coopération internationale qui serait à la fois active et superficielle, dans le prolongement de ce qui

a été mis en place par le G20 en 2009, l'approfondissement d'accords régionaux et surtout de larges marges de manœuvre dans la conduite des politiques économiques nationales.

Ce qui rend aussi ce scénario plausible, c'est l'absence de conflit d'ordre stratégique entre les principaux acteurs. La montée en puissance de la Chine est d'abord économique mais elle a inévitablement une traduction sur le plan militaire, ne serait-ce que par la variété des intérêts économiques auxquels elle doit désormais veiller, ses lignes d'approvisionnement en particulier. Il y a là un vrai sujet mais il est facile d'en exagérer la portée. À vue humaine, la Chine ne peut pas représenter une menace militaire pour les États-Unis et surtout elle n'a pas intérêt à se comporter de la sorte : la Chine a soigneusement délimité ses intérêts vitaux, Taïwan, le Tibet, et pour le reste, la priorité est à la stabilité domestique, donc à la croissance, donc à la stabilité internationale. Personne n'a intérêt à la confrontation, cela permet un niveau de coopération internationale suffisant pour faire face aux risques systémiques pouvant menacer les immenses intérêts communs qui sont en jeu.

Mais, dira-t-on, si cette peinture est réaliste, pourquoi ne pas aller plus loin, pourquoi ne pas imaginer, dans le prolongement quasi-naturel des sommets du G20, une vraie réforme du système monétaire ? Parce que c'est une ambition de nature totalement différente. Le capital politique nécessaire pour mettre sur pieds une architecture nouvelle est immense et les bénéfices à en attendre sont trop dilués pour faire spontanément sentir la nécessité d'actions collectives aussi déterminées. Un observateur prudent pourra à cet égard se référer aux progrès accomplis depuis le sommet de Londres en matière de coordination des politiques économiques ou d'harmonisation des réglementations financières, pour ne rien dire des taux de change. Pour aller vers une vraie réforme, il faut une énergie supplémentaire qui ne s'est pas concrétisée jusqu'ici.

Ce premier scénario extrapole donc les tendances positives observées dans la seconde moitié de l'année 2009 et invite à en faire le meilleur usage pour réduire autant qu'on le peut les sources d'instabilité monétaires. Ce scénario est plausible, peut-il dérailler ?

## Fracture

Pour répondre à cette question, on peut d'abord imaginer que se reproduisent des chocs comparables à ceux qui ont précédé la crise financière elle-même ; prenons deux exemples. On ne peut par exemple pas exclure que l'absence de progrès dans les relations avec la Chine provoque une irritation croissante au Congrès des États-Unis. La violence des réactions consécutives à la prise de contrôle d'UNOCAL par CNOOC reste dans les mémoires. Et alors ? Que le Trésor américain, cédant à la pression des *Congressmen*, accuse la Chine de « manipuler sa monnaie » ne constitue peut-être pas l'arme atomique qu'on a un moment redoutée. En examinant en détail ce qu'implique le déclenchement de cette procédure, on

constate qu'elle n'entraîne aucune décision brutale de l'exécutif américain, que ses effets sont étalés dans le temps, qu'ils provoqueraient sans doute une réaction chinoise proportionnée mais laissant le temps à un déroulement maîtrisé des procédures et des négociations : c'est du moins ce qui se dégage des réflexions menées à ce sujet en mars 2010 au moment où, à la suite de la dernière initiative du sénateur Ch. Schumer, la tension entre les deux parties était montée d'un cran avant de retomber avec la préparation du sommet nucléaire de Washington.

Autre exemple, la Chine pourrait ne pas se satisfaire des projets de réforme actuels du FMI. C'est une question politiquement très sensible pour elle, le gouverneur Zhou l'a rappelé au moment des réunions du printemps 2010. Plus généralement, on a bien vu, en 2009, la Chine s'enhardir progressivement pour affirmer sa présence sur la scène mondiale. On peut donc imaginer une situation où l'absence en 2011 de nouveau progrès sur la réforme des quotas et des chaises au FMI accroîtrait les réticences de la Chine à coopérer plus activement avec un système à la construction duquel elle n'a pas participé et au sein duquel elle ne se sent pas reconnue à sa juste place. Est-ce un risque systémique ? Probablement pas. Cela évidemment ne ferait que ralentir l'évolution progressive dudit système tout en accélérant le mouvement de régionalisation en Asie mais sans introduire, semble-t-il, de risque de rupture. L'enjeu n'est pas suffisant.

Ce que suggèrent ces deux exemples, c'est que le *statu quo* est un scénario assez robuste au sens où il peut faire face à un certain nombre de chocs ponctuels. Mais qu'en serait-il dans une situation plus critique ? Le principal risque, c'est tout simplement qu'on ne voie pas d'ici 2011 ou 2012 de solution aux dysfonctionnements et aux excès qui ont conduit à la crise actuelle. Tous ceux qui ont considéré avec inquiétude les « prouesses » de la finance américaine de 2002 à 2007 ont des raisons de craindre que la crise financière connaisse un nouvel et dramatique épisode ou bien que ses effets sur le chômage ne soient plus maîtrisables. Bornons-nous, sans vouloir démontrer quoi que ce soit, à illustrer ce risque de manière assez parlante en évoquant soit les risques ayant dominé l'actualité financière au premier semestre 2010, ceux liés à la possibilité d'un défaut souverain, aux effets de contagion et finalement à une crise bancaire, soit l'éclatement d'une bulle chinoise nourrie par une croissance exagérée du crédit amplifiée par le plan de relance, ou encore un *hard landing* américain dont la possibilité n'est pas absente des esprits si l'on en juge par un récent éditorial du *Washington Post* : « Strictly looking at the monthly statement of the Treasury, as an investor, you see a company you might want to short » ! Commentaire synthétique, réaliste, naturel pour un *trader*... mais qui fait frémir six mois après que la crise grecque a pris les proportions qu'on sait précisément parce que « les investisseurs » avaient fait ce même diagnostic.

On en est, en tout cas, en septembre 2010, au point où le thème de « la guerre des monnaies » refait la une de la presse financière internationale. Utiliser les taux de change comme arme de politique économique interne, ce serait évidemment une très mauvaise nouvelle pour le commerce mondial et les systèmes financiers. La Banque du Japon est déjà intervenue pour mettre un frein à l'appréciation jugée excessive du yen, la Chine considère qu'un renminbi « stable » est une bonne contribution à l'équilibre mondial et refuse de voir les avantages énormes de compétitivité dont bénéficie son secteur exportateur, le Brésil renâcle à l'idée d'être parmi les rares émergents à laisser leurs monnaies orientées à la hausse, la Fed se prépare à de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif auxquelles la BCE semble vouloir résister avec énergie. Des décisions aussi peu coordonnées, mettant en jeu les intérêts économiques vitaux des principales nations, peuvent, comme l'histoire l'enseigne, avoir des répercussions dévastatrices.

Sans élaborer plus les hypothèses qui précèdent, ce n'est pas l'objet de ce travail, on voit bien les immenses difficultés qui en résulteraient pour les gouvernements dont les marges de manœuvre ont été adroitement et rapidement utilisées en 2008 et 2009 mais qui auront, pour le coup, épuisé ces cartouches au moment où une troisième vague d'interventions serait nécessaire. On ne sort décidément pas facilement d'une grande récession !

La deuxième décennie du XXI<sup>e</sup> siècle sera inmanquablement une période de stress pour la conduite des politiques économiques. Chaque pays va essayer de consolider la reprise mais, ce faisant, la poursuite de ses objectifs domestiques peut s'avérer contradictoire avec la poursuite d'intérêts collectifs. Dans ce contexte déjà difficile, une nouvelle dégradation du marché du travail rétrécirait encore l'horizon des décideurs politiques au moment où croîtrait l'attente des électeurs pour répondre à des préoccupations devenues encore plus pressantes : « Toute politique est locale », comme on dit aux États-Unis, si bien que, face à ce nouveau rebondissement, l'esprit de coopération internationale, qui est sans doute l'aspect le plus marquant des réactions politiques des deux dernières années, ne manquerait pas de s'étioler. C'est alors qu'on verrait se profiler des solutions qu'on croyait appartenir définitivement au passé.

N'allons pas plus loin dans la description de ces risques ; ces remarques suffisent pour illustrer les périls qui subsistent aujourd'hui et demain au voisinage du *statu quo*. Leur vertu pourrait être – devrait être – d'encourager la recherche de solutions permettant de sortir par le haut des difficultés actuelles.

## Refondation

Contrairement aux craintes exprimées par de nombreux économistes, la « grande crise » de 2007-2008 n'a pas été déclenchée sur le marché des changes, par exemple dans l'hypothèse d'un *hard landing* du dollar. Au contraire, le marché des changes a fait preuve

d'une grande résilience au milieu des soubresauts que connaissaient les autres marchés financiers. C'est exact mais ce rapport montre aussi qu'on ne peut pas exonérer le non-système actuel de toute responsabilité dans ce que nous avons traversé, au contraire. Le maintien du *statu quo* ne constituerait qu'une solution par défaut et, même amélioré, il constituerait toujours un facteur de risque. Pour écarter le risque de fracture, il n'y a pas de meilleure stratégie que de prendre à bras-le-corps la recherche de solutions aux dysfonctionnements les plus profonds du non-système actuel.

Nous avons, au fil de ce rapport, bien 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 section suivante.

- 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 sonnait déjà, moins de 20 ans plus tard, l'alerte relative à l'excès de liquidité ; et depuis Jacques Rueff, les choses n'ont fait qu'empirer ! Les Chinois ont donc indiscutablement un point lorsqu'ils en appellent à une maîtrise collective du rythme d'émission de l'instrument de réserve internationale. Retrouver le contrôle de la liquidité internationale, ou plutôt définir comment exercer pour la première fois ce contrôle, ce 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 : si l'on en juge d'après ses résultats, l'expérience acquise avec les changes flottants montre qu'ils ne répondent pas à l'objectif central consistant à garantir 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 autorégulés lorsque ceux-ci ne délivrent pas les résultats escomptés. Ce qui est vrai, c'est que dans un univers où la liquidité internationale serait mieux maîtrisée, l'ampleur des flux financiers serait moindre et donc 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, l'adhésion de la Chine aux principes de l'économie (socialiste) de marché n'ira pas, parce que l'exigence de stabilité

domestique l'emporte sur toute autre considération, jusqu'à accepter 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 1960 et 1970 ; 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 approche d'une bifurcation. Le DTS fait partie du sentier suivi jusqu'ici ; on peut 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 qu'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 revenir au sentier de croissance antérieur et tout laisse craindre que la croissance potentielle soit à l'avenir inférieure à ce qu'elle était depuis les années 1990. 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 SMI 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 FMI et de l'Organisation internationale du travail (OIT) à Oslo en septembre 2010.

Voilà des défis de taille, abordons-les en admettant provisoirement qu'il y a peut-être une fenêtre d'opportunité pour un scénario où l'avenir du système monétaire international serait débattu en faisant preuve d'audace, en allant au-delà de quelques réformes significatives, mais marginales. Cette ambition n'est pas irréaliste à condition d'être en ligne avec le sentier sur lequel se trouve aujourd'hui l'économie internationale. Il est des circonstances dans lesquelles des nations souveraines ont montré qu'elles pouvaient mesurer les risques que recèle la poursuite d'objectifs étroitement nationaux et qu'elles préféreraient chercher à tirer les bénéfices d'une stratégie coopérative. Ce scénario, c'est celui où l'on ne laisserait pas passer cette chance.

## ***L'avenir du système monétaire 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, démontrent 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 *spill-overs*) mais aussi pour fournir les biens collectifs mondiaux au premier rang desquels figure la stabilité des échanges et de la monnaie inter-

nationale. Mais l'année 2009 a aussi démontré, avec l'échec de la Conférence sur le climat de Copenhague, le danger qu'il y aurait à sous-estimer les difficultés de cette action collective globale lorsque le processus 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, le DTS.

## 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 1990. Si l'on ajoute à cela le fait que le FMI 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 du Comité sur la réforme de la gouvernance du FMI présidé 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<sup>e</sup> 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 FMI 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 côté, il y a ceux qui, comme B. 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 pèchent 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 du Comité présidé par T. Manuel tout en les précisant ou en les complétant sur des points importants.

#### *Le mandat*

Toute institution internationale dérive 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 FMI, 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 savoir 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 susceptibles d'aller à l'encontre des objectifs généraux poursuivis par la mondialisation 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 est 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 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, aspect certes important 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 qu'on discutera plus précisément dans les trois sections suivantes, la surveillance multilatérale, la gestion de crise, l'émission de l'actif de réserve.

#### *Le Conseil*

La question de la gouvernance du système, d'après ce qu'on a dit des statuts, (article IV), ce 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 1980 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 ? 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 politiques de l'heure ; 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 les propositions avancées dans ce rapport, c'est – sans en prendre le pari – qu'il peut y avoir une configuration financière et politique qui conduise en particulier les États-Unis à lever leurs objections.

#### Responsabilités

Le nouveau Conseil exercerait ses responsabilités en matière stratégique et juridique. Ses fonctions sont énumérées par le rapport de T. Manuel ; il faut en souligner deux axes. La fonction première du nouveau Conseil, c'est la surveillance (exercice dont les résultats servent d'inputs aux réunions du G20-leaders), elle sera, comme on l'a déjà dit et comme on le précisera à la section suivante, plus étendue et plus mordante, 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 dans la dernière sous-section de ce rapport – 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 marquée du Conseil est un atout en termes d'engagement politique mais elle comporte aussi un risque

d'enlèvement – fréquent dans les arrangements intergouvernementaux. Le directeur général de l'institution ne peut pas dans ce contexte être seulement porteur d'un compromis douloureusement établi entre ses actionnaires après qu'ils se sont mis d'accord sur un plus petit dénominateur commun, 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 directeur général 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<sup>e</sup> siècle. Mais franchement, imagine-t-on que, toutes choses égales d'ailleurs, un *Managing Director* asiatique soit dans une meilleure posture que Rodrigo de Rato ou Dominique Strauss-Kahn pour réduire les déséquilibres globaux et la volatilité excessive des taux de change ? Non ; le jour où elle sera tranchée, ce sera un *aggiornamento* bienvenu, mais cette joute paraîtra secondaire, et la question qui subsistera, ce sont les pouvoirs du directeur général, 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.

### 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 par exemple 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 (voir ci-dessus) dans l'indépendance accrue de l'institution et de son directeur général – une question qui a son pendant analytique : le Fonds est mal équipé pour aborder de front ces déséquilibres à la dimension systémique. Or la leçon principale de la crise, c'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 prise en défaut, il faut bien introduire l'idée de « surveillance multilatérale ». De là est venue la nécessité d'adapter le champ et les méthodes de travail du Fonds. Pour remplir la mission du FMI,

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*, définir une approche pour traiter des *pays ayant une importance systémique*.

Le CMFI 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 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 des statuts 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, ce serait donner 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 Fonds, comme on l'a vu, un mandat apparemment très large, mais les obligations des membres résultant de ce mandat 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 FMI 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, 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 à cet égard en avant la nécessité de mieux surveiller les risques proprement financiers. Cette extension du champ d'investigation du Fonds est non seulement souhaitable, elle est 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 FMI qui lance les alertes les plus claires sur la situation de

Bear Stern ou de Lehmann Brothers et ce n'est pas pour cela qu'il a été critiqué. Ce que la crise a en revanche démontré, c'est l'extraordinaire enchevêtrement des facteurs macro- et micro-financiers dans l'accumulation progressive des tensions : c'est logique, le volet macro, une croissance trop rapide du crédit, est intimement lié au volet micro, un *leverage* trop élevé dans les grandes institutions financières en se limitant à l'essentiel. 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 Comité de stabilité financière (Financial Stability Board, FSB) 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. Au vu des consultations déjà mentionnées plus haut, on est frappé par l'insistance avec laquelle est mis en avant par le *management* le fait que les chocs financiers peuvent 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 FMI a régulièrement mis l'accent sur les données qui lui manquent (*data gap*) pour procéder aux évaluations nécessaires, déplorant, en sous-entendu, l'absence d'accès aux données des institutions financières pouvant présenter des risques systémiques. Dans le cadre du présent rapport, on considère que 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. 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, qui tient à la mission centrale du Fonds, 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. Si le mécanisme de « surveillance » mis en place à Pittsburgh 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 (ORD) 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. 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 les déséquilibres de 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.

C'est à ce stade qu'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 ; proposition intéressante lorsqu'il s'agit de petits pays mais dont on 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. Une autre solution, également apparue dans le débat, serait plus en ligne avec l'origine du problème, le déséquilibre de la balance courante ; elle consisterait à appliquer, en fonction des indicateurs de réserve ou de balance mentionnés plus haut, des sanctions commerciales gérées sur le plan opérationnel par l'OMC. On relèvera avec intérêt que de telles mesures ne sont pas en désaccord avec les dispositions prévues dans les accords du General Agreement on Tariffs and Trade (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 % »). Il n'est pas utile d'aller plus loin à ce stade mais ces pistes montrent que l'inaction n'est pas la seule option ; on y reviendra dans la dernière section de cet essai.

### **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 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 prêt 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. Cette conclusion ne peut qu'être renforcée après l'épreuve grecque, le retour au premier plan du risque souverain et les craintes que véhicule désormais le mot de « contagion ». La crise grecque a en effet 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, soit dit en passant, est aussi une illustration de la flexibilité des articles 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 considéré comme une marque d'opprobre depuis la crise asiatique, ce dont on voit l'effet dans l'utilisation modeste de cette ligne de crédit. Il serait sage de rendre cet instrument (et celui qui lui est associé, les High Access Precautionary Arrangements [HAPAs]) plus efficace et plus attractif en aménageant les conditions d'accès, la durée, les montants. La discussion précise des aménagements à apporter mettra en évidence des arbitrages 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. Et s'il faut privilégier l'un ou l'autre de ces deux arguments, il paraît sage, en 2011, de recommander la souplesse.

Plaçons-nous maintenant dans une hypothèse plus délicate encore : comment faire face à un choc frappant les dettes souveraines comparable à celui ayant frappé 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 pied 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.

### Un nouvel instrument de réserve

Le DTS, construction des années 1970, était tombé jusqu'à une date récente dans un quasi-oubli. Il a refait surface au printemps 2009 pour deux raisons. 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 ; 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) ; c'était utiliser le DTS comme instrument de financement. Sur un tout autre plan, c'est la proposition du gouverneur Zhou d'en faire le pivot d'un nouveau système monétaire qui 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, par son auteur et par sa portée, semblait annoncer qu'une page nouvelle de l'histoire monétaire allait être écrite.

Il n'est pas nécessaire de revenir sur la valeur future des immenses réserves en dollars accumulées de par le monde. Depuis les années 1960, 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, à quoi il faut ajouter que, malgré un contexte où le risque de déflation est loin d'être écarté, le retour à un niveau d'inflation plus élevé est ouvertement débattu, y compris au FMI, comme un moyen d'atténuer dans l'avenir le fardeau des dettes publiques. Tout s'est donc passé comme si le gouverneur Zhou exprimait 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 produit national brut [PNB] américain) et politique (le dollar comme expression de souveraineté monétaire). Formulée dès les années 1960, cette critique avait alors été écartée : ce qui fait du dollar une mon-

naie internationale, ce n'est pas la possibilité d'acquérir 1 dollar de PNB américain, 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 ont un point, mais 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 peut-être le fait dénué d'ambiguïté 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, le présent rapport aborde sérieusement 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.

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 1960 aux craintes de pénurie de liquidité internationale. D'où l'idée – révolutionnaire – suivant laquelle le FMI jouerait 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 1970 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 cinq, puis quatre 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 renminbi.

Est-il alors économiquement concevable que le DTS joue à l'avenir un rôle significatif ? Cette question se dédouble naturellement, sur le terrain économique, 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 les différentes fonctions rappelées au début de ce rapport : 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 concorde 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 reposant sur l'exploitation d'externalités, leurs bénéfiques 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 privés. 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 bénéfiques qui pousserait les gouvernements à œuvrer collectivement pour surmonter ces difficultés. Et n'oublions pas que la Chine, par son seul comportement, pourrait sans doute faire évoluer bien des choses ! À l'inverse, le volontarisme politique ne suffit évidemment pas et l'on voit les risques que soulèveraient des initiatives isolées : non coordonnées, elles pourraient être 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 qu'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 seigneurage. 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. On notera à ce propos que les poids des différentes monnaies dans le panier étant fixés en nominal (0,44 dollar/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 ira 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 dollars 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 DTS nouveaux.

On voit combien les efforts nécessaires pour ouvrir ce chantier sont grands, ils représentent un pas en avant significatif par rapport à ce qui a été entamé par le G20 depuis sa création. Quelles conditions faut-il réunir pour réussir ? Il faut 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 une volonté de coopération internationale dont l'histoire donne il est vrai peu d'exemples. Mais 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 d'ores et déjà prise par le président de la République, 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, c'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 renminbi et la Chine refuse que la question soit posée en G20, quel Gxx convoque-t-on en cas de crise monétaire internationale ? Deuxièmement, après la Grèce, après l'euro, avant un nouvel accident de parcours, la crainte du scénario de rupture peut être un mobile puissant pour pousser à prendre le risque d'une initiative commune. Troisièmement, le programme qui a été esquissé n'empiète pas, au moins dans ses premières étapes, de manière agressive sur les souverainetés nationales. Ce que l'on a décrit jusqu'ici n'est pas véritablement un système centré sur le DTS, il constitue plutôt un système multidevises reposant sur un ensemble de monnaies de premier rang auquel est ajouté un instrument synthétique dans l'adolescence.

Examinons finalement un tel système monétaire sous l'angle de l'économie politique adopté depuis le début de ce rapport. Sur le

plan économique et intellectuel, ce système constitue un ensemble 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-saxon 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 qu'on a connue dans l'histoire récente et qui ne peut, toutes choses égales par 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 des balances dollars 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 suffit pour nous placer au-delà 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 15 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. Le prix payé, ce fut l'amplification des déséquilibres globaux, l'interdépendance de plus en plus étroite entre des systèmes économiques différents, la complémentarité mais aussi la concurrence entre différentes sortes de capitalismes. Nulle part ce contraste n'est plus manifestement visible qu'en matière monétaire où l'on voit coexister un régime de changes flexibles, en particulier entre le dollar et l'euro, et la recherche d'un change stable, en particulier pour le renminbi. 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 qu'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. On voit bien, fin 2010, que l'heure n'est plus à célébrer le succès des politiques de relance et la reprise brillante qui a mis fin à la « grande récession » de 2009 ; la crainte du protectionnisme et des guerres monétaires est de retour. D'un autre côté, on peut penser qu'une fenêtre d'opportunité est actuellement ouverte, plusieurs facteurs favorables étant 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, sans être identiques, sont 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 qu'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 poussant les uns ou

les autres à changer – 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 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 systèmes, 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 en second lieu 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<sup>e</sup> siècle entre forces de marché et responsabilités des gouvernements.

On a esquissé dans la dernière partie de ce rapport 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 issue avant la guerre des monnaies.