

ÉDITORIAL

Un sujet ne doit pas chasser l'autre. Depuis 2008, le G20 a fait des recommandations pour améliorer la régulation bancaire et financière à la lumière de la crise mondiale. Certaines propositions ont été mises en œuvre, mais beaucoup reste à faire. Sous présidence française, le G20 a ajouté à son agenda des thèmes ambitieux : les déséquilibres internationaux, la réforme du système (ou, par certains côtés, du non-système) monétaire international et la volatilité des prix des matières premières.

Ce rapport rassemble des contributions sur la réforme du SMI. Sont abordées plusieurs facettes : la place des monnaies de réserve, le régime de change, la fourniture de liquidités internationales, les déséquilibres internationaux et la répartition des ajustements entre pays excédentaires et pays déficitaires, les mécanismes de surveillance multilatérale et les règles du jeu applicables aux pays « déviants ».

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

Christian de Boissieu

n° 04/2011

Rapport CAE n° 99

SEPTEMBRE 2011

Réformer le système monétaire international

Contributions de Agnès Bénassy-Quéré, Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas, Jacques Mistral, Jean Pisani-Ferry et Hélène Rey

Ce rapport du Conseil d'analyse économique offre trois contributions d'économistes reconnus qui analysent le système monétaire international (SMI) et ouvrent des pistes de réforme. Cette réforme constitue l'un des principaux chantiers ouverts par la présidence française du G20. Elle s'impose pour au moins deux raisons.

La première tient aux liens étroits qu'entretiennent les déséquilibres monétaires (instabilité des taux de changes, déséquilibres persistants des balances courantes, accumulation excessive de réserves, retournements brutaux des flux de capitaux) et les déséquilibres financiers (bulles spéculatives, emballement ou rationnement du crédit, crises bancaires, crises d'illiquidité...). Cela signifie que la réforme de la régulation financière doit nécessairement s'accompagner d'une réorganisation du système monétaire international afin que soient mis en place des mécanismes garantissant une provision coordonnée et suffisante de liquidité internationale et une meilleure adéquation des taux de change aux fondamentaux.

La seconde raison tient à la nécessité d'adapter le SMI à une économie mondiale dont le centre de gravité s'est déplacé avec la montée en puissance des grands pays émergents tels que la Chine. Le SMI hégémonique centré sur le dollar ne convient plus à la multipolarité croissante de l'économie mondiale. La transition qu'il s'agit d'encourager est donc celle vers un SMI plus multipolaire. Cette transition est souhaitable mais n'est pas sans dangers. D'où la nécessité de la réflexion approfondie sur les chemins à prendre proposée dans ce rapport.

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

Pourquoi réformer le système monétaire international ?

Pourquoi réformer le système monétaire international ? Parce qu'il est un non-système, issu de l'effondrement du système de Bretton Woods, et qu'il apparaît favo-

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

Il apparaît également en décalage avec l'économie mondiale, dont les contours ont été significativement élargis par la montée en puissance des grands pays émergents. Le poids encore prépondé-

rant du dollar fait du système actuel un système unipolaire, qui s'oppose au caractère tripolaire de l'économie mondiale, où l'Amérique du Nord ne pèse pas davantage que l'Europe ou l'Asie. Ainsi se joue une transition inévitable, et qui dans une certaine mesure est déjà amorcée, vers un système monétaire plus « multipolaire » dont les piliers pourraient être le dollar, l'euro et le yuan lorsque ce dernier sera devenu convertible.

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

Avantages et inconvénients d'un système monétaire international multipolaire

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

volatilité de court terme des taux de change serait en revanche vraisemblablement accrue par la mobilité plus forte des capitaux, mais, à moyen terme, la multipolarité pourrait diluer le dilemme de Triffin en le répartissant entre les monnaies clés.

En bref, le passage d'un système hégémonique à un système multipolaire est porteur d'améliorations. Mais reste à améliorer les dispositifs de mise à disposition de liquidité en cas de crise, en allant au-delà des facilités existantes. Cela devrait passer par des accords multilatéraux qui devront venir compléter les accords régionaux et bilatéraux. Reste aussi à créer un dispositif de gestion de la liquidité mondiale. Agnès Bénassy-Quéré et Jean Pisani-Ferry défendent à cet égard la proposition d'un développement et d'un assouplissement des allocations de droits de tirage spéciaux (DTS), dont l'objectif initial était bien, lors de leur création en 1969, de permettre une gestion multilatérale de la liquidité internationale. Cela nécessiterait une réforme des statuts du Fonds monétaire international et une étroite collaboration entre ce dernier et les banques centrales émettrices de monnaies entrant dans le panier DTS, le yuan ayant vocation à en faire partie.

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

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

Pour une meilleure garantie de liquidités

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

sance exacerbe les décisions d'auto-assurance – individuellement optimales, mais socialement inefficaces – des pays sous la forme d'accumulation excessive de réserves de change.

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

- favoriser le développement d'alternatives aux bons du Trésor américain comme actif de réserve privilégié, afin d'accélérer une transition inéluctable vers un système multipolaire. Dans cette perspective, l'émission d'obligations européennes avec co-garanties semble particulièrement souhaitable. À un horizon sans doute plus lointain, l'ouverture du compte de capital chinois, la convertibilité du yuan et le développement d'un marché obligataire en yuans seront aussi nécessaires ;
- pérenniser les accords bilatéraux entre banques centrales de fourniture temporaire de liquidités (accords de swap) qui furent activés avec succès pendant la crise ;
- renforcer et élargir les facilités du FMI du type « *flexible credit lines* » (FCL), « *precautionary credit lines* » (PCL), et « *global stabilization mechanism* » (GSM), et étendre les mécanismes de financement du FMI du type « *new arrangement to borrow* » (NAB). À ces NAB, il serait aussi souhaitable d'ajouter la possibilité pour le FMI d'emprunter directement sur les marchés ;
- mettre en place des facilités de dépôt des réserves en devises auprès du FMI (« *reserve pooling* ») qui permettrait de fournir une assurance supérieure à l'auto-assurance aux pays participants et, accessoirement, de recycler les réserves vers des investissements productifs.

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

Les Rapports du Conseil d'analyse économique

70. Perspectives agricoles en France et en Europe
71. Mondialisation : les atouts de la France
72. Les leviers de la croissance française
73. Mesurer le pouvoir d'achat
74. Gaz et électricité : un défi pour l'Europe et pour la France
75. Private equity et capitalisme français
76. La mondialisation immatérielle
77. Innovation et compétitivité des régions
78. La crise des subprimes
79. Salaire minimum et bas revenus
80. Politique de change de l'euro
81. Performances à l'exportation de la France et de l'Allemagne
82. Loger les classes moyennes
83. Le financement des PME
84. Immigration, qualifications et marché du travail
85. Le partage des fruits de la croissance en France
86. Épargner à long terme et maîtriser les risques financiers
87. Politique climatique : une nouvelle architecture internationale
88. Refondation du droit social : concilier protection des travailleurs et efficacité économique
89. Investissement direct étranger et performances des entreprises
90. Les mobilités des salariés
91. Investissements et investisseurs de long terme
92. Créativité et innovation dans les territoires
93. Les effets d'un prix du pétrole élevé et volatil
94. Les marchés de brevets dans l'économie de la connaissance
95. Évaluer la performance économique, le bien être et la soutenabilité
96. Banques centrales et stabilité financière
97. Valoriser le patrimoine culturel de la France
98. L'émergence de la Chine : impact économique et implications de politique économique
99. Réformer le Système monétaire international
100. Crise et croissance : une stratégie pour la France

Les rapports du CAE sont disponibles à La Documentation française
29 quai Voltaire
75344 PARIS Cedex 07
Téléphone : 01 40 15 70 00
Télécopie : 01 40 15 72 30
et sur : www.cae.gouv.fr

La
documentation
Française



du système monétaire international. Un ancrage monétaire suppose en outre une évolution des priorités de la politique monétaire – stabilité des prix et de l'activité économique, stabilité financière – vers des objectifs externes qui n'est pas réalisable, ni nécessairement souhaitable.

Contrôler les mouvements de capitaux ?

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

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

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

Commentaires

Ces deux premières contributions font chacune l'objet des commentaires de Benoît Cœuré, de Daniel Cohen et de Jean-Hervé Lorenzi. Benoît Cœuré insiste sur les risques associés à la transition et s'interroge sur la plus ou moins grande stabilité d'un régime multipolaire. Il plaide pour un plus grand rôle des DTS qu'il

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

L'économie politique des questions monétaires internationales

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

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

113 rue de Grenelle 75007 Paris – Tél. : 01 42 75 53 00 – Fax : 01 42 75 51 27
Directeur de la publication : Christian de Boissieu
Rédacteur en chef : Pierre Joly
Conception et réalisation graphique : Christine Carl