

COMMENT RÉFORMER LE SMI*

Après trois décennies d'apathie, la réforme du système monétaire international est de nouveau à l'ordre du jour. À court terme, les chances d'une refonte majeure sont minces. Néanmoins, des mesures concrètes devraient être prises. Tout d'abord, un consensus doit être trouvé sur les taux de change, les flux de capitaux et les réserves. Ce consensus, moins inatteignable qu'on pourrait le penser, devrait être consigné dans une sorte de code de bonne conduite assorti d'un dispositif de surveillance. Ensuite, les filets de sécurité financière doivent être améliorés afin d'éliminer le motif d'auto-assurance de l'accumulation de réserves officielles. La voie la moins difficile pourrait être un nouveau mode de décision concernant les allocations des Droits de Tirage Spéciaux (DTS), facilitant leur utilisation plus fréquente. Enfin, un changement dans la composition des DTS devrait être programmé pour y inclure le renminbi, afin de renforcer le cadre multilatéral. Ces réformes partielles seraient un premier pas vers d'autres évolutions à venir.

1

■ La situation actuelle

En mars 2009, le célèbre discours¹ du Gouverneur de la Banque du Peuple Chinois, Zhou Xiaochuan, a réveillé le débat sur le système monétaire international (SMI) d'une d'apathie longue de trois décennies. Dans la perspective de la présidence française du G20 en 2011, de nombreuses idées ont été débattues au sujet de la réforme du SMI, dans les rapports, des articles académiques et des conférences. Ces contributions ont notamment souligné les déficiences du système actuel : sa dépendance envers une monnaie de réserve clé, engendrant de fortes asymétries dans les processus d'ajustement ; son incapacité à inciter les pays excédentaires à s'ajuster ; son désintérêt pour les externalités de

politique monétaire et, partant, pour l'adéquation des politiques monétaires agrégées au niveau mondial ; le recours coûteux à l'auto-assurance à travers l'accumulation de réserves de la part des pays émergents et en développement ; l'incapacité à canaliser les flux nets de capitaux des économies avancées à faibles rendements vers les pays émergents à forts rendements ; et des désajustements significatifs des taux de change réels, conduisant parfois à des "guerres de monnaies". De vieux dilemmes, comme celui de Triffin, ont été revisités, et de vieilles idées, comme un rôle accru des Droits de Tirage Spéciaux (DTS), ont été intensivement débattus.

* Agnès Bénassy-Quéré (CEPII), Jean Pisani-Ferry (Bruegel) & Yu Yongding (Institute of World Economics and Politics, Chinese Academy of Social Sciences). La version anglaise de cette Lettre a été préparée pour le projet "Think tank 20 Project" de la Brookings Institution.

1. Zhou Xiaochuan (2009), 'Reform the international monetary system', available in BIS Review 41/2009, <http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>.

La nécessité de faire évoluer le système monétaire international – ce que Keynes appelait les “règles du jeu” – est renforcée par les bouleversements en cours dans l'équilibre mondial des pouvoirs. Déjà sensibles au cours de la dernière décennie, ces changements ont été accentués par la crise financière et ses effets différenciés sur les économies avancées et émergentes. En 2020, le pouvoir économique sera mieux réparti que jamais au cours des deux derniers siècles, ce qui justifie une évolution du système monétaire vers un régime multipolaire dont les différents pôles pourraient être le dollar des États-Unis, l'euro et le renminbi.

À court terme, toutefois, le système monétaire international a peu de chances d'être fondamentalement modifié. Les faiblesses de l'euro et du yuan sont trop évidentes pour que ces monnaies constituent des alternatives du dollar. Réformer les règles du jeu est déjà un objectif ambitieux. Les réécrire entièrement, comme certains le suggèrent, ne figure pas à l'ordre du jour. Nous ne sommes pas en 1944. Il faut donc concentrer le débat sur ce qui est faisable. Des groupes de travail officiels doivent fournir des propositions concrètes pour le G20, lesquelles seront discutées lors des réunions des ministres des Finances, puis par les chefs d'État et de gouvernements du G20 à Cannes, en novembre. En quoi pourraient consister ces réformes ? Quelles sont les pistes permettant de traiter les problèmes fondamentaux du SMI tout en réunissant un consensus suffisant ? On peut penser à trois directions concrètes :

◆ Premièrement, chercher un accord sur les restrictions aux flux de capitaux et proposer un cadre de surveillance cohérent des politiques nationales en matière de flux de capitaux, d'accumulation de réserves et de taux de change. Cela contribuerait à lutter contre le risque de “guerres de monnaie”.

◆ Deuxièmement, s'appuyer sur les résultats de la présidence sud-coréenne du G20 en 2010 et renforcer les filets de sécurité financière afin de limiter l'accumulation de réserves pour motif d'auto-assurance ou le recours à d'hypothétiques lignes de swaps en cas de retournement des flux de capitaux.

◆ Troisièmement, préparer une recomposition des DTS afin de renforcer le cadre multilatéral tout en favorisant l'évolution vers un système plus multipolaire.

■ Taux de change, flux des capitaux et réserves de change

À première vue, le premier sujet semble le plus difficile car il touche à la question sensible des politiques de

change. Toutefois, il est de plus en plus évident que la crise mondiale a eu des effets très asymétriques qui appellent à un réajustement des taux de change réels entre économies développées et émergentes. Ce réajustement va se produire d'une façon ou d'une autre, soit par le biais du taux de change nominal, soit par les évolutions divergentes de l'inflation. Une pression plus élevée sur les prix à la consommation affaiblira la volonté des gouvernements et des banques centrales des pays émergents de s'opposer aux appréciations du change nominal via les interventions de change et/ou les contrôles de capitaux.

Pour la même raison, la controverse sur les contrôles des capitaux devrait s'amenuiser. Le Fonds monétaire international est moins réticent que par le passé pour faire place à de tels contrôles dans la boîte à outils des décideurs politiques. Dans les pays émergents, il est de plus en plus reconnu que les contrôles ne sont qu'un instrument parmi d'autres et qu'ils s'inscrivent dans une panoplie d'outils macroéconomiques et macro-prudentiels qui eux aussi peuvent être utilisés pour limiter l'impact négatif de flux de capitaux importants et volatils.

Par conséquent, un consensus politique pourrait être trouvé sur ce premier sujet. Cependant, il sera difficile de trouver un accord sur les arrangements institutionnels : inscrire les principes de gestion des capitaux et du change dans une sorte de code de bonne conduite ; confier à une institution internationale – en principe le Fonds monétaire international – la tâche de surveiller conjointement les contrôles des capitaux et les politiques de change, dans le but de séparer les motifs de stabilité macroéconomique et financière des motifs mercantilistes, ce qui implique de modifier les statuts du Fonds (car le FMI ne dispose actuellement d'aucune légitimité pour surveiller le compte financier des pays). Une approbation formelle à 85% du Conseil des gouverneurs serait donc nécessaire. Pas impossible, mais difficile compte tenu de la méfiance persistante d'une partie considérable du monde émergent envers l'institution.

■ Filets de sécurité financière

Pour renforcer les filets de sécurité financière, deux voies peuvent être empruntées : un renforcement des lignes de swap bilatérales des banques centrales ou une extension des dispositifs multilatéraux. Durant la crise, les lignes de swap généreusement offertes par la Réserve fédérale américaine (et, dans une moindre mesure, par d'autres grandes banques centrales) ont permis d'apporter aux banques la liquidité nécessaire en dollars. Cependant, il s'agissait là d'initiatives unilatérales et discrétionnaires en faveur de certains

partenaires. Leur récurrence lors d'une éventuelle nouvelle crise ne saurait être tenue pour acquise.

Une idée serait d'institutionnaliser le réseau des lignes de swap, sous la surveillance du FMI. Le risque cependant serait de perdre la flexibilité démontrée lors de la crise. De manière compréhensible, et c'est sans doute plus important encore, ce projet est vigoureusement combattu par les banques centrales, dont l'indépendance est déjà mise à mal avec leur rôle dans le maintien à flot des banques en difficulté (et, dans le cas européen, les États eux-mêmes), la menace d'un retour de la domination budgétaire et l'extension de leur mandat à la surveillance macro-prudentielle. Dans ces circonstances, il est peu probable que les banques centrales s'engageront à fournir des lignes de swap à des pays désignés par une institution internationale.

L'institutionnalisation des lignes de swap serait cohérente avec un système à deux niveaux dans lequel les pays dépendraient explicitement du soutien des partenaires régionaux, les principales banques centrales s'entraîdant mutuellement de leur côté. Ce type d'organisation peut être attrayant pour les pays ayant développé la coopération autour d'un pôle régional, mais elle ne peut guère fournir une solution mondiale. Cela nous ramène aux solutions multilatérales, dont on peut distinguer trois variantes : (1) la mise en commun des réserves de change officielles, éventuellement en transformant une partie en DTS ; (2) la création de nouvelles lignes de crédit par le FMI ; (3) une politique d'allocation de DTS plus active, plus fréquente, voire contra-cyclique et / ou ciblée.

La mise en commun des réserves de change est déjà pratiquée au niveau régional et pourrait fort bien se concevoir au niveau multilatéral. Efficace du point de vue de l'allocation des ressources, cette solution soulève néanmoins des questions difficiles quant au partage du risque de change et l'utilisation des réserves. En particulier, des règles d'utilisation des réserves devraient être mises en place, chose difficile a priori. Et l'existence même de règles d'utilisation réduirait l'attrait de cette solution par rapport à l'auto-assurance par l'accumulation de réserves au niveau national.

Les lignes de crédit du FMI sont un moyen d'apporter des liquidités aux pays touchés par les sorties des capitaux. Les années récentes ont vu la création de facilités sans conditionnalités (la ligne de crédit flexible – *Flexible Credit Line, FCL*) ou à faible conditionnalité (la ligne de crédit de précaution – *Precautionary Credit Line, PCL*) qui visent à prévenir les crises plutôt que les gérer. D'autres propositions ont été avancées comme le mécanisme mondial de stabilisation (*Global Stabilisation Mechanism, GSM*) du Fonds,

qui déclencherait la fourniture de liquidités aux pays les plus vulnérables en cas de choc systémique. Le problème avec ces différents instruments, cependant, est que les bénéficiaires potentiels pourraient ne jamais être certains d'y avoir accès en cas de besoin, ce qui ne remplace donc pas complètement l'auto-assurance par l'accumulation de réserves.

De nouvelles allocations de DTS ne présenteraient pas cet inconvénient. Elles fourniraient aux pays des réserves en DTS qu'ils pourraient ensuite échanger contre les monnaies de leur choix. En restant sur des volumes limités et seulement en réponse à des besoins, ces allocations n'affecteraient que très peu la liquidité mondiale, tout en fournissant un coussin de liquidité pour les pays vulnérables. Mais pour en faire un dispositif récurrent de fourniture de liquidité, il faudrait réviser les statuts du FMI (actuellement, les allocations de DTS sont décidées par le Conseil des gouverneurs à une majorité de 85%). Cette voie ne peut pas être considérée comme close, mais elle présente de sérieux obstacles.

■ Un nouveau DTS

Plusieurs propositions aujourd'hui en discussion s'appuient sur les DTS. L'une d'elles vise à répondre à la question de l'insuffisance d'offre d'actifs sans risque au niveau mondial. L'idée est de créer un nouveau support d'investissement en permettant aux institutions financières internationales, au premier rang desquelles le FMI, d'émettre des titres de dette libellés en DTS. La liquidité du marché des DTS pourrait être renforcée par le développement de son usage privé, à travers la facturation du commerce et la demande qui en découlerait pour des obligations libellées en DTS.

Cette voie n'est certainement pas la seule manière d'étendre la gamme des actifs sûrs et liquides disponibles au niveau mondial. Il serait également souhaitable de développer les marchés obligataires en monnaies nationales.

Bien que conforme à l'objectif initial des DTS fixé en 1969, le développement d'obligations en DTS via les emprunts du FMI se heurte à plusieurs obstacles : au-delà des problèmes techniques liés à la prime de liquidité initiale (estimé 80-100 points de base par le FMI) et à la nécessité de mettre en place des infrastructures de marché pour les DTS, les pays membres du Fonds seront réticents à perdre en partie le contrôle des ressources du Fonds.

Au lieu d'essayer de créer un marché des DTS à partir de zéro, nous proposons d'adapter les DTS existants au nouvel environnement mondial à travers des allocations plus fréquentes et en programmant l'inclusion du renminbi dans

le panier DTS (qui ne comprend actuellement que le dollar, l'euro, le yen et la livre sterling), dans un contexte d'ouverture du compte financier et de flexibilisation du régime de change en Chine. Une telle réforme serait cohérente avec le basculement rapide de l'économie mondiale vers cette région. Elle placerait au centre du dispositif de fourniture de liquidité le plus gros détenteur de réserves de change et créerait un lieu naturel pour le dialogue de politique monétaire et, éventuellement, pour la coordination entre les cinq pays impliqués dans les DTS – un nouveau G5.

Pour que la Chine joue un rôle dans la fourniture de filets de sécurité financière, le renminbi n'a pas besoin d'être immédiatement inclus dans les DTS, ni la Chine d'ouvrir immédiatement son compte de capital. À côté de l'initiative Chiang Mai, la Banque du peuple chinois a déjà commencé à offrir des lignes de swap en renminbi à un certain nombre de banques centrales étrangères. Elle pourrait aussi fournir des liquidités en dollar en échange d'un certain nombre de devises cotées – par exemple les monnaies du G20 – et fournir des prêts libellés en DTS. Ce serait une façon pour la Chine de diversifier progressivement ses réserves tout en fournissant des liquidités internationales en cas de crise, sans avoir à attendre la convertibilité complète ni l'intégration dans le système multilatéral de fourniture de liquidités.

En résumé, aujourd'hui les pistes de réforme les plus réalistes semblent être (1) des lignes directrices et une surveillance des contrôles des capitaux, (2) un nouveau régime pour décider les allocations des DTS, facilitant une utilisation plus fréquente de cet instrument, et (3) l'inclusion, après un certain délai et une ouverture financière, du renminbi dans le panier DTS. Ces trois réformes seraient-elles de nature à corriger les défauts du système monétaire international ? En partie seulement. Mais elles poseraient les premiers jalons pour des développements plus ambitieux à plus long terme.

Agnès Bénassy-Quéré, Jean Pisani-Ferry & Yu Yongding
beatrice.postec@cepii.fr

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2011
RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales
113, rue de Grenelle
75700 Paris SP 07
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Agnès Bénassy-Quéré

RÉDACTION EN CHEF :
Gunther Capelle-Blancard

RÉALISATION :
Laure Boivin

DIFFUSION :
DILA
Direction de l'information
légal et administrative

ABONNEMENT (11 numéros)
France 60 € TTC
Europe 62 € TTC
DOM-TOM (HT, avion éco.)
60,80 € HT
Autres pays (HT, avion éco.)
61,90 € HT
Suppl. avion rapide 0,90 €
Adresser votre commande à :
**Direction de l'information légale et
administrative (DILA)**
23, rue d'Estrées - 75345 Paris cedex 07
commande@ladocumentationfrancaise.fr
tél. : 01 40 15 70 01

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr
ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD

28 mars 2011
Imprimé en France par le
Centre d'Analyse Stratégique

*Cette lettre est publiée sous la responsabilité
de la direction du CEPII. Les opinions qui y
sont exprimées sont celles des auteurs.*