



V/ Les mutations du système monétaire international

Éric Monnet*

Dans les années 1990 a dominé l'idée d'un monde où le système monétaire international fonctionnerait de manière quasiment automatique, réglé par la liberté des flux de capitaux et la flexibilité des taux de change. Les capitaux circuleraient librement, déterminant ainsi la valeur des monnaies les unes par rapport aux autres – les taux de change –, la puissance publique n'aurait plus grand-chose à dire sur la circulation de ces capitaux, et le rôle des banques centrales se limiterait à stabiliser l'inflation. Trente ans plus tard, force est de constater que la mondialisation financière n'a pas disparu, mais qu'elle a pris une autre tournure que ce que l'illusion libérale avait laissé penser. Depuis la crise financière de 2008-2009, les flux internationaux de capitaux – rapportés au revenu mondial – ont fortement chuté et ont retrouvé leur valeur de la fin du ^{xx}e siècle [Ilzetzki *et al.*, 2021; Bensidoun, 2022]. Même si ce niveau reste supérieur à tout ce qui avait été connu auparavant au ^{xx}e siècle (y compris lors de la « première mondialisation » avant 1914), il ne s'accompagne plus des discours libéraux triomphants des années 1990, qui misaient sur toujours plus de mondialisation financière et toujours moins d'intervention publique. Les discours ont beaucoup changé, autant sur le recours aux contrôles de capitaux que sur la légitimité des États à intervenir sur les marchés internationaux pour limiter

* Éric Monnet est directeur d'études à l'EHESS et à Paris School of Economics, conseiller scientifique au CEPII.

la fluctuation des taux de change, même dans des pays qui déclarent officiellement que leur taux de change est flexible. Les interventions des banques centrales sur le marché des changes ne sont certes pas nouvelles, et le nombre de pays en change fixe avait même augmenté au cours des années 1990, alors que le « consensus de Washington » prédisait à tort que les taux de change flexibles s'imposeraient comme l'indispensable corollaire du nouveau libéralisme et de la mondialisation financière. Mais les dix dernières années ont donné lieu à de nouvelles justifications et actions visant à rendre compatibles les interventions sur les taux de change avec la mondialisation financière.

Ainsi, les banques centrales prennent de plus en plus de mesures qui influencent les flux de capitaux, avec des implications géopolitiques. Il peut s'agir d'achats ou de ventes de devises ou titres en monnaie étrangère sur les marchés des changes, de mesures réglementaires limitant les flux de capitaux ou de prêts entre banques centrales. Le nouveau type de mondialisation et de système monétaire international que cela façonne pose de nombreuses questions. D'abord, le retour d'aides financières bilatérales entre banques centrales rend-il caduc le multilatéralisme hérité de la fin des années 1940 (et en particulier le rôle du Fonds monétaire international – FMI)? Ensuite, le rôle du dollar comme monnaie de réserve internationale s'en trouve-t-il remis en cause? Enfin, dans les démocraties, comment rendre plus transparent et légitime le rôle croissant des banques centrales dans la politique financière étrangère?

S'il est encore difficile d'apporter des réponses définitives à ces questions, nous verrons que se dégage une tendance vers un système monétaire international où les autorités publiques (gouvernements et banques centrales) jouent un rôle plus important dans la détermination des flux de capitaux et des taux de change. Ceci s'est accompagné d'une évolution des théories économiques et de la doctrine libérale pour justifier un plus fort encadrement des flux financiers internationaux. Mais cette évolution est encore très incomplète et peine à saisir les enjeux politiques des bouleversements de la mondialisation.

Le contrôle des flux de capitaux : une nouvelle doctrine ?

Si l'intégration financière internationale reste forte et, dans l'ensemble, peu entravée, elle est aussi de plus en plus soumise

à des exigences souverainistes ou à des alliances stratégiques entre pays. Les sanctions appliquées à la Russie à la suite de son invasion de l'Ukraine en 2022 ont donné un exemple clair du lien entre architecture financière internationale et géopolitique. Ces sanctions ont été d'une ampleur sans précédent, incluant le gel des réserves de change russes et la suspension de la Banque de Russie de la Banque des règlements internationaux. Mais le cas de la Russie n'a été ni le premier ni le seul exemple récent de sanctions exécutées par l'intermédiaire du système financier international, comme en témoignent les mesures prises par les États-Unis à l'encontre de l'Iran et du Venezuela.

Comment la Chine et le FMI ont changé la donne

Au-delà des conflits ouverts et des sanctions, le contrôle plus général des flux financiers internationaux par les États est revenu sur le devant de la scène, à rebours du dogme de libéralisation financière des années 1980 et 1990. Outre les crises financières et les critiques à l'encontre de la libéralisation financière, deux tendances ont alimenté le mouvement en faveur du contrôle des capitaux : l'émergence de la Chine qui incarne un nouveau modèle de développement avec une ouverture financière limitée ; le renouveau des théories économiques qui donnent une crédibilité intellectuelle aux contrôles des capitaux. La Chine a largement libéralisé son compte de capital depuis 2010, mais les flux de capitaux demeurent soumis à des autorisations administratives dont l'objectif peut être changé par l'État en fonction des risques perçus sur le taux de change ou les investissements étrangers [Eichengreen *et al.*, 2022]. Le renouveau de la littérature académique et le discours révisé du FMI ont quant à eux justifié les contrôles de capitaux et les interventions sur les taux de change au nom de la stabilité financière [Korinek, 2011 ; Korinek *et al.*, 2022 ; Basu *et al.*, 2020]. L'argument principal est que les flux financiers et les taux d'intérêt au sein d'un pays ne sont pas seulement déterminés par les caractéristiques intrinsèques des pays mais également par un cycle financier mondial à tempérer.

Cette vision « prudentielle » des contrôles de capitaux a été fortement influencée par la prise de conscience que la politique monétaire américaine affecte les conditions financières et les flux de capitaux dans tous les autres pays, même ceux qui ont un taux de change flexible, alors que ce dernier était censé s'ajuster et protéger les pays contre ce cycle financier mondial. En effet, selon

la théorie économique dominante, dans un régime de change flexible, le taux de change s'ajuste entièrement en fonction des flux financiers et des différences entre taux d'intérêt. La banque centrale d'un pays peut donc garder la main sur son taux d'intérêt. Mais, en réalité, les portefeuilles financiers des grandes banques ou des fonds d'investissement internationaux ne dépendent pas simplement d'arbitrages entre les taux d'intérêt internationaux. La politique monétaire des États-Unis (définie par la Fed), qui détermine en grande partie le taux d'emprunt de ces grandes institutions sur le marché monétaire international, influence également la prise de risque de ces dernières. Les changements du taux d'intérêt aux États-Unis ont donc un effet non seulement sur les taux de change, mais également sur la prise de risque – et donc le portefeuille financier – des grandes banques. Il en résulte des flux de capitaux particulièrement volatils, soumis au taux d'intérêt de la Fed, quel que soit le régime de change [Rey, 2016].

La nouvelle doctrine du FMI face à la réalité

Cette nouvelle justification prudentielle des contrôles de capitaux est donc fondée sur l'observation des imperfections des marchés financiers internationaux et de leurs conséquences pour la stabilité financière. Elle est devenue la nouvelle doctrine du FMI [Basu *et al.*, 2020]. Elle ne se confond pas avec l'idée que les contrôles de capitaux peuvent compléter utilement une politique industrielle nationale visant à développer certains secteurs ou que les interventions de change peuvent contribuer à maintenir des taux de change sous-évalués pour faciliter les exportations.

Cela étant, si la justification théorique plus récente des contrôles de capitaux a indéniablement eu des effets sur le discours des organisations internationales et de plusieurs pays, elle ne rend pas complètement compte de la manière dont les contrôles de capitaux sont utilisés en pratique. Des pays comme la Chine utilisent en effet le terme « macroprudentiel » pour justifier la mise en œuvre de contrôles des capitaux afin de préserver la stabilité financière, mais défendent en pratique une vision beaucoup plus large des contrôles des capitaux, orientés par des décisions administratives qui évaluent les investissements en fonction des objectifs nationaux de la politique du crédit, industrielle ou de la politique monétaire. La majorité des pays qui les utilisent les maintiennent aussi à long terme, souvent avec des objectifs de politique économique interne [Monnet, 2021]. La

période actuelle apparaît donc comme un moment de transition et d'incertitude sur la doctrine internationale concernant les contrôles de capitaux. S'ensuivent des débats sur la question de savoir si le FMI doit ouvrir les yeux et accepter que les contrôles des capitaux servent à d'autres objectifs, comme la protection des secteurs à long terme défendue par nombre de pays, ou s'il doit cantonner l'évolution de sa doctrine au rôle prudentiel des contrôles de capitaux, alors même que cette justification est pour le moment surtout d'ordre rhétorique [Eichengreen et Rose, 2014; Korinek *et al.*, 2022].

Comment les banques centrales agissent sur les taux de change

La nouvelle doctrine du FMI redonne également ses lettres de noblesse aux interventions de change des banques centrales, c'est-à-dire aux achats ou ventes de titres financiers étrangers pour agir sur le taux de change. Si les interventions de change sont beaucoup pratiquées dans des pays émergents qui déclarent officiellement un régime de taux de change fixes, il est également notable de voir comment elles sont à nouveau utilisées massivement par des pays riches et très développés au plan financier, dévoilant ainsi leur préférence pour un taux de change relativement stable et moins soumis aux aléas des marchés financiers [Cezar et Monnet, 2021]. Le cas de la Suisse est à cet égard particulièrement instructif.

La Suisse, qui est un pays où les capitaux peuvent entrer et sortir librement, a accumulé des quantités gigantesques de réserves de change depuis plus d'une décennie, pour éviter que sa monnaie ne s'apprécie trop. Le cas suisse montre bien à quel point la gestion des flux de capitaux et des taux de change s'est politisée ces dernières années, faisant revenir à des situations que beaucoup pensaient révolues. Au début des années 2010, lorsque les États-Unis ont mis en œuvre une politique monétaire expansionniste, suivis par d'autres pays, la Suisse a été l'un des principaux pays vers lesquels les capitaux privés ont afflué, en raison de son taux d'intérêt plus élevé. L'afflux de ces capitaux a fait monter le taux de change du franc suisse par rapport aux autres monnaies. Pour éviter une appréciation excessive de la monnaie, qui aurait fortement pénalisé les exportations du pays, la Banque nationale suisse (BNS) a décidé d'acheter des titres

financiers étrangers (accumulant ainsi des réserves de change) afin de diminuer artificiellement la valeur du franc suisse et compenser l'afflux continu de capitaux étrangers. Dans un sens, cela équivalait aux politiques d'assouplissement quantitatif mises en place dans d'autres pays, mais cela était spécifique au contexte de l'économie suisse. Au lieu d'acheter de la dette publique pour abaisser les taux d'intérêt nationaux (politique dite de *quantitative easing* ou assouplissement quantitatif), la BNS a décidé d'acheter de la dette étrangère pour faire baisser le taux de change et stimuler les exportations. En 2022, les actifs de la BNS atteignaient plus de 140 % du PIB suisse et étaient composés à 85 % d'actifs étrangers plutôt que de dette publique nationale. Sans cela, l'économie suisse aurait pu connaître une récession économique causée par une diminution de ses exportations. Les achats de devises ou de titres libellés en monnaie étrangère ne signalent pas le passage à un taux de change fixe et le gouvernement suisse n'a donc pas eu à prendre de décision à cet égard. Il s'agissait simplement d'interventions guidées par des objectifs de stabilité financière et de développement économique. Cette politique d'envergure a suscité des débats au Parlement mais a obtenu le soutien des principaux partis politiques, la Suisse ayant des industries fortement dépendantes des exportations.

Pourquoi les banques centrales se prêtent-elles entre elles ?

Un autre élément crucial de la réponse à la crise financière de 2008, qui a bouleversé le fonctionnement du système monétaire international, a été la coopération entre banques centrales sous la forme de prêts (lignes de swap) en dollars américains [Monnet, 2021 ; Perks *et al.*, 2021 ; Eichengreen *et al.*, 2022]. Cette coopération est en grande partie asymétrique : la banque centrale des États-Unis, la Fed, est devenue le prêteur en dernier ressort de l'ensemble du système international. Toutefois, la BCE et la Banque centrale de Chine (BPOC) ont suivi la voie ouverte par la Fed, quoique pour des raisons différentes.

Le dollar au centre du système financier international

Lors de la crise de 2008, de nombreuses banques privées non américaines (notamment en Europe et en Asie du Sud-Est) étaient

endettées en dollars sur les marchés internationaux et devaient donc rembourser leurs créanciers dans cette devise. Mais, face à la panique des marchés, elles n'ont plus été en mesure d'emprunter des dollars pour rembourser leurs prêts. Elles se sont alors tournées vers leurs banques centrales, mais elles aussi manquaient de réserves en dollars. Partout dans le monde, les banques centrales ont alors demandé des dollars à la Fed. En faisant transiter des dollars *via* ses consœurs des autres pays, la Fed est ainsi venue à la rescousse des banques privées étrangères.

Ces prêts, connus sous le nom de lignes de swap, ont certainement joué un rôle important pour éviter une crise financière internationale en mars 2020 au milieu de la crise sanitaire. Le début des confinements avait en effet causé le début d'un effondrement du marché financier aux États-Unis, que la Fed a limité en prêtant aux banques états-uniennes et à d'autres banques centrales. C'est ainsi en tout cas que les banques centrales ont justifié ces prêts. Les arguments avancés sont similaires à ceux qui avaient servi à justifier l'assouplissement quantitatif et d'autres nouvelles mesures prises pour faire face aux crises du *xxi*^e siècle: une banque centrale doit utiliser tous les outils à sa disposition pour garantir la stabilité financière, condition nécessaire pour atteindre ses objectifs de politique monétaire (ciblage de l'inflation, de l'emploi). Si les banques japonaises et européennes avaient été contraintes de se retirer complètement du marché américain, l'impact pour les États-Unis aurait également été important, voire dévastateur, d'où l'intérêt mutuel de ces opérations.

C'est également la réponse qui a été choisie, de manière préventive cette fois, à la suite de la faillite de la banque californienne Silicon Valley Bank début 2023. Pour éviter une contagion internationale, la Fed a immédiatement indiqué aux banques centrales des pays riches qu'elle leur prêterait des dollars si elles venaient à en avoir besoin.

La politique du swap

Pendant, ce type d'opération se heurte inévitablement à des enjeux diplomatiques et politiques. En 2008-2009, la BCE naviguait à vue, sans doctrine claire sur l'opportunité de prêter aux banques centrales des pays membres de l'Union européenne n'appartenant pas à la zone euro. Elle accorda des prêts (lignes de swap) aux banques centrales de Suède et du

Danemark mais refusa, dans un premier temps, de le faire pour la Pologne et la Hongrie, alors même que le risque de contagion financière – notamment entre ces pays et l'Autriche – était avéré. Il fallut quelques années pour qu'elle assume le fait qu'il était diplomatiquement et économiquement injustifié de faire ainsi une différence entre pays européens [Spielberger, 2023].

Les lignes de swap entre banques centrales ne sont pas nouvelles, mais ce n'est que dans les années 1960 que ces prêts sont devenus systématiques pendant plus d'une décennie, d'abord pour soutenir le système monétaire international de Bretton Woods. Elles servirent ensuite à soutenir la libéralisation des marchés internationaux de capitaux puisqu'elles permettaient aux banques étrangères, qui s'endettaient en dollars, d'obtenir plus facilement des dollars à leur banque centrale en cas de besoin. À l'époque, il s'agissait déjà d'un privilège dont jouissaient les pays riches, qui pouvaient ainsi contourner le FMI et ses prêts conditionnels. Mais, contrairement à l'usage qui en a été fait en 2008, ces prêts s'inscrivaient dans un cadre multilatéral plus large mis en place par un groupe de banques centrales au sein de la Banque des règlements internationaux (BRI). Aujourd'hui, un tel cadre multilatéral fait défaut, et ces prêts entre banques centrales ne font que refléter l'asymétrie du système international : en cas de crise, certains pays doivent demander de l'aide à la banque centrale du pays émetteur de réserves internationales, c'est-à-dire principalement aux États-Unis.

Alors que les prêts bilatéraux de la Fed et de la BCE sont nés de la volonté de soutenir les marchés financiers fonctionnant en dollars et en euros, la BPOC a mis en place des prêts qui fonctionnent de manière similaire, mais pour des raisons différentes [Eichengreen *et al.*, 2022]. À l'heure actuelle, la BPOC a signé des lignes de swap avec trente-neuf pays, dont vingt-huit marchés émergents, soit au moins deux fois plus de pays que la Fed. Les lignes de swap en renminbi (RMB) encouragent l'utilisation de la monnaie chinoise dans les paiements transfrontaliers et sont destinées à financer le crédit commercial et l'endettement public à court terme. Elles diffèrent donc de celles de la Fed, conçues pour répondre aux besoins de financement en dollars des banques étrangères en cas de tensions.

Les montants empruntés *via* ces lignes de swap sont secrets, mais la Chine met vraisemblablement à disposition quelques 580 milliards de dollars. L'encours des prêts bilatéraux des lignes

de swap de la Fed a atteint 450 milliards de dollars en 2022, bien que davantage puissent être empruntés conformément aux accords actuellement en vigueur. Lors de la crise de sanitaire en 2020, le montant empruntable par le biais de ces prêts bilatéraux (auprès de la BCE, la Fed et la BPOC) était deux fois plus élevé que celui auprès du FMI [Perks *et al.*, 2021]. Avant la crise de 2008, les prêts du FMI dominaient l'essentiel des liquidités mises à la disposition des pays par les États ou les organisations internationales. La nouvelle diplomatie monétaire repose donc sur la prédominance des prêts bilatéraux et la marginalisation du cadre multilatéral hérité de la Seconde Guerre mondiale. De plus, cette prolifération des lignes de swap s'est accompagnée d'une multiplication d'autres réseaux de financement, notamment entre banques centrales regroupées dans le cadre d'accords régionaux – comme l'initiative de Chiang Mai, un accord multilatéral de swap de devises entre dix pays d'Asie du Sud-Est. En 2020, le total des prêts résultant de ces accords régionaux approchait les 1 200 milliards de dollars, soit un montant proche du total des prêts bilatéraux entre banques centrales [Eichengreen *et al.*, 2022].

Les prêts entre banques centrales posent la question de savoir qui est habilité à prendre de telles décisions financières dont les conséquences géopolitiques sont majeures [Monnet, 2021]. Dans le cas de l'Europe et des États-Unis, même si les montants en jeu sont très différents, la question démocratique est la même : les prêts accordés aux banques centrales étrangères par le biais de lignes de swap sont-ils comparables aux opérations traditionnelles de la banque centrale (*open market*, achat de titres étrangers pour les opérations de change) ou à des prêts directs accordés en dehors du marché ? En d'autres termes, ces prêts bilatéraux relèvent-ils de la politique étrangère ou facilitent-ils simplement l'exécution de la politique monétaire en limitant les risques financiers ?

La Chine, le dollar et le système monétaire international

Depuis la crise de 2008, la Chine joue un rôle de plus en plus important dans le système monétaire international, à la fois comme nouveau modèle – alternatif à celui proposé par le consensus de Washington dans les années 1990-2000 – et comme nouveau prêteur, remplaçant en partie le FMI pour les

liquidités à court terme, et la Banque mondiale pour les prêts à long terme [Eichengreen *et al.*, 2022]. Mais alors, pourquoi la monnaie chinoise ne joue-t-elle pas un rôle plus important en tant que monnaie de réserve? C'est *a priori* paradoxal puisque la Chine est un acteur de premier plan dans le commerce mondial: elle représente 15 % des exportations mondiales et 11 % des importations mondiales en valeur; elle est la première source d'importations pour 40 % des pays (70 % pour le sous-groupe des pays asiatiques) en 2022, à égalité avec la zone euro; et aussi la première destination des exportations pour 25 % des pays, et 50 % pour le sous-groupe des pays asiatiques [Eichengreen *et al.*, 2022]. Pour autant, la part du RMB dans les réserves mondiales (c'est-à-dire les actifs étrangers détenus par les banques centrales) ne dépasse pas 3 %, ce qui fait bien pâle figure par rapport à celles du dollar (60 %) et de l'euro (20 %). Comment expliquer cette différence?

L'internationalisation de la monnaie chinoise par d'autres chemins que la libéralisation financière?

Une théorie courante est que le RMB ne peut pas devenir une monnaie de réserve internationale sans une libéralisation totale du compte de capital de la Chine, c'est-à-dire la possibilité d'acheter ou vendre des titres financiers étrangers ou domestiques sans contrôle de capitaux, car les pays ne détiendront pas de réserves en RMB s'ils ne peuvent pas facilement les acheter et les vendre sur les marchés internationaux. Elle est étayée par l'histoire de l'ascension de la livre sterling, puis du dollar, en tant que principales monnaies internationales au *xx*^e siècle, toutes deux échangées sans entrave sur des marchés internationaux. Or la Chine maintient aujourd'hui des contrôles administratifs sur les flux de capitaux. Les investisseurs ne peuvent donc pas être certains de récupérer intégralement et immédiatement leur mise s'ils investissent en Chine ni que les conditions d'échange des titres financiers chinois resteront identiques. Les dirigeants chinois craignent qu'un compte de capital ouvert n'entraîne des crises importées et n'affaiblisse le contrôle de leur économie.

Un accès illimité à des marchés de capitaux n'est peut-être toutefois pas nécessairement indispensable à l'internationalisation du RMB. Le RMB peut être utilisé à l'étranger pour la facturation et le règlement du commerce extérieur et des paiements de la Chine, plutôt que de devenir une monnaie internationale

uniquement par l'achat de dette chinoise émise et échangée librement sur les marchés internationaux. La Chine a mis en place un réseau mondial de compensation de paiement, de sorte qu'il est possible d'effectuer des transactions transfrontalières en RMB dans un grand nombre de juridictions différentes. Le système *Cross-border Interbank Payment System* (CIPS), lancé en 2015, et les banques de compensation *offshore* dans 26 pays (avec aujourd'hui 907 banques associées) constituent des canaux par lesquels les entreprises exportatrices et importatrices peuvent accepter et effectuer des paiements en RMB, et par lesquels les investissements étrangers directs de la Chine et les achats étrangers d'actifs financiers chinois (dans la mesure où ils sont autorisés) peuvent être financés. CIPS permet aux banques internationales de compenser les transactions transfrontalières en RMB avec leurs homologues chinoises directement, plutôt que de passer par des banques de compensation situées dans des centres *offshore* qui, à leur tour, entretiennent des relations de correspondance avec des banques *onshore*. Il est similaire au *Clearing House Interbank Payments System* (CHIPS) des États-Unis, qui assure la compensation et le règlement des transactions nationales et transfrontalières en dollars américains et utilise SWIFT pour la messagerie transfrontalière. Le système chinois a traité environ 45 000 milliards de RMB en 2020 et près de 80 000 milliards en 2021 (l'équivalent de 10 000 milliards d'euros actuels). Ce volume est encore faible par rapport aux opérations de compensation *offshore* en RMB, mais en forte augmentation.

Cependant, la possibilité d'obtenir des réserves libellées en RMB ne signifie pas nécessairement que les pays vont accepter d'en détenir et les accumuler. Pour que les pays acceptent de conserver la devise chinoise, la présence des marchés *offshore* du RMB, de centres financiers situés en dehors de Chine continentale où le RMB peut s'échanger, et les lignes de swap de la banque centrale sont essentielles.

Les lignes de swap créent à cet égard la confiance dans la possibilité d'obtenir du RMB auprès de la banque centrale chinoise, même en l'absence de marchés liquides pour les titres en RMB. Surtout, elles ne peuvent être activées que si les banques centrales emprunteuses s'engagent à utiliser les RMB reçus pour financer des importations chinoises (*via* leurs banques domestiques). Contrairement aux États-Unis, c'est donc par le commerce que la Chine entend développer le rôle international

de sa monnaie. Le lien entre commerce avec la Chine et détention de RMB par les banques centrales est avéré, même si la corrélation demeure encore faible aujourd'hui [Eichengreen *et al.*, 2022].

Vers un nouvel équilibre entre le dollar et le RMB ?

Si elle ne libéralise pas complètement son compte de capital, la Chine ne peut se contenter de fournir des RMB au reste du monde avec des lignes de swap. Elle doit également permettre aux pays étrangers de vendre des RMB contre des dollars lorsqu'ils le souhaitent. C'est là qu'interviennent les marchés *offshore*. Depuis 2010, date à laquelle la Chine a autorisé pour la première fois les échanges de RMB à Hong Kong, des marchés *offshore* ont été ouverts dans vingt-quatre autres villes (y compris à Paris). En juillet 2021, quelque 1 250 milliards de RMB (200 milliards de dollars) étaient déposés sur des comptes *offshore*. Les marchés *offshore* de RMB ont encore un long chemin à parcourir. Mais le plus important est que les banques centrales qui détiennent des réserves en RMB puissent les convertir en dollars sur les marchés *offshore* à des prix prévisibles et stables. Pour cela, les autorités chinoises doivent réguler le taux de change du RMB par rapport au dollar. Et la régulation du taux de change exige à son tour que les autorités chinoises détiennent des réserves en dollars. La Chine est ainsi le plus grand détenteur de réserves de change au monde, avec un stock de 3,4 trillions de dollars en janvier 2022, soit près de 10 % de la masse monétaire de la Chine. Ce stock de réserves de change crédibilise l'engagement des autorités chinoises à intervenir sur les marchés des changes pour soutenir le RMB. Sans cela, la détention de RMB serait perçue comme trop risquée par les institutions privées étrangères et les autorités monétaires.

La discussion précédente montre qu'il serait faux de croire que la Chine cherche à jouer le même rôle dans le système monétaire international que la Grande-Bretagne ou les États-Unis par le passé. Le modèle d'expansion chinois, par le commerce, les prêts et les investissements étrangers, diffère du modèle dans lequel un pays devient le centre du monde monétaire lorsque sa dette peut s'échanger comme actif sûr sur tous les marchés financiers du monde. Cela signifie également que, si le rôle du RMB s'accroît, cela n'en fera pas une alternative au dollar mais un complément. La contrepartie de l'imparfaite libéralisation du compte de capital chinois est que la Chine a besoin de dollars pour rendre

sa monnaie convertible et crédible, de même que les États-Unis et la Grande-Bretagne ont longtemps eu besoin de l'or comme garantie. L'idée que le RMB pourrait remplacer le dollar apparaît bien comme une illusion. Mais cela signifie néanmoins que l'on se dirige sans doute vers un monde plus multipolaire, où des monnaies différentes seront utilisées et thésaurisées en fonction des liens commerciaux, financiers directs et géopolitiques. La part de l'euro pourrait y diminuer si les pays européens ne comprennent pas les enjeux du nouveau monde multipolaire qui se dessine.

S'il n'y a pas eu de reflux total de la mondialisation financière similaire à ce que le monde avait connu dans les années 1930, la crise financière de 2008 et la montée en puissance de la Chine ont mis fin à l'idée d'une libéralisation toujours plus poussée des flux de capitaux et enclenché de profondes mutations du système monétaire international. L'enjeu est de savoir comment réintroduire de la coordination et du multilatéralisme dans un monde où les relations monétaires et financières deviennent de plus en plus bilatérales. Au-delà des considérations géopolitiques, la principale incertitude concerne aujourd'hui l'impact de la numérisation des paiements sur les relations financières entre pays et sur le système monétaire. Alors que la Chine développe son système de paiement international, émerge en parallèle un réseau de banques centrales d'Asie du Sud-Est dont le but est de connecter les systèmes de paiement numériques de ces pays pour éviter de passer par le dollar et le RMB. Si les nouvelles technologies de paiement et les monnaies numériques vont sûrement modifier le rôle des banques et autres intermédiaires financiers, il n'est toutefois pas sûr que les paiements numériques, même décentralisés, puissent échapper aux contrôles de capitaux et à leurs enjeux géopolitiques.

Repères bibliographiques

BASU S. S. *et al.* [2020], *A Conceptual Model for the Integrated Policy Framework*, n° 2020/121, Fonds monétaire international.

BENSIDOUN I. [2022], « La crise du Covid-19 ouvre-t-elle la voie à une mondialisation moins débridée ? », *Le Blog du CEPII*, 4 janvier.

- CEZAR R. et MONNET E. [2021], « Capital controls and foreign reserves against external shocks: combined or alone? », *Document de travail*, n° 849, Banque de France.
- EICHENGREEN B., MACAIRE C., MEHL A., MONNET E. et NAEF A. [2022], « Is capital account convertibility required for the renminbi to acquire reserve currency status? », *CEPR Discussion Paper*, n° 17498, juillet.
- EICHENGREEN B. et ROSE A. [2014], « Capital controls in the 21st century », *Journal of International Money and Finance*, vol. 48, part A, p. 1-16.
- GABAIX X. et MAGGIORI M. [2015], « International liquidity and exchange rate dynamics », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 130, n° 3, p. 1369-1420.
- ILZETZKI E., REINHART C. M. et ROGOFF K. S. [2021], « Rethinking exchange rate regimes », in GOPINATH G., HELPMAN E. et ROGOFF K. S. (dir.), *Handbook of International Economics*, Elsevier, North Holland, p. 91-145.
- KORINEK A. [2011], « The new economics of prudential capital controls: a research agenda », *IMF Economic Review*, vol. 59, n° 3, p. 523-561.
- KORINEK A., LOUNGANI P. et OSTRY J. D. [2022], « The IMF's updated view on capital controls: welcome fixes but major rethinking is still needed », *Brookings*, 18 avril.
- MONNET E. [2021], *La Banque-providence. Démocratiser les banques centrales et la monnaie*, Seuil, Paris.
- PERKS M., RAO Y. et TOKUOKA K. [2021], « Evolution of bilateral swap lines », *IMF Working Paper*, n° 210.
- REY H. [2016], « International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma », *IMF Economic Review*, vol. 64, n° 1, p. 6-35.
- SPIELBERGER L. [2023], « The politicisation of the European Central Bank and its emergency credit lines outside the Euro Area », *Journal of European Public Policy*, vol. 30, n° 5, p. 873-897.