

© Éditions La Découverte, collection Repères, Paris, 2010



VI / Le retour des controverses monétaires internationales

*Agnès Bénassy-Quéré, Jean Pisani-Ferry**

Les controverses monétaires internationales n'ont pratiquement pas cessé depuis les lendemains de la Première Guerre mondiale. Mais après les grands débats sur le régime de change des années 1980, elles avaient perdu en acuité, et se focalisaient plus sur les choix offerts à chacun des pays pris individuellement – jouer les changes fixes ou les changes flottants, adhérer ou pas à l'euro – que sur le système pris dans son ensemble. Depuis 2008, cependant, la question du système monétaire international a fait retour dans les discussions multilatérales. Critiqué par de nombreux observateurs pour avoir créé des conditions favorables à la crise [de Larosière, 2009], le SMI a été mis en cause par le gouverneur de la banque centrale de Chine, Zhou Xiaochuan, dans un discours remarqué de mars 2009 qui a relancé la discussion internationale. Dans ce contexte, le Fonds monétaire [2010] s'interroge sur la réforme de l'organisation monétaire et financière internationale, et la Corée, comme la France, ont annoncé leurs intentions de faire des réformes du SMI l'une des priorités de leurs présidences du G20, en 2010 et 2011.

Deux raisons expliquent ce grand retour. La première tient au rôle qu'ont joué les déséquilibres internationaux dans la genèse de la crise. Le SMI est mis en cause pour avoir contribué à ces déséquilibres en retardant les ajustements nécessaires aux États-Unis : émetteurs de la monnaie internationale, ceux-ci ont bénéficié d'un afflux ininterrompu de financements étrangers. L'appétit

* Agnès Bénassy-Quéré est directrice du CEPII et Jean Pisani-Ferry est directeur de l'Institut Bruegel.

pour les actifs américains a été alimenté par l'insuffisance ailleurs dans le monde d'actifs sûrs et liquides, dont les investisseurs institutionnels sont friands [Caballero *et al.*, 2008]. En conséquence, les taux d'intérêt à long terme sont restés bas, ce qui a nourri la spirale d'endettement.

La seconde raison tient au comportement d'accumulation de réserves par les banques centrales des pays émergents, particulièrement asiatiques. Après les crises de change de 1997-1998, de nombreux pays ont commencé à s'autoassurer en accumulant des avoirs en dollars, afin de pouvoir parer à un éventuel retrait de capitaux, tandis que d'autres, à commencer par la Chine, achetaient des dollars dans le but d'éviter une appréciation de leurs monnaies et de maintenir des modes de croissance extravertis. L'accumulation de réserves par les pays émergents, pour des montants sans précédent, sonne ainsi comme un vote de défiance à l'égard du système international.

Le SMI sous le feu des critiques

L'histoire enseigne que les dysfonctionnements monétaires internationaux peuvent gravement compromettre la croissance et l'équilibre international [Ahamed, 2009]. De ce point de vue, trois types de critiques sont aujourd'hui adressées au SMI :

- l'absence de mécanisme automatique ou coordonné de réduction des déséquilibres ;
- l'instabilité du financement des économies émergentes et en développement ;
- des taux de change souvent incohérents avec les « fondamentaux » des économies.

Absence de mécanisme de correction des déséquilibres

Le SMI actuel n'incite pas les États-Unis à la discipline macroéconomique (puisque l'endettement extérieur leur est facile), tandis qu'il encourage les pays tiers à une accumulation de réserves en dollars. Il est donc générateur de déséquilibres. Pour tenter de les contenir, le FMI maintient bien, dans le cadre de l'article IV de ses statuts, une surveillance macroéconomique de l'ensemble des États. Ces derniers, en particulier, ne doivent pas « manipuler » leurs taux de change ni conduire des politiques économiques de nature à provoquer une instabilité du SMI. Cette surveillance *ex ante* soulève cependant plusieurs difficultés :

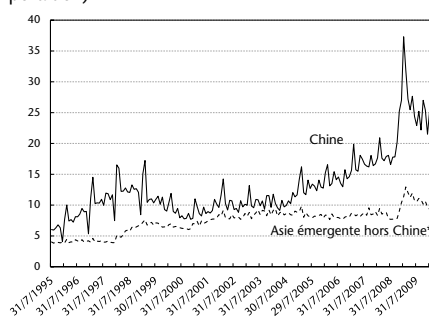
- la surveillance tend à être circonscrite aux politiques de change, d'accumulation de réserves et aux régimes de flux de capitaux, alors que les causes des déséquilibres monétaires sont souvent ailleurs, comme l'illustre le cas de la Chine aujourd'hui (excès d'épargne, défaillances de l'état de droit...);
- contrairement à la surveillance *ex post* des pays bénéficiant de financements du Fonds, la surveillance *ex ante* ne peut s'appuyer sur un système de sanction dissuasif;
- la surveillance se fait essentiellement pays par pays, alors que les déséquilibres sont souvent régionaux, voire multilatéraux. La surveillance multilatérale existe, mais elle est plus analytique qu'opérationnelle;
- les questions financières sont encore insuffisamment partie intégrante de la surveillance.

Au total la surveillance multilatérale était avant la crise « moins que la somme de ses parties », selon le Bureau indépendant d'évaluation du FMI [2006]. Elle a été renforcée par la décision du G20, lors du sommet de Pittsburgh en septembre 2009, de mettre en place un « cadre pour une croissance forte, durable et équilibrée ». Ce dispositif prévoit une revue par les pairs (avec l'appui technique du FMI) des politiques économiques engagées dans chaque pays du G20, sous l'angle de leurs contributions à la croissance et à la stabilité mondiales. L'efficacité de ce nouveau dispositif est toutefois loin d'être acquise: les États restent souverains et l'expérience douloureuse de l'Union européenne dans ce domaine, alors même que le traité stipule que les politiques économiques sont « d'intérêt commun », n'incite pas à l'optimisme.

Instabilité des financements et accumulation de réserves de précaution

Le SMI actuel ne favorise pas un financement stable des économies émergentes et en développement. Ces économies sont soumises à de violents flux et reflux de capitaux. Pour se prémunir contre les crises de balances des paiements (comme l'ont expérimenté les pays d'Asie lors de la crise de 1997-1998), elles ont eu tendance, depuis une dizaine d'années, à accumuler des réserves de change dans des proportions beaucoup plus importantes que par le passé (graphique 1). La crise mondiale de 2007-2009 leur a donné raison, les pays imprévoyants (notamment en Europe de l'Est) ayant été touchés de plein fouet par le retournement brutal des flux de capitaux internationaux.

Graphique 1. Réserves de change
(en mois d'importation)



* Asie émergente hors Chine: Corée du Sud, Inde, Indonésie, Malaisie, Thaïlande.

Source: FMI, *Statistiques financières internationales*, juillet 2010.

Or l'accumulation de réserves de change est coûteuse et inefficace:

- coûteuse, parce que les réserves sont faiblement rémunérées, par rapport aux rendements offerts par des investissements locaux;
- inefficace dans la mesure où elle signifie concrètement que les pays du Sud acquièrent des actifs des pays du Nord, alors que la productivité marginale des capitaux est plus élevée au Sud qu'au Nord, et parce que chaque pays ne peut avoir accès qu'à une liquidité préalablement accumulée par lui-même.

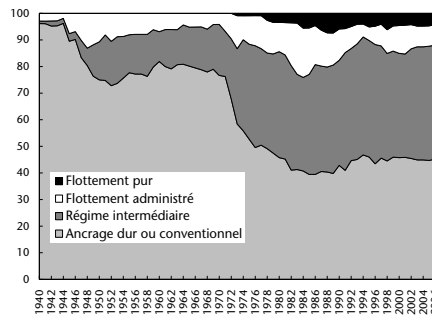
Ce problème d'assurance contre les crises de liquidité a été identifié depuis longtemps. Dès 1944, le FMI a été chargé de venir au secours des pays subissant de telles crises. Cependant, les conditionnalités imposées par le Fonds ont été perçues comme humiliantes pendant la crise asiatique. Il en a résulté une perte de confiance qui a conduit à l'autoassurance. Les pays de la région ont bien mis en place un système d'accords de *swaps* entre banques centrales asiatiques destiné à s'échanger de la liquidité en cas de crise (initiative de Chiang Mai, mai 2000), mais ce dispositif n'a pas ralenti l'accumulation de réserves.

Cette accumulation de réserves ne posait pas de problème systémique tant que les pays émergents représentaient une faible fraction de l'économie mondiale. Ce n'est plus le cas aujourd'hui où l'Asie de l'Est représente une puissance économique similaire, en parité de pouvoir d'achat, à l'Europe ou à l'Amérique du Nord, et où la Chine est devenue le premier exportateur mondial.

Des taux de change souvent incohérents avec les « fondamentaux » des économies

Les monnaies véritablement flottantes sont rares : dollar, euro, yen, livre sterling et quelques autres monnaies généralement de pays avancés (Canada, Australie, Suède...). La plupart des pays pratiquent différentes formes d'ancrage plus ou moins souple (graphique 2).

Graphique 2. **Évolution des régimes de change, 1940-2007**
(en % du nombre de pays)



Source : base de données en ligne d'Izetski, Reinhart et Rogoff.

La fixité de certains taux de change clés (comme le taux de change entre le renminbi et le dollar) tend à reporter la charge de l'ajustement sur les seules parités flexibles. Ainsi, le redressement du solde extérieur américain passe par une dépréciation du dollar en termes effectifs réels, c'est-à-dire en moyenne par rapport aux partenaires commerciaux des États-Unis. Le fait que le dollar ne puisse se déprécier par rapport à certaines monnaies reporte l'ajustement sur les autres monnaies. Dans le long terme, les régimes de change n'ont en principe pas d'importance car, à défaut d'ajustement des taux de change nominaux, les taux de change réels évoluent progressivement sous l'effet des différentiels d'inflation. Cependant, ce type d'ajustement par les prix est plus lent, de sorte que les déséquilibres s'accroissent davantage. Pour stabiliser les taux de change, les banques centrales doivent en outre disposer de réserves en devises, voire accumuler de manière continue des réserves quand, comme c'est le cas en Chine,

il s'agit de lutter continuellement contre l'appréciation de la monnaie nationale. Ainsi, les régimes de change fixe sont-ils une cause supplémentaire de l'accumulation de réserves de change.

Les voies d'évolution

Trois types d'évolutions ou réformes peuvent être envisagés : des réformes incrémentales (sans modifier les fondements du système), une mutation vers un système multipolaire ou le développement d'une (quasi-) monnaie mondiale.

Les réformes incrémentales

Sans remettre en cause le rôle clé du dollar, le SMI pourrait être amélioré à travers une réforme de la surveillance multilatérale, des facilités d'accès à la liquidité en cas de crise et des régimes de change (en particulier en Chine). C'est l'approche privilégiée jusqu'ici par les organisations internationales, en particulier par le FMI [Mateos-y-Lago *et al.*, 2009], par les milieux officiels aux États-Unis et en Europe mais, aussi, dans une optique régionale, par les pays asiatiques.

Ainsi, le FMI a créé durant la crise une nouvelle ligne de crédit « flexible » (la *Flexible Credit Line*, ou FCL) destinée à offrir des financements automatiques à une liste de pays « préqualifiés ». Mais cette nouvelle approche s'est trouvée en concurrence avec les accords de *swaps* entre banques centrales au niveau régional (Chiang Mai) ou international (lignes de *swaps* accordées par la Fed). Ainsi, peu de pays se sont portés candidats à la FCL, en raison notamment du risque de stigmatisation par les marchés et ceux qui l'ont fait (Pologne, Mexique, Colombie) n'ont pas effectué de tirage.

La procédure de préqualification pour la FCL a été l'occasion, pour le FMI, de renforcer la surveillance *ex ante* et cette démarche pourrait être étendue dans les années à venir, avec différents niveaux de préqualification ouvrant droit à différents types de financements [FMI, 2010]. Le FMI a ainsi commencé de travailler sur l'idée d'une *Precautionary Credit Line* pour compléter son attirail et pouvoir aider un pays avant qu'il soit en état de crise déclarée.

Cependant, la mise en place à grande échelle de dispositifs automatiques d'accès au crédit pose des questions de gouvernance. La réforme en cours de la gouvernance du Fonds (répartition des

quotes-parts, procédures de nominations, rôle des différentes instances de décision) sera la clé pour remporter l'adhésion des pays émergents, en particulier en Asie, où la tentation de se replier sur un dispositif strictement régional est grande. Compte tenu des enjeux (en particulier, du risque que tous les pays simultanément cherchent à tirer sur les lignes de crédit), une réforme de grande envergure de la gestion de la liquidité mondiale pourrait être nécessaire (voir plus bas).

Du côté des régimes de change, les appels répétés de la communauté internationale pour que la Chine assouplisse son régime de change ont été peu efficaces, les autorités chinoises ayant pris soin de ne pas se laisser imposer un quelconque calendrier. La Chine a pris conscience, pour des raisons internes, de la nécessité de laisser s'apprécier sa monnaie. Une telle évolution est inéluctable; elle a été retardée en 2009-2010 par l'affaiblissement de l'euro, qui a eu pour conséquence une appréciation du renminbi en termes effectifs réels. Mais la divergence des conjonctures entre cette région du monde et les pays avancés (voir chapitre i) renforce la nécessité d'une appréciation du renminbi. Le passage aux changes flottants sera sans doute plus tardif car il faudra le coordonner avec les réformes structurelles internes (en particulier dans le secteur financier) et avec la libéralisation des flux de capitaux. Du côté des pays avancés, l'idée parfois annoncée d'un retour à un système de zones cibles rencontre très peu de soutien dans la communauté internationale.

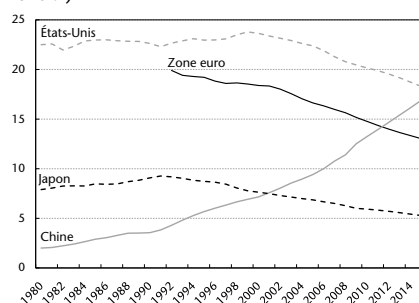
Vers un système multipolaire ?

L'histoire monétaire enseigne qu'une des grandes difficultés de la gestion monétaire internationale est d'éviter une inadéquation entre SMI et économie réelle. Cette difficulté va se présenter de manière croissante avec la montée en régime des économies émergentes et l'inévitable baisse du poids relatif des États-Unis. Une solution logique serait alors d'adapter le SMI à la multipolarité de l'économie mondiale. Cependant, l'expérience de l'entre-deux-guerres suggère que : 1) le statut de monnaie internationale suit plus qu'il ne précède le statut de grande puissance mondiale ; que 2) le développement financier compte plus que le poids économique pour l'internationalisation d'une monnaie et que 3) plusieurs monnaies clés peuvent coexister [Eichengreen et Flandreau, 2008]. Aujourd'hui, les États-Unis demeurent le principal centre financier au monde. L'euro s'est développé comme

seconde monnaie internationale de réserve, mais reste très en deçà du dollar pour les fonctions d'unité de compte et de moyen d'échange, et le potentiel de l'euro est limité par la faible croissance de cette zone, comparativement à la Chine ou même aux États-Unis (graphique 3) [BCE, 2009]. Quant au renminbi, son internationalisation est limitée par sa convertibilité restreinte. Ainsi, l'euro a pris de l'avance par rapport au renminbi pour l'accession au statut de monnaie clé internationale, mais son potentiel de long terme est limité.

Graphique 3. Parts de quatre pays ou zones dans le PIB mondial PPA, 1980-2015

(en % du PIB mondial)



Source: FMI, *World Economic Outlook*, avril 2010.

Suite à la crise financière mondiale, la Chine a encouragé l'internationalisation de la monnaie chinoise, notamment par des accords d'échange de devises (*swaps*) avec des banques centrales asiatiques et latino-américaines, ainsi que les émissions en renminbi depuis Hong Kong. Le renminbi ne saurait certainement devenir une monnaie véritablement internationale sans être parfaitement convertible et détaché du dollar [Cheung *et al.*, 2009]. Cependant, ces premiers pas montrent que le système monétaire international pourrait progressivement devenir plus multipolaire, d'autant que la Chine, dont la balance commerciale est déficitaire vis-à-vis des pays de la région, est susceptible, par des importations réglées en renminbi, à alimenter la région Asie en liquidité.

Quelles seraient les implications d'un système multipolaire pour la stabilité monétaire internationale? Aujourd'hui, l'organisation du SMI autour du dollar entraîne trois formes d'instabilités:

- une instabilité liée à l'accumulation de déséquilibres de paiements courants sans force de rappel;
- une instabilité liée à la faible substituabilité entre le dollar et les autres monnaies (du fait du statut particulier du dollar) : le prix relatif des monnaies (les taux de change) doit varier beaucoup pour rééquilibrer les marchés des changes après un choc, les investisseurs étant peu disposés à modifier leurs comportements de détention de dollars;
- une instabilité « indirecte » liée au report sur quelques monnaies flottantes des ajustements non réalisés sur les monnaies fixes par rapport au dollar.

Le passage à un système multipolaire supprimerait (ou atténuerait) les trois sources d'instabilité mentionnées ci-dessus, mais accroîtrait vraisemblablement la réaction des taux de change aux politiques monétaires observées et anticipées, accentuant potentiellement les conflits monétaires internationaux.

Une (quasi-) monnaie mondiale

Faut-il alors en revenir à l'idée de substituer une nouvelle monnaie internationale au dollar? Le projet de monnaie mondiale remonte à Keynes. En 1942, ce dernier propose la mise en place d'une union internationale de compensation assortie d'une monnaie internationale – le *bancor* – dont la liquidité serait gérée en fonction des besoins de l'économie mondiale. Cette proposition n'a pas été retenue à la conférence de Bretton Woods en raison de l'opposition des États-Unis. Cependant le système mis en place dans l'après-guerre a desserré la contrainte exercée par le manque structurel d'or en rendant le dollar équivalent au métal précieux (parité dollar-or) et a confié au FMI la tâche d'assurer la liquidité du système de paiement international, grâce à ses financements, mais aussi à travers la faculté qui lui était donnée de dévaluer ou réévaluer uniformément les monnaies du système par rapport à l'or. En relevant le prix de l'or uniformément pour tous les pays, le Fonds pouvait accroître d'un coup la valeur des réserves détenues par tous les États-membres, leur permettant de régler plus facilement leurs échanges; inversement, le Fonds pouvait abaisser le prix de l'or en cas de menace inflationniste.

Dès 1949, cependant, le Fonds reconnut qu'une dévaluation uniforme des monnaies par rapport à l'or ébranlerait la confiance dans le régime de change fixe [Clark et Polak, 2004]. En outre, Robert Triffin pointa, en 1960, le « dilemme » du système, à savoir

l'incohérence entre les deux objectifs de liquidité et de confiance : nécessaires pour assurer la liquidité internationale, l'accumulation de réserves en dollars par les banques centrales des pays partenaires des États-Unis allait, au bout d'un certain temps, inéluctablement ébranler la confiance dans le dollar. En effet ces réserves ne pourraient plus, faute de stock d'or, être converties en or à taux fixe auprès de la Réserve fédérale américaine.

En 1969, au terme d'intenses débats (encadré), il fut décidé de créer un nouvel actif de réserve – le droit de tirage spécial (DTS). Le DTS n'est pas une monnaie. C'est une créance sur les États-membres du FMI, lesquels s'engagent, dans certaines conditions, à convertir les DTS apportés par un pays en monnaies clés (dollar, euro, yen, livre sterling, qui composent le panier définissant le DTS). Le mécanisme est le suivant : 1) le FMI décide d'une allocation de DTS pour un certain montant ; 2) les DTS sont répartis entre les États-membres selon leurs quotes-parts au Fonds ; 3) chaque DTS alloué donne lieu, pour l'État concerné, à la perception d'intérêts (le DTS est un actif) et au versement d'intérêts (c'est aussi un engagement) ; le département DTS du Fonds sert de chambre de compensation ; le taux d'intérêt étant le même dans les deux cas, l'opération est neutre au départ ; 4) un État-membre peut convertir ses DTS auprès d'un autre État-membre, auquel cas il reçoit en échange l'une des devises du panier, qu'il peut alors utiliser pour faire face à ses engagements ; sa position en DTS devient déficitaire et il verse des intérêts nets au département DTS du Fonds ; 5) l'État-membre s'étant porté contrepartie se trouve en position nette créancière en DTS et reçoit donc des intérêts nets. Les conversions de DTS en monnaies clés se font soit sur une base volontaire, soit par un mécanisme de désignation [FMI, 2001]. Le taux d'intérêt fixé par le Fonds (sur la base des taux des marchés monétaires correspondant aux monnaies du panier) est faible par rapport aux taux des emprunts à court terme généralement pratiqués pour les pays émergents ou en développement. Cette forme de liquidité est donc d'un usage peu coûteux. De plus, ce système a l'avantage de mutualiser la liquidité au niveau mondial, rendant en principe inutile l'accumulation de réserves importantes (l'allocation des DTS est d'ailleurs indépendante des déséquilibres courants).

Encadré. Une courte histoire du DTS

La création du DTS en 1969 intervient au terme de plusieurs années de discussions internationales, notamment dans le cadre du « Groupe des Dix » – un groupe de dix pays représentés, selon les cas, au niveau des ministres des Finances, des directeurs du Trésor ou des gouverneurs de banques centrales [Solomon, 1996].

Après la guerre, les États-Unis détiennent environ 60 % des réserves mondiales d'or. L'équivalence entre dollar et or, combinée avec le plan Marshall qui offre aux Européens des financements en dollars, permet alors de contourner le problème de la rareté de l'or. Cependant, la parité fixe entre le dollar et l'or est incohérente avec la stagnation de la production mondiale d'or. Au début des années 1960, les banques centrales des États-Unis et des pays d'Europe organisent le « *pool* de l'or » – un arrangement où chacune s'engage à intervenir pour maintenir le cours à 35 dollars l'once. Cependant, ces interventions deviennent de plus en plus coûteuses. Elles se heurtent par ailleurs à l'hostilité du général de Gaulle vis-à-vis du « privilège exorbitant » qu'ont les États-Unis d'émettre la monnaie internationale, mais aussi à la dévaluation de la livre sterling en 1967 : devant le risque d'une dévaluation du dollar (exacerbé par la guerre du Vietnam), les investisseurs convertissent leurs avoirs en or, rendant de plus en plus difficile la défense de la parité. En 1968, le *pool* de l'or cesse ses interventions. Le cours de 35 dollars l'once est conservé pour les échanges officiels, mais les échanges privés se font désormais sur la base d'un cours de marché qui augmente par le jeu de l'offre et de la demande. Cette décision du *pool* de l'or fait perdre au dollar son rôle d'ancre du SMI (le dollar est dévalué *de facto*), tandis que se pose toujours la question de la liquidité mondiale, fondée sur l'exportation de capitaux américains.

Selon les différentes parties en présence, le DTS se veut un substitut de l'or (et un concurrent du dollar) ou bien simplement un mécanisme de gestion de la liquidité mondiale indépendant de la balance des paiements américaine. Dans tous les cas, les États-membres s'engagent, par un amendement des statuts du Fonds en 1978, à faire du DTS le principal actif de réserve du système monétaire international. Plus de trente ans après cet amendement, le DTS n'a pas atteint ces objectifs ni comme unité de compte ni comme réserve de valeur.

Unité de compte

Initialement fixée à 0,888671 gramme d'or fin (ce qui l'amène exactement à parité avec la valeur officielle du dollar), la valeur du DTS doit être redéfinie après l'abandon du régime de Bretton Woods. En 1974, le DTS est redéfini comme un panier des monnaies des seize États-membres du FMI réalisant chacun au moins 1 % du commerce mondial. Le panier est simplifié en 1981 pour ne retenir plus que cinq monnaies (dollar US, yen, livre sterling, deutsche mark, franc français), puis en 1999 pour substituer l'euro au deutsche mark et au franc. En 2001, le critère d'inclusion dans le panier est modifié. Les monnaies du panier doivent non seulement être celles des plus gros exportateurs, mais aussi les monnaies les plus utilisées pour la facturation du commerce. Ce dernier critère pose aujourd'hui problème pour l'inclusion du renminbi dans le panier.

La valeur du DTS est déterminée quotidiennement par le FMI, en fonction des cours des monnaies qui le composent et des poids des différentes monnaies dans le panier. Par construction, le DTS est donc plus stable que les monnaies qui le

composent. Cependant, le DTS n'est pas utilisé aujourd'hui comme unité de compte hors de la sphère des banques centrales et du FMI.

Réserve de valeur

Le second objectif du DTS était de libérer la liquidité mondiale de sa dépendance des politiques économiques américaines. Dans cette optique, trois allocations furent réalisées entre 1970 et 1972, pour un montant total de 9,3 milliards de DTS. Dans les années qui suivirent, la question de la liquidité disparut largement des préoccupations des gouvernements, les États-Unis affichant désormais un déficit extérieur courant dans un contexte d'inflation croissante. De nouvelles allocations, pour un montant total de 12,1 milliards de DTS, eurent lieu entre 1978 et 1981, puis plus rien jusqu'à la crise financière mondiale de 2007-2009 et la décision du G20 (sommet de Londres en avril 2009) de réaliser une allocation massive de 161,2 milliards de DTS.

Le DTS demeure un instrument relativement lourd pour gérer la liquidité mondiale. La procédure normale est que le directeur général du Fonds fasse une proposition d'allocation ou d'annulation de DTS au moins six mois avant la date souhaitée. Puis, le conseil d'administration (24 administrateurs) doit approuver la proposition. Enfin, l'assemblée générale (187 pays aujourd'hui) doit la voter à une majorité de 85 %.

Par ailleurs, les allocations de DTS se font selon une clé de répartition fixée (les quotes-parts des États-membres au FMI), alors que les besoins de liquidité au niveau mondial n'ont pas de raison de suivre cette répartition.

Cependant, le DTS occupe aujourd'hui une place mineure dans les réserves officielles mondiales (de l'ordre de 0,4 %). Il était quasiment tombé dans l'oubli lorsque le sommet de Londres en avril 2009 décida, pour prévenir des pénuries de liquidité, d'une allocation générale. En mars 2009, le gouverneur de la banque centrale chinoise a relancé l'idée d'utiliser le DTS comme substitut partiel au dollar [Zhou, 2009]. Un tel développement supposerait néanmoins de :

- réformer le processus d'allocation en le rendant plus fréquent, plus réactif, contra-cyclique (généralisant ainsi la décision rapide ayant conduit à l'allocation massive de 2009). Cela nécessiterait une refonte des statuts du Fonds monétaire international pour alléger le processus de décision ;
- développer les usages du DTS hors de la sphère officielle, par exemple en libellant l'énergie et les matières premières en DTS et/ou en réalisant des émissions d'obligations publiques, voire privées, en DTS. Le problème ici est qu'aucun acteur n'a intérêt *a priori* à utiliser le DTS dont le marché n'est pas liquide et qui ne peut être utilisé véritablement comme une monnaie ;
- surmonter la réticence du pays ancre (les États-Unis) de se voir dépossédé de son « privilège exorbitant », dans un contexte

de concurrence mondiale pour attirer les investisseurs internationaux.

– favoriser la conversion des réserves officielles existantes en DTS, ce qui suppose un transfert de risque, le DTS étant par nature moins risqué (car composé de plusieurs monnaies) que le dollar. Camdessus [2009] et Kenen [2010] ont exhumé une proposition vivement débattue (mais jamais adoptée) dans les années 1970 consistant à créer au FMI un « compte de substitution » où les banques centrales auraient pu venir convertir leurs réserves en DTS, à charge pour les gestionnaires du compte de diversifier à leur tour les avoirs. Cette proposition se heurte cependant à la réticence des grands pays à ainsi offrir à la Banque populaire de Chine un moyen commode et bon marché de s'affranchir du risque dollar.

Conclusion

Comme le rappelle Michel Aglietta [2010], une réforme du SMI ne se décrète pas : elle résulte d'une conjonction d'intérêts et de forces du marché. Le système qui naîtra de la crise et de la montée en puissance de la Chine ne résultera pas d'un pur raisonnement intellectuel, mais comportera inévitablement une forme de marchandage. Par exemple, les États-Unis pourraient accepter de partager leur « privilège exorbitant » contre une flexibilisation du régime de change chinois ; les pays émergents pourraient accepter de ralentir l'accumulation de leurs réserves de change contre un accès plus facile à la liquidité du Fonds et une réforme de sa gouvernance ; la Chine pourrait accepter un régime de change plus flexible contre une assurance que ses réserves ne seront pas dévalorisées ; les pays européens, enfin, pourraient accepter de réduire leur poids dans les institutions de Bretton Woods contre une plus grande flexibilité du renminbi et une plus grande discipline des États-Unis.

Même s'il est peu probable qu'un « grand soir monétaire » se produise durant les présidences coréenne, puis française du G20, il est néanmoins important que les discussions se développent, parce que l'histoire enseigne que si un « bon » SMI n'assure pas la prospérité économique, un « mauvais » SMI peut être très coûteux.

Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. [2010], « Le dollar, le yuan et le système monétaire international », *L'Économie politique*, n° 45, janvier.
- AHAMED L. [2009], *Lords of Finance. The Bankers Who Broke the World*, The Penguin Press, New York.
- BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE [2009], *The International Role of the Euro*, juillet, www.ecb.int.
- BUREAU INDÉPENDANT D'ÉVALUATION DU FMI [2006], *An Evaluation of the IMF's Multilateral Surveillance*, septembre.
- CABALLERO R., FARHI E. et GOURINCHAS P.-O. [2008], « An equilibrium model of global imbalances and low interest rates », *American Economic Review*, n° 98, p. 358-393.
- CAMDESSUS M. [2009], « Towards a new international monetary system », colloque *Towards a New International Financial Order*, Guanghai School of Management, Beijing University, 16-17 novembre.
- CHEUNG Y.W., MA G. et MC CAULEY R.N. [2009], « Renminbisation des actifs internationaux de la Chine », *Revue d'économie financière*, n° 95, p. 135-155.
- CLARK P.B. et POLAK J.J. [2004], « International liquidity and the role of the SDR in the international monetary system », *IMF Staff Papers*, vol. 51, n° 1, p. 49-71.
- EICHENGREEN B. et FLANDREAU M. [2008], « The rise and fall of the dollar, or when did the dollar replace sterling as the leading reserve currency ? », *Discussion Paper Series*, n° 6869, Centre For Economic Policy Research.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL [2001], « SDR Department », chapitre III de *Financial Organization and Operations of the IMF*, Pamphlet Series n° 45, 6^e édition, Washington D.C.
- FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL [2010], « The Fund's mandate – an overview », *Strategy, Policy and Review Department*, 22 janvier.
- KENEN P. [2010], « The substitution account as a first step towards reform of the international monetary system », *Policy Brief*, n° 10-6, Peterson Institute for International Economics, Washington.
- LAROSIÈRE J. DE [2009], *Report of the High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, Commission européenne, février.
- MATEOS-Y-LAGO I., DUTTAGUPTA R. et GOYAL R. [2009], « The debate on the international monetary system », *IMF Staff Position Note*, n° 09/26, novembre.
- SOLOMON R. [1996], « The history of the SDR », in MUSSA M., BOUGHTON J.M. et ISARD P. (dir.), *The Future of the SDR in Light of Changes in the International Monetary System*, Fonds monétaire international, Washington D.C.
- TRIFFIN R. [1960], *Gold and the Dollar Crisis : the Future of Convertibility*, Yale University Press, New Haven.
- ZHOU X. [2009], *Reform of the International Monetary System*, discours prononcé le 23 mars 2009, www.bis.org/review/r090402C.pdf.