

Les projets de réforme du système monétaire international

Christophe Boucher *

* **Christophe Boucher**

est professeur d'économie à l'université Paris-Nanterre et directeur de la recherche chez ABN AMRO Investment Solutions.

Comment le système monétaire international a-t-il évolué au cours des deux derniers siècles et comment peut-il se transformer à l'avenir? Le règne du dollar a survécu à la fois à la fin de l'étalon or-dollar en 1971 et à la crise financière globale de 2008-2009. Pourtant, le système reste vulnérable en raison des déséquilibres extérieurs et de la très grande versatilité des mouvements de capitaux. Comment réformer ce système? L'émergence de devises concurrentes avec l'euro puis le renminbi chinois est-elle une opportunité ou une menace pour la stabilité monétaire mondiale?

Le système monétaire international (SMI) est l'ensemble des règles et des institutions qui régissent les décisions des États en matière de régime de change, de politique monétaire et de flux de capitaux. Qualifié parfois de « non-système », le SMI actuel repose sur l'absence de coordination internationale, la mobilité des capitaux et le rôle central du dollar.

Depuis soixante-quinze ans, le dollar est en effet au centre du SMI. Le règne du dollar a survécu à la fin de l'« étalon or-dollar » institué par les accords de Bretton Woods, et il est sorti de la crise financière globale de 2008-2009 encore plus solide qu'auparavant. Le dollar américain domine toujours les transactions commerciales et financières internationales. Il offre une classe d'actifs, les bons du Trésor américain, qui servent de réserve mondiale et d'actifs sûrs.

De nouveaux concurrents tels que l'euro et le renminbi (yuan) ont cependant émergé dans la période récente. Comment évoluera cette concur-

rence monétaire et comment faut-il s'y préparer? Plus de dix ans après la crise financière globale de 2008-2009, le SMI reste vulnérable en raison de la rareté des actifs sans risques, de l'absence de mécanisme d'ajustement des déséquilibres de balance courante et de la volatilité des flux de capitaux.

Les vicissitudes du SMI

Le SMI a subi plusieurs transformations au cours des deux derniers siècles, marqués par l'abandon progressif de l'étalon-or en faveur du régime actuel de taux de change flexibles. Il y a pourtant une constante : un système presque toujours dominé par une monnaie unique.

Au XIX^e siècle, à la veille de la Première Guerre mondiale, le SMI est fondé sur l'étalon-or (*gold standard*). L'Angleterre adopte le *gold standard* dès les années 1820, mais il ne se généralise que dans les années 1870. À la veille



Le 16 juillet 2019, au siège de la Banque de France à Paris, un colloque consacré au 75^e anniversaire des accords de Bretton Woods a réuni (de gauche à droite) le président de la Fed Jerome Powell, le gouverneur de la Banque de France François Villeroy de Galhau, le directeur par intérim du FMI David Lipton, le président de la Banque mondiale David Malpass et l'ancien directeur général du FMI Michel Camdessus.

© Eric Piermont / AFP

de sa disparition, en 1914, l'étalon-or fonctionnait dans 59 pays.

L'étalon-or a le mérite d'apporter une certaine stabilité, mais il avantage les pays producteurs d'or et, surtout, ce système contraint la création monétaire à la quantité d'or dont dispose chaque pays sans relation directe avec les besoins de l'économie. Le système est ainsi abandonné pendant la Première Guerre mondiale. Les stocks d'or ne couvraient plus les besoins de monnaie pour financer les dépenses militaires.

La période de l'entre-deux-guerres sera mouvementée, caractérisée par la rivalité entre la livre sterling et le dollar. À partir de 1918, l'or n'est plus utilisé comme monnaie. La guerre a

en outre modifié l'équilibre des puissances au profit des États-Unis – qui détiennent alors 30 % des réserves d'or mondiales. Les stocks d'or en Europe sont insuffisants pour revenir au système de l'étalon-or. Les pays occidentaux vont donc tenter de construire un SMI plus souple où l'or n'est plus utilisé comme monnaie interne.

Dans ce système, les particuliers ne pourront plus convertir la monnaie en or. La convertibilité est donc désormais limitée aux sommes importantes supérieures à la valeur d'un lingot (le *gold bullion standard*). Il n'est plus obligatoire que les monnaies soient convertibles directement en or, mais elles peuvent participer au système en l'étant par rapport à une autre devise qui, elle, sera convertible en or. En pratique, c'est le dollar qui va devenir peu à peu cette monnaie de référence.

La conférence internationale de Bretton Woods clôt en 1944 des négociations entamées entre le Royaume-Uni et les États-Unis dans les

années 1940. Elle va chercher à construire un système monétaire organisé qui tire les leçons des échecs de l'entre-deux-guerres. Il existe un certain consensus pour ne plus utiliser directement l'or comme moyen de paiement international.

Le système de Bretton Woods sera un étalon de change-or (*gold exchange standard*) fondé sur le dollar. La parité du dollar est fixée à 35 dollars l'once d'or, sa parité de 1933. Les autres monnaies définissent leur parité par rapport au dollar et doivent maintenir leur taux de change dans une fourchette étroite autour de cette parité – plus ou moins 1 %.

Le SMI a par la suite évolué de manière non coordonnée avec la fin de la convertibilité du dollar en or et donc de l'ancrage sur l'or (1971) puis le flottement généralisé des monnaies des pays avancés (1973), entérinés par les accords de la Jamaïque (1976).

On assiste ensuite à l'émergence d'une coopération monétaire européenne (1979) et à l'adoption temporaire d'une cible de change par certains pays du groupe des sept pays les plus industrialisés (G7) avec les accords du Plaza (1985) et du Louvre (1987).

Enfin, au cours des années 1990 et des années 2000, le SMI évolue encore avec la création de l'euro, la généralisation du modèle de la banque centrale indépendante qui suit une stratégie de ciblage de l'inflation et l'importance grandissante des économies émergentes.

Quant aux régimes de change, on assiste de nos jours à un flottement presque général des monnaies dans les pays avancés, mais à la persistance d'une « peur du flottement » dans beaucoup d'économies émergentes ou en développement.

Une hégémonie *de facto* : les privilèges et devoirs exorbitants des États-Unis

Depuis le début des années 1970, la gouvernance du SMI a ainsi été décrite comme celle d'une « douce insouciance » (*benign neglect*). Le système qui a émergé des cendres de Bretton Woods n'est organisé, *de jure*, ni autour de l'or, ni autour d'une monnaie clé, ni autour du FMI.

Cependant, *de facto*, les États-Unis occupent une place centrale qui leur accorde certains privilèges, en contrepartie desquels ils ont des devoirs vis-à-vis du reste du monde.

Le règne du dollar

Sur le marché des changes, le dollar règne. Environ 90 % des échanges de devises impliquent le dollar américain. Le dollar n'est qu'une des 185 monnaies du monde, mais c'est la seule dont les billets sont davantage présents dans le reste du monde que sur leur territoire d'émission. Environ 580 milliards de dollars en billets sont utilisés à l'extérieur du pays. C'est 65 % de tous les billets en dollars en circulation et 75 % des billets de 100 dollars.

Outre cette internationalisation de la monnaie fiduciaire, environ 60 % des réserves de change mondiales identifiées prennent la forme de dollars – devant l'euro qui en représente 20 % – et plus de 60 % des passifs et actifs en devises des banques sont en dollars. Par ailleurs, la part du commerce mondial facturée en dollars dépasse de loin la part des États-Unis dans les importations et les exportations mondiales en raison, notamment mais pas seulement, du pétrole et des autres matières premières libellés en dollars (voir graphique p. 93).

Monnaie internationale de réserve, monnaie internationale de libellé des transactions commerciales et financières, elle est aussi la première devise d'ancrage pour les régimes de change non flexibles. Plus d'un tiers du produit intérieur brut mondial provient de pays qui rattachent leur devise au dollar. Cela comprend sept pays qui ont adopté le dollar américain comme leur monnaie, tels que le Zimbabwe et l'Équateur. De surcroît, 89 autres pays maintiennent leur monnaie dans une fourchette de fluctuations étroite par rapport au dollar.

Ces facteurs se renforcent mutuellement. La prédominance du dollar dans la facturation commerciale rend les emprunts en dollars plus attrayants et, par là même, la tarification en dollars plus intéressante. Le rôle des États-Unis en tant que prêteur de dernier ressort rend plus sûr l'emprunt en dollars, ce qui augmente la responsabilité du pays en temps de crise.

Les conséquences directes de la domination du dollar pour le reste du monde

La politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed) a de fait une responsabilité importante non seulement sur les fluctuations du dollar, mais aussi sur le cycle financier mondial, notamment en affectant le bilan des grandes institutions financières mondiales et leur appétit pour le risque. Les fluctuations du dollar entraînent des effets de débordement directs – que certains commentateurs qualifient de « guerre des monnaies » – sur les autres pays, en particulier émergents.

Les pays émergents ont en effet encore une partie importante de leur dette totale libellée en devises étrangères : 18 % en Amérique latine, 16 % en Asie, 32 % en Europe, Afrique et Turquie. Lorsque les taux de change des émergents se déprécient vis-à-vis du dollar, la valeur en monnaie nationale de leur dette augmente fortement – et la valeur de leurs exportations de matières premières libellées en dollars diminue –, ce qui pèse sur la croissance.

La différence est très grande avec les États-Unis, dont la dette extérieure est en dollars. Une baisse des taux d'intérêt aux États-Unis réduit donc le coût de la dette extérieure, et la dépréciation du dollar qui en résulte normalement n'accroît pas le niveau de la dette extérieure dans la monnaie des États-Unis.

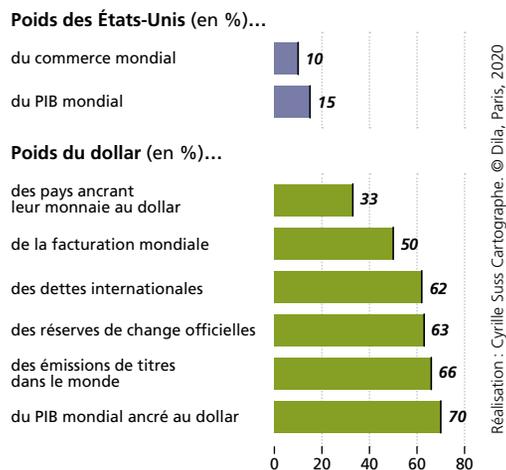
Privilèges et devoirs pour les États-Unis

La part importante des échanges facturés en dollars américains offre l'avantage de stabiliser les termes de l'échange¹ des États-Unis : ils importent et exportent essentiellement dans leur propre monnaie.

Surtout, la prédominance du dollar fait des États-Unis à la fois le banquier, le capital-risqueur et l'assureur du monde : les États-Unis empruntent en vendant principalement des actifs peu risqués et liquides – les titres du Trésor

¹ Les termes de l'échange sont le rapport entre les prix des exportations et les prix des importations. Lorsque les termes de l'échange augmentent, les mêmes quantités exportées permettent d'acheter une quantité accrue de marchandises importées, mais la compétitivité-prix du pays se dégrade.

Le poids des États-Unis et du dollar (2016)

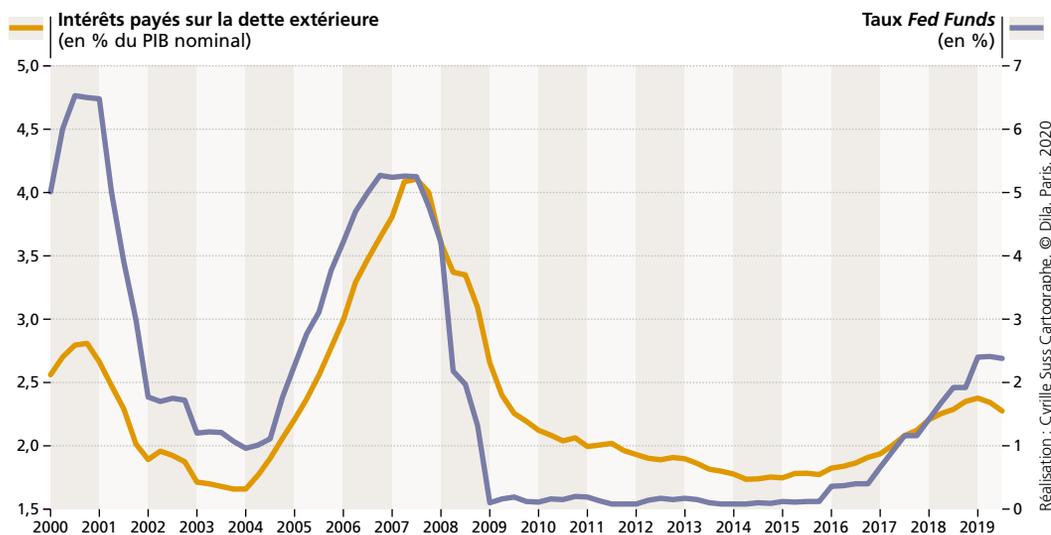


Sources : G. Gopinath et J. C. Stein, « Banking, Trade, and the Making of a Dominant Currency », *Working paper*, Harvard University, mars 2018 ; P.-O. Gourinchas, H. Rey et M. Sauzet, « The International Monetary and Financial System », *NBER Working Paper*, n° 25782, avril 2019 ; E. Ilzetzki, C. Reinhart et K. Rogoff, « Exchange Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold? », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 134, n° 2, mai 2019, p. 599-646 ; Mark Carney, « The growing challenges for monetary policy in the current international monetary and financial system », discours, *Challenges for Monetary Policy*, Jackson Hole Symposium, 23 août 2019.

américain très demandés par les secteurs public et privé étrangers – tout en investissant dans des actifs étrangers plus risqués – participations et investissements directs à l'étranger – et moins liquides. Les États-Unis empochent un différentiel positif de rendements sur leur bilan externe estimé à environ 2 % par an en termes réels sur la période 1952-2009. Ce différentiel de rendements est dû à la fois à une prime de risque, l'actif étant plus risqué que le passif, et à une prime de liquidité sur la dette.

Ce privilège américain ne s'arrête pas aux différences de rendement. Grâce au statut du dollar, les Américains empruntent dans leur propre monnaie (90 % de leur passif est libellé en dollars), mais 70 % de leurs actifs sont libellés en monnaie étrangère, ce qui signifie que le risque de change sur leur passif est majoritairement pris en charge par le reste du monde. L'évolution du cours du dollar n'a en effet aucune incidence sur le poids de leur dette. En revanche, si le dollar se déprécie, la valeur de leurs actifs s'en trouve renforcée. Inversement, lors des crises,

Intérêts sur la dette extérieure et taux *Fed Funds* (2000-2019)



Note : le taux *Fed Funds* (*Federal Funds Rate*) est le taux monétaire de référence aux États-Unis. Il est le taux auquel les banques aux États-Unis prêtent, au jour le jour, leurs excédents de réserves obligatoires à d'autres banques sur le marché monétaire intérieur américain. Il est influencé par la politique monétaire de la Réserve fédérale.

Sources : Datastream ; US Bureau of Economic Analysis.

la valeur de leurs actifs risqués internationaux chute d'autant plus que le dollar tend alors à s'apprécier.

Pour un pays, disposer d'une monnaie de réserve internationale offre en effet un énorme avantage, car cela permet que la dette extérieure soit libellée dans sa propre monnaie. En cas de recul de la croissance, la politique monétaire expansionniste, d'une part, fait baisser le coût de la dette extérieure, ce qui soutient le revenu du pays et la demande ; et, d'autre part, elle ne mène pas à une hausse de la valeur en monnaie nationale de la dette extérieure si elle conduit à une dépréciation du taux de change.

Quand la Fed baisse son taux d'intérêt, les États-Unis réduisent le coût de leur dette extérieure (voir graphique ci-dessus). Et si la baisse des taux d'intérêt entraîne une dépréciation du dollar, celle-ci n'accroît pas la dette extérieure des États-Unis en monnaie nationale, à la différence de ce qu'il se passe pour les pays émergents.

Le financement externe aisé et le différentiel positif de rendements contribuent à relâcher la contrainte budgétaire externe des États-Unis, un phénomène parfois qualifié de « privilège exorbitant ». Dans les années 1960, le général

de Gaulle et son ministre des Finances, Valéry Giscard d'Estaing, identifiaient le privilège lié au statut du dollar avec la possibilité de financer à coût nul ou très faible les investissements à l'étranger et leur revers, la prise de contrôle de firmes étrangères.

Il est toutefois important de réaliser que ce « privilège exorbitant » représente essentiellement la contrepartie du « devoir exorbitant » des États-Unis. En effet, l'émetteur de la monnaie de réserve fournit de la liquidité au reste du monde, en particulier en temps de crise, et enregistre alors d'importantes pertes sur ses avoirs et ses engagements extérieurs.

En régime de croissance de l'économie mondiale, les États-Unis fournissent un placement sûr au reste du monde ; ils sont pour cela rémunérés par des gains de valorisation sur leur portefeuille extérieur. Au contraire, lors d'une période de stress global, comme ce fut le cas en 2008, ils deviennent une sorte de compagnie d'assurances à l'égard du reste du monde, qui enregistre des pertes de valorisation sur leurs actifs. Il ne faut pas en conclure pour autant que tout va pour le mieux dans un système monétaire international centré sur le dollar.

Les propositions de réforme du SMI

Sur la base du diagnostic d'un SMI dominé par une puissance hégémonique profitant de privilèges, mais faisant face également à des devoirs exorbitants, plusieurs propositions de réformes ont été émises. L'objectif de ces réformes consiste à renforcer la résilience et à limiter les déséquilibres du SMI. Le dénominateur commun de ces propositions est d'augmenter l'offre de liquidités en cas de stress et de réduire leur demande. Les deux leviers envisagés sont, d'une part, d'encourager la transition vers un SMI davantage multipolaire et, d'autre part, d'améliorer la gestion mondiale de la liquidité.

Fragilités du SMI et nouveau dilemme de Triffin

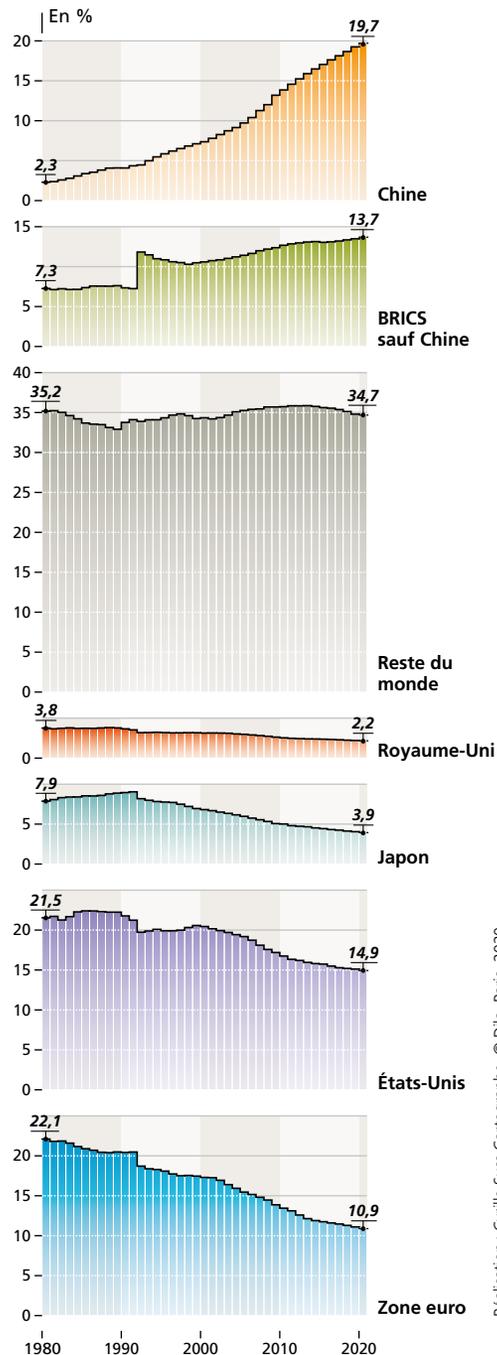
Il y a une demande mondiale croissante et apparemment insatiable d'actifs sûrs, ou quasi sûrs. La pénurie d'actifs sûrs contribue à maintenir à des niveaux historiquement bas les taux d'intérêt sur les placements relativement sans risque. Elle entraîne également des problèmes mondiaux graves et persistants, tant pour la stabilité macroéconomique – en augmentant la probabilité de toucher le niveau plancher des taux d'intérêt à zéro – que pour la stabilité financière – en incitant les investisseurs à s'endetter et à prendre des risques pour améliorer les rendements.

Surtout, la domination du dollar crée les conditions d'un nouveau dilemme dit de Triffin² : à long terme, la seule façon pour les États-Unis de répondre à la croissance de la demande mondiale d'actifs sûrs est d'accroître leurs capacités budgétaires et financières, ce qui risque d'ébranler la confiance des investisseurs dans le dollar et de déclencher des crises autoréalisatrices. Un mécanisme semblable, pressenti par l'économiste belge Robert Triffin³, a défaut dans le passé le régime de Bretton Woods en

² Sur le dilemme ou paradoxe dit de Triffin, voir la contribution de Patrick Allard dans le présent numéro.

³ R. Triffin [1911-1993], *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, Yale University Press, New Haven, 1960.

Le poids du PIB de chaque pays dans le PIB mondial (a) (1980-2020)



(a) En parité de pouvoir d'achat.

Sources : Datastream et FMI (*World Economic Outlook*), données annuelles de 1992 à 2020 (estimations du FMI pour 2018 et 2019).

Réalisation : Cyrille Suss Cartographe. © Dila, Paris, 2020

forçant les États-Unis à abandonner l'étalon-or et à adopter un régime flottant.

L'administration Trump exploite clairement le rôle de monnaie de réserve du dollar : grâce à ce rôle, le déficit budgétaire et le déficit extérieur très importants des États-Unis peuvent être financés à des taux d'intérêt très bas. Ceci permet aux États-Unis de conserver des politiques économiques très expansionnistes qui prolongent la période de croissance, maintenant au voisinage de la croissance potentielle, puisque les États-Unis sont au plein-emploi – avec un taux de chômage de 3,5 % fin 2019.

Le risque est, à long terme, que la surexploitation du rôle de monnaie de réserve internationale du dollar par les États-Unis conduise à une hausse continue et parallèle du taux d'endettement public et de l'endettement extérieur. Cette situation pourrait entraîner à long terme une dégradation de la « qualité » perçue du dollar, et la perte de son rôle de monnaie de réserve internationale.

La transition vers un SMI multipolaire à long terme

Le monde s'oriente déjà vers un ensemble plus diversifié de devises de réserve. Le rôle central du dollar des États-Unis dans le système devrait diminuer, soit progressivement en raison de la poursuite de la baisse de la part de l'économie des États-Unis dans l'économie mondiale (voir graphique p. 95), soit plus dramatiquement en raison d'un choc de confiance plus soudain.

L'émergence inéluctable de nouvelles monnaies rivales sur la scène mondiale des devises, notamment l'euro et le renminbi, pourrait s'avérer une solution à long terme. Et leur concurrence pourrait présenter des avantages en rendant le SMI plus sûr et plus efficient. Cette concurrence résorberait la pénurie d'actifs sûrs, éliminerait le nouveau dilemme de Triffin et soulagerait les États-Unis de leurs obligations et privilèges exorbitants.

Mais un SMI vraiment multipolaire n'est pas pour demain. La zone euro et la Chine prennent parfois des mesures pour renforcer le statut international de leur monnaie, mais la

réputation et la confiance ne se bâtissent pas du jour au lendemain.

La convergence vers un système davantage multipolaire n'est pas non plus sans créer des difficultés. Il est en effet intéressant pour un État que sa monnaie nationale soit utilisée comme monnaie internationale, mais cette situation pose un sérieux problème. Car si cette monnaie est la monnaie de référence, celle avec laquelle on achète des barils de pétrole et l'on s'endette, etc., cela signifie que tous les pays ont besoin de la détenir. Une certaine quantité de la monnaie nationale doit sortir du pays concerné pour alimenter cette demande sous peine de bloquer les échanges internationaux.

Cette sortie de monnaie peut alors prendre plusieurs formes. Aux États-Unis, elle a pris celle d'une balance commerciale très déficitaire. C'est-à-dire que le besoin de dollars dans le monde fait que son taux de change se fixe à un niveau élevé qui pousse les Américains à acheter beaucoup plus de produits à leurs partenaires commerciaux qu'ils ne leur en vendent. Les difficultés de coexistence entre la livre sterling et le dollar dans l'entre-deux-guerres devraient en outre nous rappeler que l'instabilité monétaire pourrait s'aggraver à moyen terme, avec des investisseurs qui rééquilibraient régulièrement leurs portefeuilles entre les devises concurrentes.

Améliorer la gestion globale de la liquidité et étendre le rôle du FMI

À moyen terme, les investisseurs et la communauté internationale devraient se préparer à une transition potentiellement désordonnée vers un SMI multipolaire. La mesure la plus importante et la plus facilement réalisable est de renforcer le dispositif mondial de sécurité financière et les politiques prudentielles, avec le double objectif de rendre le système financier mondial plus résistant et de réduire la pénurie mondiale d'actifs sûrs.

Certaines mesures concrètes visent à préserver la capacité des banques centrales et des États d'intervenir comme prêteurs en dernier ressort dans leur propre pays. D'autres mesures complémentaires encouragent les accords décen-



© Olivier Douliery / AFP

Réunis à Washington le 17 octobre 2019, les ministres des Finances et les banquiers centraux des pays du G7, dont le président de la Fed Jerome Powell (au premier plan), ont appelé à une efficacité accrue et à une réduction du coût des paiements et des services financiers dans le monde.

tralisés entre pays : accords de partage de réserves par lesquels plusieurs pays mettent leurs réserves en commun afin de réaliser des économies, et accords bilatéraux de lignes de crédit entre banques centrales qui permettent à une banque d'emprunter les devises d'une autre banque.

Le FMI pourrait centraliser les accords de partage des réserves en créant une facilité de dépôt mondiale fondée sur le droit de tirage spécial existant. Il pourrait également faire du réseau décentralisé, dispersé et discrétionnaire de lignes bilatérales de crédit réciproque entre les banques centrales, un réseau multilatéral.

La mise en commun des ressources au FMI, et ainsi la mutualisation des coûts entre les 189 pays membres, est plus efficace qu'un système dans lequel les pays s'assurent individuellement eux-mêmes. Les pays émergents devraient doubler leur niveau actuel de réserves au cours des dix prochaines années, soit une augmentation d'environ 9 000 milliards de dollars. Une alternative serait de codétenir un tiers de cette somme sous forme de ressources communes *via* le FMI. ■