

Comment réformer le système monétaire international

Les Echos n° 20881 du 02 Mars 2011 • page 15

La réforme du système monétaire international a été remise au goût du jour par la présidence française du G20. Les positions antérieures de la France vis-à-vis de la domination du dollar comme monnaie internationale sont bien connues. La fameuse remarque de Charles de Gaulle, sur le « *privilège exorbitant* » du dollar, permettant aux Etats-Unis d'emprunter quasiment sans limite sur les marchés internationaux, est rentrée dans les annales de l'histoire économique. Le dollar a d'ailleurs conservé jusqu'à nos jours une grande partie de ses attributs de monnaie dominante. A lui seul, il représente encore environ 60 % du montant des réserves mondiales. Les deux tiers des immenses réserves de la banque centrale chinoise (2.800 milliards de dollars !) seraient en dollars contre 26 % en euros, 5 % en livres sterling et 3 % en yens. En outre, un grand nombre de pays maintiennent toujours un taux de change fixe par rapport au billet vert.

Tout se passe comme si le reste du monde accumulait des actifs américains à court terme, des bons du Trésor en particulier, pour se protéger. En période de crise, ces actifs restent liquides et leur valeur est moins risquée que la moyenne. Le reste du monde est donc prêt à en détenir de grandes quantités sans réclamer un taux d'intérêt élevé aux Etats-Unis. Les actifs à court terme émis par le Trésor américain constituent ainsi un bon investissement pour s'assurer contre les chocs de l'économie mondiale.

Pourtant, il semble difficile de contester que le système monétaire international évolue peu à peu vers un système plus multipolaire. La taille relative des Etats-Unis s'amenuise dans l'économie mondiale en raison de la forte croissance des pays émergents. Les difficultés budgétaires de long terme du pays introduisent peu à peu des doutes sur la valeur du dollar. Les banques centrales diversifient donc la composition en devises de leurs réserves. Cette transition vers un système où plusieurs monnaies dominantes se côtoieront pourrait s'accompagner d'une instabilité accrue des monnaies et du système financier. En effet, plus les devises internationales telles que l'euro, le dollar et le yuan seront substituables l'une à l'autre, plus les mouvements de portefeuille entre monnaies risquent d'être importants et volatils.

Une réforme du système monétaire est-elle nécessaire pour limiter ces risques d'instabilité ? Dans une étude récente (1), nous proposons de favoriser le développement d'alternatives aux bons du Trésor américain comme actif privilégié de réserve, afin d'accélérer la transition inéluctable vers un système multipolaire. Dans cette optique, l'émission d'obligations européennes cogaranties par certains Etats membres de la zone euro semble souhaitable. A un horizon sans doute plus lointain, l'ouverture de la Chine aux mouvements de capitaux, la convertibilité du yuan et le développement d'un marché obligataire en yuans seront aussi nécessaires.

Pour limiter la probabilité de crises financières, il convient d'assurer la disponibilité de liquidités internationales en quantité suffisante. Nous proposons de pérenniser les accords bilatéraux de fourniture temporaire de liquidités entre banques centrales (accords de « swap ») qui furent activés avec succès pendant la crise. Nous préconisons aussi de renforcer et d'élargir les facilités de crédit du FMI et de permettre à celui-ci d'emprunter directement sur les marchés.

Une réforme encore plus ambitieuse consisterait à mettre en place des facilités de mise en commun des réserves en devises auprès du FMI, permettant de fournir une liquidité supérieure aux pays. Ces réformes ont pour but de centraliser la provision de liquidité internationale au niveau du FMI et, en fournissant un mécanisme d'assurance crédible au niveau international, de limiter l'accumulation de réserves dans les pays émergents. Ceux-ci n'auraient plus aucune raison d'accumuler des actifs liquides à faible rendement en proportions faramineuses pour s'assurer contre les crises. L'efficacité de l'investissement s'en trouverait améliorée et les déséquilibres financiers mondiaux réduits.

(1) « Quelles réformes pour le système monétaire international ? », Emmanuel Farhi, Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey, janvier 2011 (http://faculty.london.edu/hrey/SMI_29_01_2011.pdf)
Hélène Rey est professeur d'économie à la London Business School.