



VERS UNE NOUVELLE GOUVERNANCE MONÉTAIRE INTERNATIONALE

MICHEL AGLIETTA*

LA RÉFÉRENCE À *BRETTON WOODS* EST UNE ABERRATION

Depuis quelques années, il est de bon ton de prétendre que l'accumulation de déséquilibres financiers internationaux, polarisés sur une dette extérieure américaine qui n'en finit pas de croître, est un *remake* du système de *Bretton Woods*. Ergo, puisque le système de *Bretton Woods* a duré un quart de siècle, il n'y a pas de soucis à se faire. La dérive de la dette américaine est donc stable, sinon indéfiniment, du moins pour longtemps.

Tel était le raisonnement à la mode aux États-Unis dès 2003¹. Puis est venu le point de vue selon lequel ce qui se passait était la faute de la Chine². Enfin, pour justifier que le déficit courant n'était pas un bon indicateur de l'augmentation de l'endettement des

États-Unis, un des arguments avancés était que les États-Unis bénéficiaient d'effets de valorisation qui compensaient largement leur déficit courant, parce que le rendement de leurs avoirs à l'étranger était plus élevé que le coût de leur dette³. Cette configuration favorable fut observée de 2002 à 2007 sur les marchés d'actions. Un dollar d'actions investi fin 2002 sur les marchés boursiers étrangers avait rapporté 2,9 dollars à la fin de 2007. En revanche, un dollar investi sur les marchés américains n'avait rapporté que 1,8 dollars. Il en résultait que la dette nette des États-Unis de 5,5 trillions de dollars (40 % du PIB) fin 2007 était partiellement compensée par un avoir net de 3 trillions de dollars sur la position extérieure nette en actions. Il s'en est ensuivi que la position extérieure nette des États-Unis (*net international investment position*), qui était négative de 2 trillions de dollars fin 2002, ne s'est détériorée

* Professeur, Université de Paris Ouest (EconomiX) ; Conseiller scientifique, Cepii.

que de 500 milliards de dollars en cinq ans. En proportion du PIB, elle avait même baissé de 20 à 18 %.

Cet argument n'avait de sens que si cette structure de rendement était indépendante de la situation de l'économie mondiale. La crise financière venue des États-Unis, qui balaie la planète, a fait justice de cette assertion qui n'avait aucun fondement économique. Au cours de l'année 2008, la position extérieure nette des États-Unis s'est détériorée de manière fulgurante, soit de 2 trillions de dollars, c'est-à-dire 15 % du PIB, de sorte que fin 2008 elle est négative de 33 % du PIB⁴. Le plongeon des Bourses mondiales, plus accusé que celui de la Bourse américaine et aggravé par l'appréciation du dollar, a provoqué une perte de 1,3 trillions de dollars. Le reste est venu des pertes sur la valeur en dollar de la position nette en investissement direct et sur la valeur de la position nette en obligations.

La morale de l'histoire est la légèreté des économistes qui arguaient de la solidité de la situation financière des États-Unis pour justifier qu'il n'y avait pas péril en la demeure. Opposer des variations aussi versatiles que des effets de valorisation à des forces aussi lourdes que des déficits courants chroniques pour prétendre que les uns compensent les autres n'est pas un point de vue très sérieux. Il faut donc en revenir aux équilibres épargne-investissement dans l'économie mondiale pour juger de la validité de l'argument selon lequel les déséquilibres globaux sont régulés par un *Bretton Woods II*.

À cet égard, on est confondu par l'erreur historique. Rappelons que le système de *Bretton Woods* a été conçu

dans le cadre du contrôle des mouvements internationaux de capitaux et qu'il était essentiellement un dispositif pour empêcher que les déséquilibres de balances de paiements ne deviennent structurels. C'est exactement l'opposé de ce qui se passe depuis le début des années 2000 : généralisation de la liberté des mouvements de capitaux et cumul des déséquilibres dans le même sens, sans que ni les marchés, ni les politiques économiques n'exercent de force de rappel. Rappelons à ceux qui font de l'utilisation de l'histoire un simple prétexte, que la balance courante des États-Unis a toujours été excédentaire pendant la totalité de l'existence du système de *Bretton Woods*. Le problème qui a détruit le système de *Bretton Woods* n'avait donc rien à voir avec un cumul de déséquilibres financiers. Il était strictement monétaire.

Puisque, à l'époque, le dollar était la seule monnaie internationale et les marchés financiers américains les seuls marchés liquides et ouverts, l'accès des autres pays aux moyens de paiements internationaux passait nécessairement par l'endettement du système financier américain vis-à-vis du reste du monde. Comme l'avait bien vu à l'époque le grand historien Charles Kindleberger, l'économie américaine dans son ensemble faisait de l'intermédiation financière internationale⁵. Elle achetait des actifs à long terme à l'étranger et s'endettait à court terme. Mais la balance des paiements courants des États-Unis était constamment excédentaire. Les États-Unis ne cessaient pas d'accumuler des actifs nets sur l'étranger, alors qu'ils ne cessent de creuser un endettement net dans les années 2000, aux effets temporaires de valori-

sation près. Le problème était donc exclusivement monétaire, pas financier. Il venait du refus des États-Unis de partager la responsabilité collective. C'est pourquoi l'alimentation en liquidités internationales n'était pas régulée par la demande de liquidités du reste du monde, mais par les seuls besoins de l'économie américaine⁶. Lorsque, dans la seconde moitié des années 1960, les États-Unis ont voulu financer à la fois la guerre du Viêt Nam et la Grande Société, la création monétaire inflationniste s'est répandue sur le monde entier à cause des règles du système monétaire international, obligeant les autres pays à absorber les dollars en excès dans leurs réserves de change. C'était particulièrement le cas de l'Allemagne qui ne pouvait pas lutter contre l'inflation sans dénoncer

les règles constitutives de *Bretton Woods*.

Au contraire, la situation qui a prévalu dans les années 2000 est venue de la crise asiatique qui a transformé le régime de croissance des pays asiatiques, les transformant d'importateurs nets en exportateurs nets, de débiteurs en créanciers. La polarisation des déséquilibres financiers a ensuite été aggravée par la hausse des prix des produits pétroliers et gaziers. Mais les marchés obligataires de l'euro sont aussi profonds et liquides que les marchés du dollar. La polarisation de l'excès d'épargne asiatique sur les États-Unis n'a donc rien à voir avec la situation des années 1960. Elle résulte essentiellement de la surconsommation américaine, très au-dessus des capacités du système financier des États-Unis (cf. tableau 1).

Tableau 1
Sources et usages de l'épargne mondiale
(en % du PIB des pays et groupes de pays concernés)

Pays ou régions	Moyenne 1993-2000	Moyenne 2001-2004	2005	2006	2008
Économies avancées	-0.2	-0.6	-1.2	-1.3	-1.1
États-Unis	-2.7	-4.4	-6.0	-5.9	-4.9
Zone Euro	+0.4	+0.7	+0.4	+0.1	-0.4
Japon	+2.5	+3.0	+3.6	+3.1	+4.0
Pays industrialisés d'Asie	+2.9	+5.8	+5.8	+5.7	+4.7
Éco. émergentes et en dév.	-1.2	+1.6	+4.2	+4.8	+4.1
Afrique	-2.0	-0.2	+2.0	+3.1	+3.1
Asie émergente (y.c. Chine)	-0.1	+2.1	+4.1	+5.9	+5.4
Amérique Latine	-3.0	-0.6	+1.4	+1.6	-1.1
PECO	-3.0	-4.1	-5.1	-6.4	-6.7
Moyen Orient	+1.6	+7.7	+19.3	+19.6	+22.8
Russie et CEI	+2.5	+7.2	+11.0	+8.5	+5.4

Source : FMI, World Economic Outlook, octobre 2008, *statistical appendix, sources and uses of funds*.

Le tableau 1 montre que seuls les États-Unis et les PECO ont accumulé d'énormes déficits année après année et que toutes les autres zones du monde ont accumulé des excédents. Hormis le retour des déficits en Amérique latine, la crise financière n'a pratiquement rien changé aux facteurs fondamentaux qui déterminent les déséquilibres globaux, contrairement aux effets de valorisation comme on l'a montré plus haut. Il est donc urgent de se reposer la question de la fragilité du dollar.

DÉSÉQUILIBRES GLOBAUX, CRISE FINANCIÈRE ET FRAGILITÉ DU DOLLAR

Fragilité du dollar ne veut pas dire certitude d'un effondrement du dollar, mais incertitude sur l'avenir du système financier américain, provoquant une montée de l'aversion pour le risque des investisseurs non-résidents. Plongés dans le doute sur les alternatives aux placements en dollars, ceux-ci hésitent dans le choix de structure de leurs portefeuilles ; ce qui peut entraîner de violentes poussées de volatilité du dollar sans tendance bien définie dans l'évolution du taux de change du dollar contre les autres grandes devises.

Un épisode de l'été 2008 reflète bien la vulnérabilité du dollar. Au début juillet 2008, les deux agences régulatrices du marché hypothécaire américain, Fannie Mae et Freddie Mac, ont subi une violente attaque en Bourse par crainte que leurs fonds propres, très faibles, soient anéantis par la montée des pertes sur leurs actifs. Or, les dettes

de ces deux agences sont largement détenues par des créanciers asiatiques. Les garanties données par le Trésor américain à la fin juillet ne les ont pas convaincus. Ils ont massivement vendu les dettes des deux agences. De 35 % du montant des dettes des agences en mai, ils n'en détenaient plus que 22 % fin août. La forte baisse subséquente du dollar menaçait la totalité de la dette américaine. Le péril d'une crise du dollar greffée sur la crise financière fut une raison décisive dans la décision de Hank Paulson de nationaliser les deux agences le 7 septembre 2008. L'étouffement de cette source particulière de risque systémique rétablit le dollar, tout en illustrant sa fragilité.

Car l'approfondissement de la crise a étendu l'incertitude à la totalité de la dette privée. Une estimation récente de Goldman Sachs révèle que les banques américaines détiennent 5,7 trillions de dollars de prêts dans la catégorie des créances douteuses, soit 40 % du PIB des États-Unis. De son côté, le FMI a élevé le montant des pertes probables à 2 trillions de dollars. C'est que la dette privée américaine est montée à des niveaux qui auraient été jugés inconcevables même au début des années 2000 (cf. tableau 2). Le total de la dette privée atteint 294 % du PIB, ce qui porte la dette brute nationale à 358 %.

Si la dérive de la dette privée a été générale, c'est la dette du secteur financier qui a véritablement explosé avec l'essor du système bancaire parallèle (*shadow banking system*). C'est, bien sûr, le changement de nature du crédit avec la généralisation des procédés de transfert de risques qui en est la raison.

Tableau 2
Dettes privées US (en % du PIB)

Catégories de dettes	1980	1990	2000	2008
Ménages	50	65	72	100
Entreprises non financières	50	58	63	75
Entreprises financières	18	44	87	119
Total	118	167	222	294

Source : Federal Reserve, *Flows of Funds*.

C'est aussi cette nouvelle logique du crédit qui subit la crise de plein fouet, mettant le système financier en péril. La plus grande part du désendettement, qui donne toute sa force dépressive à la crise, est venue de la titrisation. C'est ainsi que 40 milliards de dollars de crédits hypothécaires dits non conformes (toutes les catégories autres que les *prime mortgages*) ont été titrisés en 2008 contre 668 milliards de dollars en 2007.

Parce que la course à l'endettement a été généralisée, le désendettement l'est aussi, nourrissant une récession qui aggrave les montants de dettes insolubles. La remontée rapide du taux d'épargne des ménages précipite la hausse du chômage et les faillites des entreprises. Elle a conduit l'État fédéral à obtenir péniblement du Congrès un compromis boiteux de 789,5 milliards de dollars en février 2009. En même temps, les autorités doivent endiguer la crise bancaire qui ne fait que s'aggraver, comme l'ont montré les sauvetages désespérés de Citigroup et Bank of America en novembre et décembre 2008, malgré les mesures spectaculaires, mais au coup par coup et seulement réactives, de septembre octobre. Le nouveau plan

annoncé par Tim Geithner accroît les montants mais demeure dans la même philosophie. Il refuse toujours d'admettre que le système bancaire américain se trouve dans une crise générale d'insolvabilité, ce qui le conduit aux demi-mesures selon les mêmes errements que les autorités japonaises. Les mesures décisives sont encore repoussées : nationalisation des banques, fermeture des banques insolubles et restructuration des autres, *swaps* dettes actions, sortie obligatoire des actifs toxiques et constitution d'une holding publique de défaillance, pouvoirs donnés aux juges de faillite de diminuer la dette des ménages sans saisies. Il s'ensuit que la dette publique va grossir démesurément par un déficit entre 8 et 10 % du PIB pendant un nombre indéfini d'années sans garantie d'assainissement du système financier.

C'est dans cette situation qu'il faut analyser ce qui peut se passer pour le dollar. Le régime de change qui a prévalu depuis le début des années 2000 n'est pas du tout le système de *Bretton Woods* ressuscité, comme on l'a montré plus haut. Mais c'est un régime de « semi-étalon dollar », en ce sens que de nombreux pays ancrent

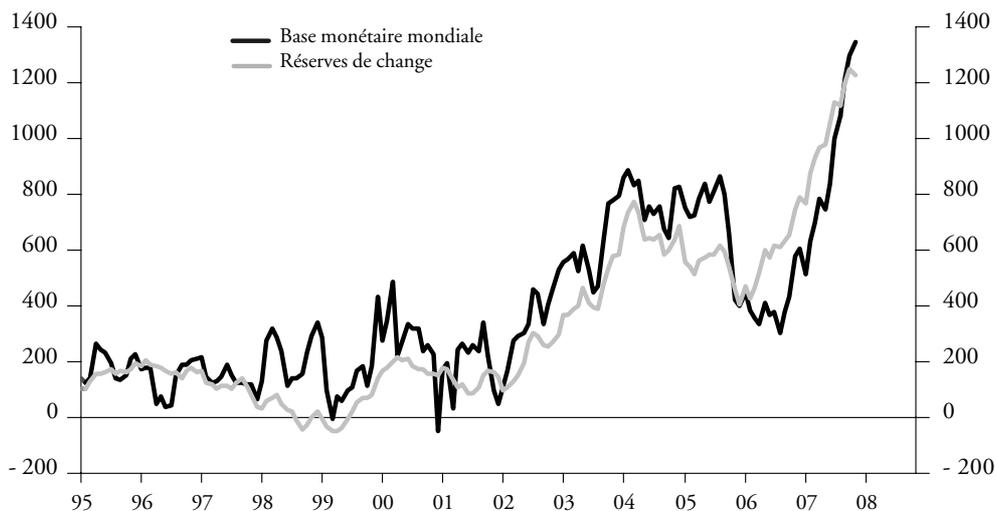
plus ou moins souplement, mais toujours unilatéralement, leurs monnaies sur le dollar. Dans un tel régime, le marché international de l'offre et de la demande de dollars n'est pas équilibré par le taux de change. La variation des réserves de change des banques centrales absorbe une partie de l'offre ou de la demande excédentaire de dollars aux taux de change que les gouvernements des pays veulent préserver. C'est pourquoi la Réserve fédérale ne contrôle plus la liquidité mondiale (cf. figure 1), pas plus qu'elle ne contrôle le niveau de ses taux longs (*conundrum de Greenspan*)⁷. Ces variables cruciales pour l'équilibre macroéconomique sont sous l'empire du degré d'appétence des non-résidents pour le dollar.

Le degré de cette appétence, qu'elle provienne des acteurs privés ou des banques centrales étrangères, s'exprime par une prime de risque sur le dollar.

Il s'ensuit que les taux longs américains peuvent varier par rapport à ceux du reste du monde (RDM) en fonction des variations de cette appétence, même si l'anticipation de la tendance d'évolution du dollar contre les autres monnaies est nulle. Le danger est donc qu'une augmentation de l'aversion sur le risque pour la détention des actifs américains s'élève avec la crise de solvabilité du système bancaire des États-Unis et provoque une hausse des taux d'intérêt qui aggrave cette crise. Il y a une course-poursuite entre la *Fed* qui essaie de faire baisser toute la structure par terme des taux d'intérêt publics et les *spreads* de crédit sur les dettes privées et la récession qui, si elle se prolonge, va affaiblir la croissance potentielle.

Une forte réévaluation de la prime de risque provoquerait une vive hausse du taux long américain avec des effets dévastateurs sur l'économie mondiale,

Figure 1
Base monétaire mondiale et réserves de change



Source : Datastream.

si celle-ci dépend étroitement de la demande américaine. Or, on a vu plus haut que les effets de valorisation se sont retournés en défaveur des États-Unis en même temps que le déficit courant continue à galoper. La situation peut s'aggraver rapidement, si les États-Unis doivent engager d'énormes fonds publics, alors que les autres pays n'ont que des plans de relance très modestes, comptant sur les États-Unis pour les tirer d'affaire. La question ouverte est le niveau de dette extérieure américaine à partir de laquelle la prime de risque va devenir une fonction croissante de l'endettement. Si, par exemple, le ratio de la dette externe au PIB, perçue comme limite pour éviter une augmentation divergente de la dette, est de 50 % et que la croissance potentielle nominale est de 6 %, le ratio seuil du déficit courant au PIB est de 3 %. Si le seuil limite de la dette est de 100 %, celui du déficit courant est de 6 %.

Il est donc possible qu'il y ait un changement de régime dans les rapports entre le dollar et les monnaies des pays qui continuent à accumuler des actifs sur les États-Unis, mais qui peuvent s'inquiéter de la valeur future de ces avoirs. Dans ce cas, la hausse de la prime de risque exigée par les créanciers non-résidents pourrait être brutale et entraîner la dépréciation du dollar. Le régime du « semi-étalon dollar » évoluerait rapidement vers un régime de change flexible. L'incertitude sur le niveau du taux de change est grande dans un changement de régime. Il y aurait à la fois un saut du taux de change, en l'espèce une brutale dépréciation initiale du dollar et une augmentation discrète de la prime de risque puisque la volatilité du taux de change va augmenter fortement. L'encadré 1 formalise la relation entre le seuil de la dette américaine pour lequel le risque est réévalué et la prime de risque sur le dollar.

Encadré 1

La relation entre les taux d'intérêt long s'écrit :

$$I^{US} - I^{RDM} = \hat{e}^a + \rho$$

Où I^{US} est le taux long nominal aux États-Unis, I^{RDM} le taux long nominal dans le reste du monde (moyenne pondérée des taux nationaux par les parts des pays dans le PIB mondial en PPA), e le taux de change nominal effectif du dollar, \hat{e}^a est la variation du taux de change anticipé du dollar sur un an et ρ la prime de risque sur le dollar.

Soit B_t le déficit courant et D_t la dette en début de période t . Le déficit est l'accroissement de la dette extérieure nette annuelle : $B_t = D_{t+1} - D_t$. Pour que la dette se stabilise en % du PIB (Y), elle doit progresser au taux de croissance nominal de l'économie ($g + \pi$). Sous cette condition :

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{D_{t+1} - D_t}{Y_t} = (g + \pi) \frac{D_t}{Y_t}$$

Le déficit courant soutenable dépend donc de la croissance potentielle nominale et du niveau maximum que les créanciers considèrent tolérable, compte tenu de leurs préférences de portefeuille. Si donc il existe un niveau que $\bar{d} = \frac{\bar{D}}{\bar{Y}}$ les créanciers étrangers considèrent être le niveau maximal d'endettement américain compatible avec la diversification optimale de leurs risques, il lui correspond un déficit courant en % du PIB au-delà duquel la confiance dans la stabilité du dollar est remise en cause.

$$\text{Soit : } \bar{b} = \left(\frac{\bar{B}}{\bar{Y}}\right) = (g + \pi) \bar{d}$$

Il en résulte une asymétrie dans la perception du risque et donc dans la prime de risque sur les taux d'intérêt américains :

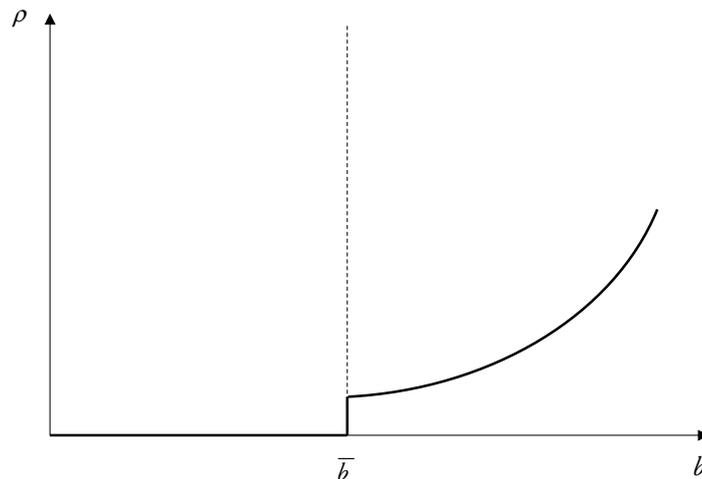
Tant que le déficit courant est $b_t < \bar{b}$, la prime de risque est nulle : $\rho = 0$

Lorsque le déficit courant atteint puis dépasse le seuil, c'est-à-dire que $b_t \geq \bar{b}$, la prime de risque devient une fonction croissante et convexe du déficit : $\rho = (b - \bar{b})^\alpha$, où α est l'inverse de l'aversion pour le risque (l'appétence au risque) des investisseurs.

Cette prime de risque peut avoir une discontinuité au seuil si $\rho(0)$ est >0 (cf. figure 2).

$$\text{La fonction est alors : } \rho = \rho_0 + (b - \bar{b})^\alpha$$

Figure 2
Prime de risque sur le dollar en fonction du déficit courant américain



La discontinuité est possible parce que la perception du franchissement du seuil de solvabilité entraîne la transformation du régime de « semi-étalon dollar » vers un régime de changes flexibles.

DU SEMI-ÉTALON DOLLAR À UN POLYCENTRISME MONÉTAIRE SOUS PRÉPONDÉRANCE DU DOLLAR

L'organisation du système monétaire international est régie par le théorème de Mundell⁸. Elle combine trois critères : la règle de change, le degré de la mobilité des capitaux, l'autonomie de la politique monétaire par rapport au change. Cette combinaison découle du théorème d'impossibilité. Il est impossible de bénéficier à la fois des avantages de la convertibilité parfaite (changes fixes), de la parfaite liberté des mouvements de capitaux et de la totale liberté de poursuivre des objectifs purement internes. Cette impossibilité découle, bien sûr, des interdépendances entre les pays. Il y a « n-1 » taux de change indépendants au plus parmi « n » monnaies. La somme des balances courantes du monde est nécessairement nulle. Mais le triangle de Mundell dit qu'il y a un grand nombre de systèmes monétaires possibles (cf. figure 3).

Un pays peut en principe choisir une position quelconque dans le triangle, c'est-à-dire une combinaison du régime de change, du degré de contrôle des capitaux et des objectifs de politique monétaire qui lui conviennent le mieux. Cependant, la globalisation financière pousse dans le sens d'une plus grande liberté des mouvements de capitaux. Ils évoluent donc en direction du côté « BC ». Les principales économies du monde tendent à s'établir dans le losange « CaOb » depuis la décision chinoise

d'abandonner l'ancrage strict sur le dollar en juillet 2005 (pays à changes flexibles plus ou moins purs et dont les objectifs monétaires sont principalement internes). Les relations entre les quatre grandes monnaies du monde (dollar, euro, yen, yuan) vont de plus en plus être celles des changes flottants, même si temporairement le gouvernement chinois a été contraint par la virulence de la crise à rétablir un lien étroit avec le dollar.

Toutefois, les changes flexibles n'éliminent pas l'instabilité financière. Ils changent l'expression des déséquilibres. Ceux-ci se manifestent moins dans l'accroissement excessif des liquidités et plus dans les crises de change. Avec une grande mobilité des capitaux et des changes flottants, des politiques nationales discordantes provoquent des réaménagements de portefeuille très rapides, donc de grandes fluctuations des taux de change lorsque les investisseurs perçoivent les arbitrages spéculatifs qui peuvent en résulter. Lorsque des pays sont intégrés économiquement dans une région, les grandes variations de change avec une grande monnaie extérieure à la région disloquent les prix relatifs des échanges à l'intérieur de la région. C'est ce qui s'est passé en Europe dans les années 1970 et qui a conduit d'abord au SME, puis à la zone euro. Le même processus se produit aujourd'hui en Asie de l'Est. Le même phénomène destructeur se produit en Asie actuellement (cf. tableau 3).

C'est pourquoi l'évolution du système des changes vers le flottement, seul capable de préserver la globalisation avec la montée en puissance des nations continentales émergentes,

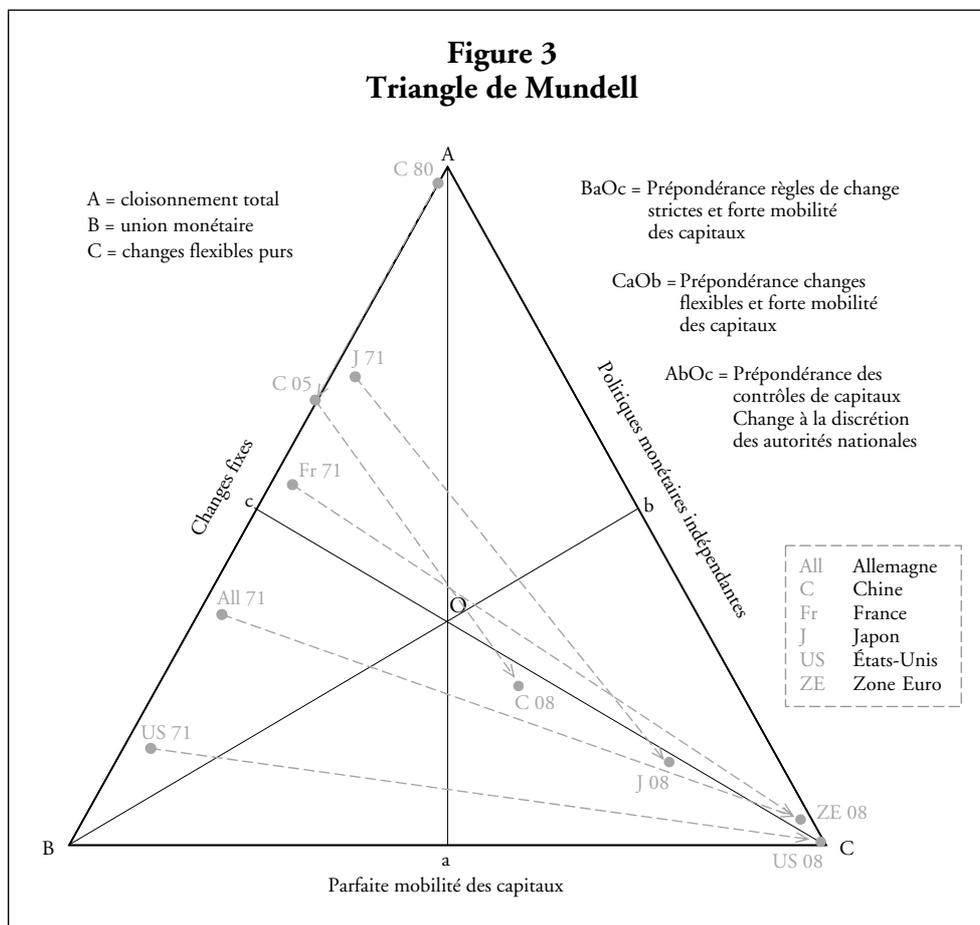


Tableau 3
Variations extrêmes des taux de change réels effectifs en 2008
(% annuel)

Japon	+ 30,1	Malaisie	- 3,3
Chine	+ 15,1	Thaïlande	- 11,2
Hong Kong	+ 1,4	Inde	- 13,1
Taïwan	+ 0,5	Indonésie	- 18,1
Singapour	- 0,4	Corée	- 34,3

Source : BBVA, Economic Research Department, *China Watch*, Janvier 2009.

implique corrélativement un mouvement vers la régionalisation. Il n'est pas nécessaire qu'il soit aussi institutionnalisé qu'en Europe. Mais une coopération souple entre les pays d'une région fortement intégrée par le commerce est indispensable pour supporter les chocs financiers internationaux. Ces organisations régionales doivent permettre aux pays en croissance rapide de s'endetter dans leur propre monnaie ou dans une devise internationale de la zone, tout en étant protégés des changements intempestifs d'humeur des marchés par des arrangements monétaires régionaux (*swaps* réciproques ou mise en commun de devises dans un fonds régional de stabilisation des changes). Cette capacité d'endettement résultera du développement des marchés financiers nationaux, au premier chef en Asie.

Toutefois, cela ne suffit pas à rendre viable le système monétaire interna-

tional. Il faudra bien garantir les fonctions collectives de la monnaie internationale pour conserver une économie mondiale ouverte et donc éviter la confrontation de blocs monétaires. Selon Ronald Mac Kinnon, la position du dollar comme devise clé ne sera pas contestée avant plusieurs décennies⁹. En effet, les multiples crises du dollar, pas plus que sa dépréciation tendancielle depuis la fin du système de *Bretton Woods* n'ont entamé son rôle de support de la liquidité ultime (cf. tableau 4). Toutefois dans un monde polycentrique, ce rôle ne peut plus être assumé dans une position hégémonique, en conduisant une politique économique qui exploite l'épargne du reste du monde pour la surconsommation interne. Une gouvernance monétaire internationale est indispensable sous la prépondérance, mais pas l'hégémonie du dollar.

Tableau 4
Part des devises dans les réserves de change en fin d'année

Devises	1973	1995	1997	2000	2003	2005	2006
Dollar EU	64,5	59,0	65,2	66,6	65,9	66,5	65,3
Yen	0	6,8	5,8	6,2	3,9	3,6	3,1
Livre sterling	4,2	2,1	2,6	2,9	2,8	3,7	4,4
Franc suisse	1,1	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	0,2
Euro (DM)	5,5	16,0	14,5	18,8	25,3	24,4	25,2
Autres	24,7	15,8	11,6	5,2	1,9	1,7	1,8

Source : FMI, rapports annuels.

LA GOUVERNANCE MONÉTAIRE D'UN MONDE POLYCENTRIQUE

La crise financière elle-même devrait inciter à une avancée ambitieuse de la gouvernance internationale. En effet, deux pièges pourraient se refermer si les dépenses budgétaires ne sont pas assez massives et si la coopération internationale n'est pas au rendez-vous. D'une part, le désendettement du secteur privé ne sera pas compensé et la récession se prolongera, surtout dans les pays émergents endettés. D'autre part, si l'Allemagne et le Japon comptent sur les États-Unis pour les tirer d'affaire, la polarisation de l'effort budgétaire sur les États-Unis perpétuera leur déficit courant à un niveau élevé, supérieur au maximum soutenable à long terme et sèmera le germe d'une nouvelle plongée des marchés financiers qui les amènera à leur point bas dans le cycle de long terme vers 2011-2013.

Prise en charge de la stabilité financière par les banques centrales

Dans les réponses à la crise, le premier niveau de coopération internationale concerne les banques centrales. Elles ont déjà montré leur capacité à le faire à chaud dans l'endiguement du risque systémique. Les principales banques centrales des pays développés ont su innover pour surmonter la paralysie des banques, incapables de faire fonctionner le marché monétaire

international. De plus, leur réseau de *swaps* a formé *de facto* un prêteur en dernier ressort international. Il reste à englober les banques centrales des principaux pays émergents dans le club de Bâle.

Mais leurs responsabilités doivent s'étendre dans la régulation monétaire d'après-crise selon des principes communs. La crise a mis en pleine lumière le caractère erroné de l'exclusivité du ciblage de l'inflation. La stabilité des prix n'est en aucun cas une condition nécessaire de la stabilité financière. Cette dernière doit être poursuivie comme un objectif à part entière. Ce doit être une préoccupation permanente de toutes les banques centrales. Une nouvelle doctrine monétaire incorporant stabilité financière et stabilité des prix doit remplacer l'obsession exclusive pour le ciblage de l'inflation. Le risque systémique doit être surveillé et géré par une régulation contra-cyclique¹⁰. Il en découle pour les banques centrales des prérogatives accrues et le besoin de forger de nouveaux instruments.

Du point de vue des prérogatives, les banques centrales doivent étendre leur supervision à toute entité financière qui est source du risque systémique ou qui le propage par ses connexions avec les banques. C'est ainsi que le prétexte d'une régulation indirecte des *hedge funds* et autres structures hors bilan des banques pour ne pas imposer la moindre contrainte de transparence à ces entités s'est avérée notoirement insuffisante dans la crise. Cela dit, la régulation financière peut distinguer les préoccupations micro-prudentielles qui sont de la responsabilité de régulateurs spécifiques, types FSA ou

Bofin, et la nouvelle préoccupation macro prudentielle qui est de la responsabilité des banques centrales. Mais la coopération entre les deux catégories de régulateurs doit être institutionnalisée, permanente et hiérarchisée. Car le souci de la stabilité financière globale doit toujours être prépondérant.

L'objectif de la régulation macro prudentielle est bien monétaire, même si son instrument peut être une provision en capital pour risque systémique. Il s'agit, en effet, de maîtriser l'expansion du levier de l'ensemble constitué par les banques commerciales et par les banques parallèles au cours du cycle financier. Pour limiter le levier global du système bancaire étendu, la politique macro prudentielle doit être poursuivie dans toutes les places financières importantes de la planète, y compris les places *offshore*. Un accord international est indispensable, comme il l'a été pour instaurer la réglementation Bâle II.

Pour évaluer le passif agrégé du système bancaire élargi, il faut cumuler les engagements des banques commerciales et ceux des courtiers (*brokers*) et arbitragistes (*dealers*) en titres qui sont reportés dans les « *Flow of Funds Accounts* ». Les taux de croissance de ces agrégats constituent la meilleure mesure de la puissance d'expansion du crédit dans le cycle financier¹¹.

L'objectif à atteindre est clair. L'instabilité financière est nourrie par une corrélation positive entre la croissance des actifs agrégés du système bancaire élargi et la croissance du levier, des banques parallèles. Pour éviter une dégradation de la marge de sécurité financière au cours du cycle

financier, il faut que cette corrélation devienne négative. Il faut donc que l'augmentation de la valeur des positions d'actifs entraîne un accroissement du capital en proportion du total des actifs, menant à une diminution du levier au lieu d'une expansion. Symétriquement, la baisse des valeurs d'actifs doit pouvoir être absorbée par une baisse du ratio de capital donc une augmentation apparente du levier. La méthode consiste à déterminer une provision pour risque systémique. C'est pour les banques un équivalent à une assurance obligatoire contre l'éventualité d'une catastrophe qu'elles ne peuvent pas maîtriser individuellement. Comme telle, elle ne doit pas être calculée par elles qui n'ont aucun moyen d'évaluer le risque systémique, mais par les banques centrales. Une formule globale, déterminant le montant agrégé de capital supplémentaire, pourrait être répartie forfaitairement au prorata des actifs détenus par les organismes financiers.

Renforcement du Fonds Monétaire International et modification des pouvoirs relatifs des États

Rappelons que selon ses statuts, le FMI n'est pas une institution supranationale, mais une filiale commune des gouvernements « actionnaires », les droits de vote étant déterminés par les quotas. Sous cette immuabilité de ses statuts, le Fonds a subi plusieurs mutations provoquées par les grandes transformations du système monétaire international depuis la conférence de *Bretton Woods* qui l'a institué¹². Mais

la dernière tentative d'adaptation après la crise asiatique, sous le nom de nouvelle architecture financière internationale, a échoué lamentablement. Dépourvus d'autorité politique, les avertissements du FMI devant la montée des déséquilibres financiers globaux sont restés lettre morte. Une réforme des missions et des pouvoirs est plus que jamais d'actualité pour faire du FMI une pièce majeure dans la régulation d'un monde polycentrique.

Du côté des missions, la crise redonne une actualité au Fonds en tant qu'agence financière d'aide aux pays frappés de plein fouet par la crise financière globale et qui n'ont pas les moyens de mettre en œuvre eux-mêmes des plans de relance macroéconomique et de soutien aux banques. C'est le cas notamment de la plupart des PECO. Il faudrait que les ressources du Fonds passent très vite de 200 milliards de dollars à 1000 milliards de dollars, soit par une forte augmentation des contributions des pays membres, soit par une allocation de DTS. Si cela n'est pas fait, l'impulsion pour soutenir l'activité économique ne sera pas suffisante, parce que les États-Unis ne peuvent plus à eux seuls entraîner l'économie mondiale. De plus, l'effort budgétaire sera déséquilibré ; ce qui exacerbera les déséquilibres globaux au lieu de les réduire. À crise financière globale, il faut appliquer un keynésianisme global dont le FMI est le meilleur agent possible.

La conditionnalité des aides financières ne doit pas suivre les errements de l'époque de l'arrogance du consensus de Washington, où les pays du G7, sûrs de leur supériorité, prétendaient

dicter aux pays bénéficiaires des aides du Fonds une idéologie libérale consistant à dupliquer leurs institutions. La conditionnalité ne peut et ne doit être que strictement macroéconomique. D'ailleurs la crise, mais aussi plus fondamentalement l'affirmation de la puissance économique des grands pays émergents délégitime complètement le G7 dans sa prétention de régenter les affaires économiques du monde. Si un groupe informel de gouvernement est indispensable dans l'état de faiblesse institutionnelle de la gouvernance mondiale, le G20 est sans doute l'instance la plus légitime à l'heure actuelle. Mais dans le domaine monétaire, mieux vaut renforcer l'autorité du FMI.

Hormis l'urgence de la crise, la mission permanente du FMI est de prévenir les déséquilibres macroéconomiques globaux et de surveiller les facteurs d'instabilité financière. Pour ce faire, le Fonds doit associer son expertise macroéconomique et une expertise financière de pointe. La meilleure manière de l'obtenir au moindre coût est d'incorporer le Forum de Stabilité Financière à l'intérieur du Fonds. Armé d'outils puissants d'analyse et de détection, celui-ci devrait publier périodiquement des indicateurs d'alerte joints à ses diagnostics de l'économie mondiale et de la stabilité financière. Il devrait aussi pouvoir coordonner des consultations multilatérales périodiques des gouvernements sur les changes et les éventuelles discordances des politiques économiques.

L'efficacité d'un rôle renforcé du Fonds restera lettre morte si sa gouvernance n'est pas considérablement



modifiée. La persistance de rapports de pouvoir hérités de l'état du monde en 1944 est tout simplement ridicule. Ce ne sont pas les derniers changements homéopathiques qui y ont amélioré quoi que ce soit. Les quotas et les droits de vote doivent être modifiés en relation avec un dépoussiérage de la gouvernance selon les principes suivants. En premier lieu, aucun pays ne doit posséder de minorité de blocage à lui seul. En deuxième lieu, le montant total des quotas des pays européens doit être abaissé pour faire place à un pouvoir significatif des grands pays émergents. En troisième lieu, il faut fusionner les quotas des pays de la zone euro et instituer une représentation politique de la monnaie ; ce qui donnera à l'union monétaire un pouvoir important, au lieu d'enlever un pouvoir illusoire et éparpillé à des gouvernements qui n'ont aucun droit de regard sur la monnaie. C'est une anomalie grotesque, en effet, que siègent des pays qui n'ont pas de monnaie dans une institution monétaire internationale, alors que la seconde

monnaie du monde n'a pas de représentation politique. En quatrième lieu, il faut changer le comité exécutif du FMI¹³. Celui-ci n'a actuellement que des tâches d'intendance, car n'y siègent que des fonctionnaires subalternes. Il faut, au contraire, en faire une instance politique qui devrait se réunir mensuellement et où siègeraient des fonctionnaires d'autorité mandatés par leurs gouvernements. Une telle instance renforcerait sensiblement le pouvoir du Fonds. En cinquième lieu, il faut ouvrir la désignation de son directeur exécutif. Il est totalement anormal que ce poste revienne automatiquement à un Européen, comme il est anormal que la direction de la Banque mondiale revienne automatiquement à un Américain.

Bref, le changement de gouvernance n'est pas une révolution. Mais il suppose que le personnel politique des pays occidentaux, et au premier chef le Congrès des États-Unis, s'éveille enfin à la réalité du XXI^{ème} siècle, celle d'un monde où l'hégémonie de l'Occident est heureusement révolue.

NOTES

1. L'hypothèse du nouveau *Bretton Woods* a été popularisée par Michael. Dooley, David. Folkerts-Landau et Peter. Garber, « *An essay on the revived Bretton Woods System* », NBER Working Paper n 9971, septembre 2003.
2. Ben Bernanke (2005), « *The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit* », Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington DC, 10 March.
3. Pierre-Olivier Gourinchas et Hélène Rey, « *From world banker to world venture capitalist : US external adjustment and the exorbitant privilege* », NBER Conference, Août 2005.
4. Milesi-Ferretti, « *A \$2 trillion question* », VOX Europe, 28 janvier 2009.
5. L'article célèbre de Charles P. Kindleberger a été publié en 1965 sous le titre « *Balance of payments deficits and the international market for liquidity* », Princeton Essays in International Finance, n° 46.

6. Ce dysfonctionnement monétaire est connu sous le nom de dilemme Triffin. La première formulation du dilemme a été explicitée par Robert Triffin en 1960 dans *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press.
7. Le conundrum de Greenspan est la surprise du président de la Fed après mai 2004, lorsque la vigueur de la reprise économique l'a incité à remonter progressivement le taux directeur de la Fed. Au lieu d'entraîner les taux longs, comme cela avait toujours lieu dans cette phase du cycle, les taux longs ont baissé !
8. Le célèbre triangle équilatéral de Mundell énonce les régimes monétaires possibles des pays liés par les échanges internationaux. Mundell R.(1968), *International Economics*, Mac Millan.
9. Ronald Mac Kinnon, « *The world dollar standard and globalization. New rules for the game ?* », Sytanford University, Septembre 2005.
10. Cette proposition est étudiée en détail dans le document collectif de Markus Brunnermeister, Andrew Crockett, Chjarles Goodhart, Avinash persaud et Hyun Shin, « *The fundamental principles of financial regulation* », Geneva Reports on the world economy, n° 11, 2009.
11. La Réserve fédérale de New York a fait une étude détaillée pour mesurer l'ampleur du levier des banques parallèles et montrer son importance pro cyclique dans l'explosion du crédit qui a conduit à la crise. ADRIAN Tobias et SHIN Hyun Song, 2008, « *Financial intermediaries, financial stability and monetary policy* », Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, August 2008.
12. Les grandes étapes de la transformation du FMI sont relatées dans le chapitre 1 du livre de Michel Aglietta et Sandra Moatti, « *Le FMI de l'ordre monétaire aux désordres financiers* », Economica, 2000.
13. Edwin Truman, « *The G20 and international financial institution reform : unfinished IMF Reform* », VOX Europe, 28 janvier 2009.