

LA LONGUE MARCHÉ VERS UN RÉGIME MONÉTAIRE MULTIPOLAIRE*

Après deux décennies d'éclipse, la réforme du système monétaire international figure de nouveau à l'ordre du jour. Une évolution vers un système monétaire multipolaire reposant sur le dollar, le renminbi et l'euro serait cohérente avec la transformation en cours de l'économie mondiale. Elle pourrait gommer certaines imperfections du (non-) système monétaire international actuel, comme la rigidité de certains taux de change clés, l'asymétrie des ajustements de balances de paiements ou ce qu'il reste du dilemme de Triffin. Elle pourrait cependant en exacerber d'autres, telles que la volatilité des taux de change ou le risque de "guerres des monnaies". Enfin, certaines questions, comme la fourniture de liquidité mondiale, resteraient non résolues. Ainsi, un régime multipolaire pourrait-il s'avérer le meilleur comme le pire des systèmes, selon le degré de flexibilité des taux de change et le degré de coordination multilatérale qui l'accompagneraient.

1

■ Le (non-) système actuel

Le système monétaire international (SMI) actuel se caractérise par :

- ♦ Une convertibilité presque universelle du compte courant, une généralisation graduelle de la convertibilité du compte financier et des capitaux très mobiles entre les pays avancés et les pays émergents, à l'exception notable de la Chine.
- ♦ Un flottement presque général des monnaies dans les pays avancés, mais la persistance d'une "peur du flottement¹" dans beaucoup d'économies émergentes ou en développement.
- ♦ Une fourniture de liquidités en cas d'urgence assurée par les différentes facilités du FMI ainsi que par des accords bilatéraux et régionaux, mais qui n'a pas dissuadé les comportements d'auto-assurance par accumulation de réserves de change, particulièrement depuis la crise asiatique de 1997.
- ♦ Une surveillance et une coopération monétaire au niveau régional (Union Européenne) ou multilatéral (FMI, G20), dont l'efficacité est contestable.

Dans ce contexte, le dollar demeure la monnaie clé du système. Son poids dans les réserves officielles et comme monnaie

d'ancrage est particulièrement important. Certes, un groupe de pays avancés et émergents ont, dans les années 2000, rompu avec le dollar et adopté des stratégies de ciblage d'inflation. Cependant, ces mêmes pays se sont montrés dépendants de la Réserve Fédérale pour la fourniture de liquidités au plus fort de la crise : quelque peu délaissé par temps calme, le dollar a retrouvé sa place centrale à la faveur des tensions financières mondiales, prouvant par là qu'il était toujours la clé de voûte du système.

Cette position centrale du dollar s'oppose au caractère de plus en plus "tripolaire" de l'économie mondiale, où l'Amérique du Nord ne pèse pas davantage que l'Europe ou l'Asie (graphique 1). Le maintien de changes fixes et le rôle dominant du dollar sont également incompatibles avec le besoin d'émancipation des émergents vis-à-vis de la politique américaine. Celui-ci est devenu évident lors de la seconde vague d'assouplissement quantitatif engagée aux États-Unis à l'automne 2010.

* Cette Lettre s'appuie sur une recherche menée par Bruegel et le CEPII pour la Commission européenne et sur un rapport pour le Conseil d'Analyse Economique (A. Bénassy-Quéré & J. Pisani-Ferry, "Quel système monétaire international pour une économie mondiale en mutation rapide ?", à paraître). Les opinions exprimées n'engagent que leurs auteurs.

1. G. Calvo & C. Reinhart (2002), "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. CXVII No. 2, mai, 379-408.

Les débats sur les avantages et inconvénients de tel ou tel système monétaire se concentrent aujourd'hui sur cinq questions :

- ♦ *Les désajustements de change.* La recherche sur les effets des fluctuations de change a montré que la volatilité à court terme était finalement moins dommageable que les désajustements marqués et persistants dont sont souvent responsables les changes fixes, car ceux-ci conduisent à des distorsions dans les choix économiques.

- ♦ *L'allocation mondiale de l'épargne.* La libéralisation financière n'a pas entraîné de flux nets de capitaux des pays riches vers les pays pauvres. Pire, l'accumulation par les pays pauvres de réserves faiblement rémunérées et l'orientation de l'épargne du Sud vers le Nord impliquent des coûts économiques considérables, mêmes s'ils sont aussi le reflet d'un développement extraverti.

- ♦ *La volatilité des mouvements de capitaux, les réserves officielles et la fourniture de liquidité internationale.* Loin de jouer un rôle stabilisant, les flux de capitaux se sont avérés très volatils et ont souvent été facteur d'instabilité². L'incertitude sur l'accès, en cas de retraits des capitaux privés, à la liquidité fournie par le FMI ou des pays partenaires, est un facteur important d'accumulation de réserves. Celles-ci servent ainsi d'auto-assurance. Un nombre croissant de pays émergents ont également réintroduit des contrôles aux entrées de capitaux à court terme.

- ♦ *La discipline et la coordination des politiques macroéconomiques.* Le poids de l'ajustement est mal réparti : les pays en excédent n'ont pas vraiment d'incitation à s'ajuster, tandis que le dynamisme de la demande internationale d'actifs en dollars entretient le déficit américain.

- ♦ *L'orientation de la politique monétaire au niveau mondial.* Une tâche essentielle du SMI est d'assurer que la combinaison des politiques monétaires nationales est cohérente avec la stabilité des prix au niveau mondial. Ce rôle est d'autant plus important que l'économie mondiale fait face à des contraintes de ressources.

■ Puissance économique, puissance monétaire

Le graphique 2 fournit une image synthétique de l'évolution de l'économie mondiale et de la répartition du pouvoir économique entre 1870 et 2050³. La zone sterling, composée du Royaume-Uni et de ses principales colonies, a dominé la période de l'étalon-or (1879-1913). Les États-Unis ont incontestablement été en position dominante au cours de la période de Bretton Woods (1945-1973).

Mais à en croire les projections de long terme, le poids de la Chine (en dollars de 2005) pourrait dépasser celui de la zone euro en 2025 et celui des États-Unis en 2035. En parité de pouvoir d'achat, la montée en puissance de la Chine sera encore plus précoce.

Le monde qui se dessine sera donc caractérisé par une répartition du pouvoir économique plus égale dans les prochaines décennies qu'à n'importe quel autre moment de l'histoire récente. Les conséquences de ces changements sur le SMI doivent cependant être appréhendées avec prudence. L'expérience historique suggère que (1) le poids économique n'emporte le pouvoir monétaire qu'avec un certain délai, (2) deux monnaies à dimension internationale peuvent fort bien coexister pendant une période relativement longue⁴ et (3) le statut de monnaie internationale ne découle pas automatiquement d'un effet taille, mais d'autres facteurs s'avèrent déterminants, notamment l'ouverture financière, l'existence d'un marché obligataire profond et liquide, la stabilité des prix, une politique monétaire prévisible et la capacité du pays clé à absorber des chocs macroéconomiques ou financiers. Des facteurs non économiques, tels que la cohésion politique ou la puissance géopolitique et militaire peuvent également jouer. L'exemple du Japon dans les années 1980 et 1990 montre clairement qu'en dépit d'une ascension économique certaine, une monnaie ne peut pas s'internationaliser si ces différentes conditions ne sont pas remplies.

Le tableau 1 résume la situation respective de l'euro et du renminbi par rapport à ces critères. L'euro possède déjà plusieurs caractéristiques d'une monnaie internationale, mais la monnaie européenne est handicapée par une gouvernance incomplète et un manque de cohésion politique. Déjà importants en temps normal, ces facteurs prennent une place considérable en période de crise. S'agissant du renminbi, les handicaps tiennent principalement à l'ouverture et au développement financiers insuffisants. La politique monétaire doit encore faire ses preuves, mais les fondamentaux en matière de gouvernance sont solides. Le renminbi pourrait concurrencer sérieusement le dollar, voire devenir à terme son principal rival, si le pays décidait d'entreprendre des réformes financières.

En tout état de cause, sauf crise du dollar, l'évolution vers un système multipolaire prendra du temps. Elle ne pourra se réaliser que si chacun des pôles autorise sa monnaie à s'internationaliser. Dans le monde actuel, cela signifie autoriser les non résidents à détenir des actifs étrangers et domestiques libellés en monnaie nationale et permettre leur conversion en devises, sans aucune restriction. Cela implique également que les résidents puissent échanger des actifs financiers libellés en monnaie étrangère sans contrainte⁵.

2. Voir A. Kose, E. Prasad, K. Rogoff & S.-J. Wei (2006), "Financial Globalisation: A Reappraisal", *IMF Working Paper* 186/2006, août.

3. Le graphique est construit à partir des statistiques historiques d'Angus Maddison (www.ggdc.net) et des projections de long terme réalisées par le CEPII : J. Fouré, A. Bénassy-Quéré & L. Fontagné (2010), "The World Economy in 2050: a Tentative Picture", *Document de Travail du CEPII* n° 2010-27, décembre.

4. Voir B. Eichengreen & M. Flandreau (2008), "The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency?", *NBER working paper* No. 14154. L'exemple historique de la livre et du dollar suggère toutefois qu'un système multipolaire n'est pas un équilibre stable de long terme.

5. Une ouverture financière dans un seul sens ne permet pas d'internationaliser une monnaie car elle limite les échanges au solde du compte financier (par opposition aux flux bruts). Imaginons par exemple que les non résidents puissent acquérir des actifs en Chine sans que les résidents chinois ne soient autorisés à investir à l'étranger. Sauf à supposer que la banque centrale compense toutes les entrées de capitaux, l'internationalisation du renminbi serait comptablement impossible. À noter que le point essentiel est la liberté des mouvements de capitaux, non le signe du solde courant : la Chine n'a pas besoin d'un déficit courant pour internationaliser sa monnaie.

■ Avantages et inconvénients d'un système multipolaire

Une question essentielle aujourd'hui est de savoir si une évolution vers un régime multipolaire est souhaitable. L'évaluation des différents régimes monétaires est une tâche ardue. Les possibilités de comparaison sont très limitées. En outre, un SMI existe rarement sous une forme "pure" et l'observateur est ainsi confronté au fonctionnement de systèmes hybrides. La comparaison de deux systèmes schématiques peut cependant s'avérer fructueuse, s'il s'agit d'évaluer les avantages et inconvénients d'un déplacement dans d'une ou dans l'autre des directions. Nous nous intéressons ainsi à deux systèmes clairement différenciés. D'une part, un système hégémonique de type "Bretton Woods II"⁶, dans lequel une seule monnaie sert d'ancrage et de réserve de valeur à tous les pays, qui gèrent leur taux de change par rapport à elle. D'autre part, un système organisé autour d'un petit nombre de monnaies clés en flottement les unes par rapport aux autres avec une parfaite mobilité des capitaux et qui peuvent à leur tour servir d'ancrage et de monnaies de réserve au niveau régional, les pays périphériques pouvant éventuellement conserver des restrictions aux mouvements de capitaux pour soutenir leurs régimes de change.

Le régime actuel emprunte à chacun des deux systèmes : il comporte davantage de flottement que le régime 1 (hégémonique) mais est moins symétrique que le régime 2 (multipolaire). Nous comparons ici les deux régimes polaires en supposant que les poids économiques des acteurs clés sont comparables, comme le suggère le graphique 2, et en nous appuyant sur trois critères : efficacité, stabilité, équité.

◆ Concernant *l'efficacité économique*, dans la mesure où la multipolarité serait le reflet de blocs économiquement intégrés dont les monnaies seraient flottantes entre les blocs mais non nécessairement au sein des blocs, les coûts de transaction associés au fait d'avoir plusieurs monnaies internationales, plutôt qu'une seule, devraient être limités. L'allocation du capital serait améliorée grâce notamment à la réduction de l'accumulation de réserves officielles (elles-mêmes mieux diversifiées). Les désajustements de change seraient moins importants et au moins durables.

◆ Concernant *la stabilité économique et financière*, la multipolarité pourrait diluer le dilemme de Triffin⁷ et limiter l'une des causes des déséquilibres mondiaux persistants et de leur résorption brutale par les crises. Les externalités négatives affectant les taux de change bilatéraux seraient aussi réduites. Cependant, la volatilité de court terme pourrait se trouver accrue du fait

des possibilités de substitution entre grandes monnaies dans les portefeuilles internationaux. En outre, la question de la liquidité mondiale ne serait pas résolue : sa gestion concertée demanderait une coopération forte entre les banques centrales des pays clés et le fait de passer à un système multipolaire ne modifierait pas fondamentalement la question de la fourniture de liquidités en temps de crise (dans la mesure où la Réserve Fédérale pourrait ne plus se sentir investie de cette responsabilité, le problème se trouverait même aggravé).

◆ Concernant *l'équité*, un système multipolaire devrait atténuer le caractère asymétrique des ajustements. Le "privilège exorbitant" serait partagé.

Au total, l'évolution vers un système multipolaire apporterait des améliorations au regard des critères d'efficacité et d'équité. Pour ce qui concerne la stabilité, le gain en termes de réduction des déséquilibres l'emporterait sans doute sur la perte en termes de volatilité accrue des taux de change à court terme, compte tenu des possibilités de couverture de cette dernière, mais l'instabilité liée à l'excès ou au manque de liquidité au niveau mondial resterait à traiter.

Les gains issus de la multipolarité seront toutefois conditionnels à un véritable flottement (avec libre circulation des capitaux) entre les monnaies-clés, et à une évolution des politiques de change des pays tiers vers davantage de flexibilité et/ou une régionalisation des politiques d'ancrage. Or, de nombreux pays émergents cherchent à atténuer les fluctuations de leurs taux de change. Dans la mesure où chaque pays surveille sa compétitivité à l'égard de ses concurrents, la volonté d'éviter une appréciation du change en recourant à des contrôles des capitaux peut déboucher sur des phénomènes de "guerres des changes".

En soi, la multipolarisation n'est donc pas une réponse suffisante aux défis monétaires internationaux. S'il n'est pas du ressort de la communauté internationale de décider de l'internationalisation de telle ou telle monnaie, elle se doit de tout mettre en œuvre pour que se matérialisent les bénéfices de la multipolarité. Cela implique notamment d'exercer la surveillance des politiques de change nationale qui est inscrite dans les missions du FMI.

■ Implications pour le G20

La transition vers un système multipolaire dépendra fondamentalement des choix opérés par les gouvernements⁸ et des forces de marché. Elle pourrait durer plusieurs décennies.

6. M. Dooley, D. Folkerts-Landau & P. Garber (2004), "The Revived Bretton Woods System", *International Journal of Finance and Economics* 9, pp 307-313.

7. En 1960, Robert Triffin a montré que la seule manière pour les États-Unis de satisfaire la demande mondiale de liquidité était d'enregistrer des déficits de balances des paiements, et que ces déficits allaient inexorablement détériorer la confiance dans le dollar. Lorsque les capitaux sont mobiles, et en l'absence de convertibilité or, la portée du raisonnement est limitée car les États-Unis peuvent durablement fournir le monde en actifs liquides en dollars et simultanément investir en actifs moins liquides étrangers. Le dilemme de Triffin vient alors davantage du risque de transformation pris par les États-Unis. Notons qu'un système multipolaire répartirait le dilemme de Triffin entre les monnaies clés sans toutefois l'éliminer ; seule une monnaie mondiale serait susceptible de l'éliminer.

8. Les autorités chinoises ont d'ores et déjà annoncé leur intention d'internationaliser le renminbi et pris quelques mesures dans ce sens, même si le chemin est encore long. Dans le cas de l'euro, l'internationalisation nécessitera une forme d'unification du marché des actifs non risqués européen, sujet aujourd'hui très controversé. Voir, par exemple, la proposition de J. Delpla & J. von Weizsäcker (2010), "The Blue Bond Proposal", *Bruegel Policy Brief*, 6 mai.

Le rôle de la communauté internationale est d'anticiper et d'accompagner le mouvement (afin d'en réduire les risques), plutôt que de dessiner *a priori* les contours du système à venir. En particulier, une diversification rapide des avoirs privés et publics (banques centrales) pourrait s'avérer déstabilisante pour le dollar. Une interprétation de la crise financière de 2007-09 est que la demande mondiale d'actifs liquides s'est excessivement portée sur les actifs américains. Un enjeu de la période de transition sera la diversification progressive des actifs de réserves par une expansion simultanée de l'offre et de la demande pour les actifs en renminbi et/ou en euros. Les États-Unis, la Chine et la zone euro ont tous trois intérêt à coopérer pour que cette transition se passe bien. Une coopération régionale sera aussi nécessaire, particulièrement en Asie où, jusqu'à présent, l'ancrage au dollar s'est substitué à une véritable coordination monétaire.

Dans cet esprit, la priorité devrait être aujourd'hui :

(1) *De favoriser la flexibilité des taux de change entre grandes monnaies.* L'objectif d'une flexibilisation du taux de change du renminbi est cohérent avec celui d'une transformation graduelle du SMI. Celle-ci devrait aller de pair avec la reconnaissance du caractère parfois excessif des ajustements de taux de change, qui justifie l'usage ponctuel d'interventions, de préférence concertées, et/ou des contrôles de capitaux.

(2) *De créer un cadre de surveillance des contrôles de capitaux.* Il est nécessaire de définir l'usage des contrôles de capitaux pour éviter qu'ils ne soient utilisés dans une optique mercantiliste ou non coopérative. La communauté internationale pourrait ainsi s'entendre sur un code de conduite, tandis que la surveillance serait exercée par le FMI. Cela suppose d'étendre le mandat de ce dernier à la surveillance des comptes financiers⁹ et d'accroître l'effectivité de la surveillance des politiques de change.

(3) *D'améliorer les dispositifs de mise à disposition de liquidité en cas de crise.* Cela implique d'aller au-delà des facilités existantes et en particulier de donner à la fourniture de liquidités un caractère explicitement contra-cyclique. Une priorité devrait être donnée aux dispositifs multilatéraux par rapport aux accords régionaux et bilatéraux, qui ne peuvent agir qu'en complément des premiers. En supprimant le motif d'auto-assurance de l'accumulation de réserves, de tels dispositifs favoriseraient la transparence des débats sur les niveaux de taux de change.

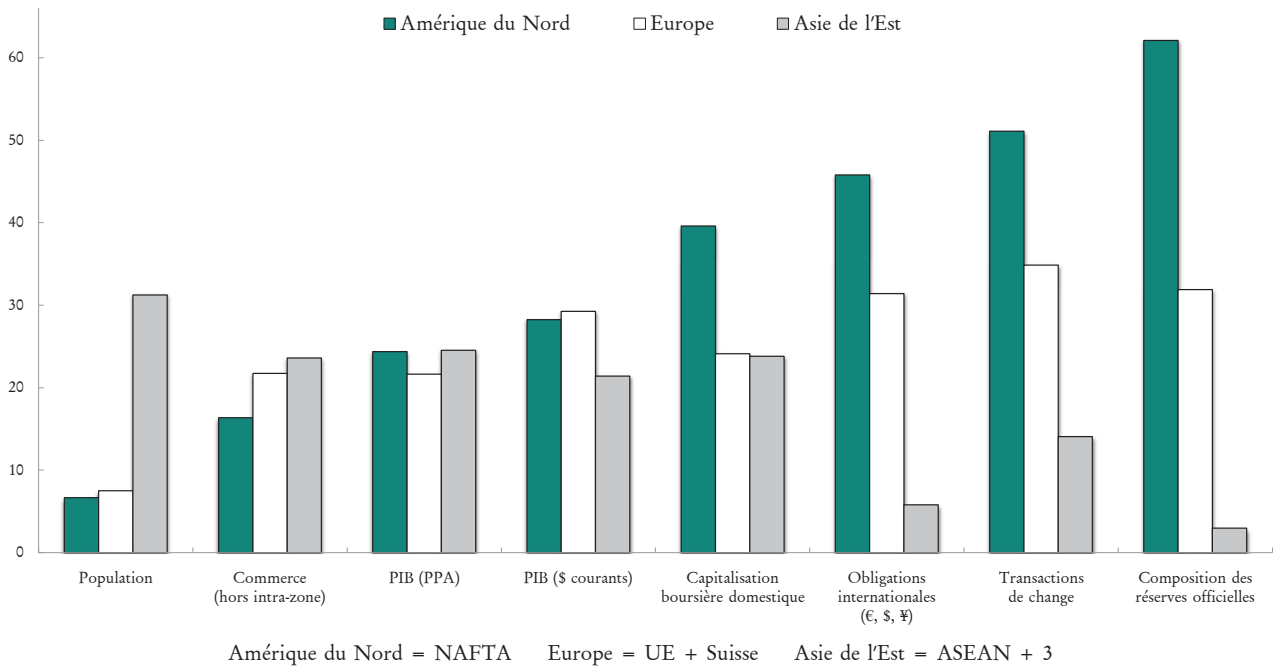
(4) *De créer un dispositif de gestion de la liquidité mondiale.* Si les projets de montée en puissance du DTS comme instrument de gestion de la liquidité mondiale ou comme monnaie internationale paraissent aujourd'hui hors de portée, un objectif plus modeste pourrait être d'institutionnaliser la concertation entre les gouverneurs des banques centrales des monnaies du DTS afin que les politiques monétaires nationales tiennent compte de l'évolution de la liquidité mondiale au regard des besoins de l'économie réelle. Le cadre du DTS est naturel dans la mesure où les banques centrales des monnaies clés ont déjà un pouvoir de création monétaire lorsqu'elles procèdent aux échanges de DTS contre leurs monnaies. La perspective d'une entrée (sous conditions) du renminbi dans le panier donnerait encore plus de sens à une telle initiative. Une telle concertation ferait ainsi émerger un G5 (États-Unis, zone euro, Royaume-Uni, Japon et Chine) compétent pour les questions monétaires qui ne peuvent pas raisonnablement être traitées dans le cadre du G20.

Agnès Bénassy-Quéré & Jean Pisani-Ferry
beatrice.postec@cepii.fr

9. Les obligations des pays membres du FMI sont limitées au compte courant (Art VIII-2). Ils sont libres d'imposer les restrictions de leur choix aux mouvements de capitaux.

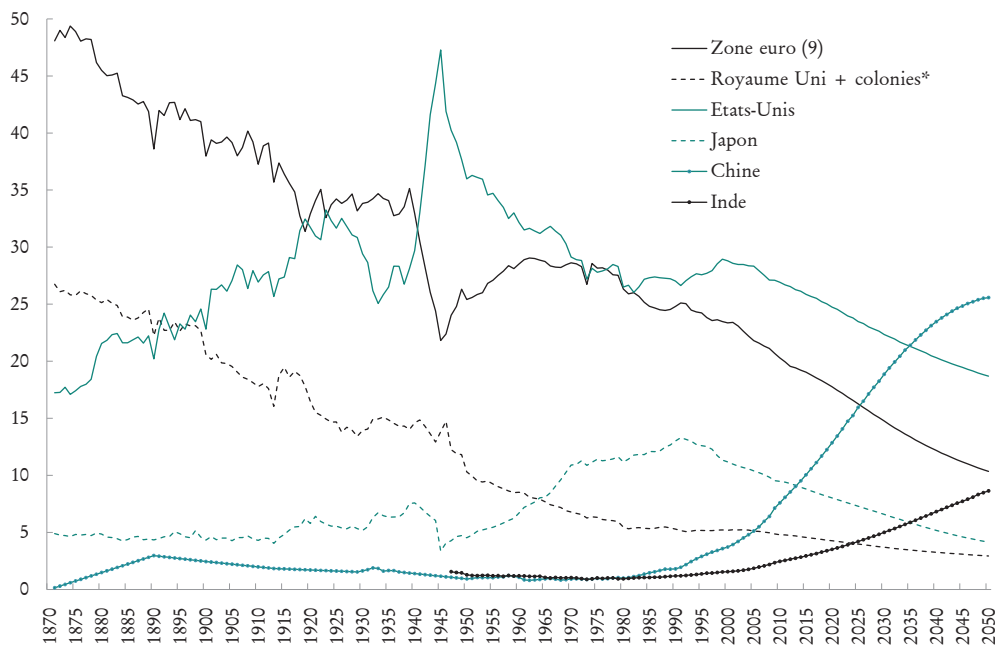
| | | | |
|--|---|--|---|
| LA LETTRE DU CEPII | DIRECTEUR DE LA PUBLICATION : Agnès Bénassy-Quéré | ABONNEMENT (11 numéros) France 60 € TTC Europe 62 € TTC DOM-TOM (HT, avion éco.) 60,80 € HT Autres pays (HT, avion éco.) 61,90 € HT Supl. avion rapide 0,90 € | Le CEPII est sur le WEB son adresse : www.cepii.fr ISSN 0243-1947 CCP n° 1462 AD |
| © CEPII, PARIS, 2011 RÉDACTION Centre d'études prospectives et d'informations internationales, 113, rue de Grenelle 75700 Paris SP 07. Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14 Fax : 33 (0)1 53 68 55 03 | RÉDACTION EN CHEF : Gunther Capelle-Blancard | Adresser votre commande à : La Documentation française, 29 quai Voltaire 75007 Paris Tél. : 01 40 15 70 00 | 16 février 2011 Imprimé en France par le Centre d'Analyse Stratégique |
| | RÉALISATION : Laure Boivin | | <i>Cette lettre est publiée sous la responsabilité de la direction du CEPII. Les opinions qui y sont exprimées sont celles des auteurs.</i> |
| | DIFFUSION : La Documentation française. | | |

Graphique 1 – Un système monétaire unipolaire dans une économie réelle multipolaire (parts du total mondial en pourcentage)



Source : Perspectives économiques mondiales du FMI 2009 (population, commerce et PIB), WFE décembre 2009 (capitalisation boursière), BCE 2009 (obligations internationales - définition stricte), Enquête triennale BRI 2010 (transactions de change), COFER-FMI 2009 (réserves officielles).

Graphique 2 – Parts dans le PIB mondial, 1870-2050 (% du total mondial, à prix et taux de change constants de 2005)



* Australie (jusqu'à 1900), Nouvelle Zélande (jusqu'à 1939), Inde (jusqu'à 1946). Le Canada n'est pas inclus ici dans l'Empire britannique car il bénéficiait déjà d'une grande autonomie depuis 1867.

Sources : Statistiques historiques d'Angus Maddison et projections CEPII.

Tableau 1 – Potentiels d'internationalisation - l'euro et le renminbi en 2010

| | Euro | Renminbi |
|--|--|--|
| Taille | 20% du PIB mondial, en baisse | 7,6% du PIB mondial, en hausse |
| Ouverture financière | Parfaite liberté de circulation des capitaux | Circulation des capitaux restreinte |
| Marchés financiers | Deuxième en taille après les États-Unis, mais les marchés de bons du Trésor restent fragmentés en l'absence d'euro-obligations | Sous-développés |
| 6 Stabilité des prix et prévisibilité de la politique monétaire | Très bonnes performances | Bonne performance passée mais avenir incertain, en partie du fait de l'ancrage de la monnaie au dollar et en partie du fait de la libéralisation à venir du système financier national |
| Capacité du système à réagir aux chocs | Limitée par le contexte institutionnel | Forte |
| Pouvoir et cohésion | Limités par la fragmentation politique | Forts |

Source : auteurs.