

Vers un système multipolaire

Il faut se préparer à l'éventualité d'une transition désordonnée vers un système monétaire international plus sûr et plus efficient

Emmanuel Farhi



LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL a subi plusieurs transformations au cours des deux siècles derniers, marqués par l'abandon progressif de l'étalon-or en faveur du régime actuel de taux de change flexibles.

Il y avait pourtant une constante : un système presque toujours dominé par une monnaie unique. Jusqu'à la Première Guerre mondiale, c'était la livre sterling. À la suite de la période mouvementée de l'entre-deux-guerres, avec la rivalité de la livre sterling et du dollar, le dollar s'est finalement imposé après la Seconde Guerre mondiale.

Le règne du dollar a survécu à la fin de l'étalon or-dollar institué par les accords de Bretton Woods ; il est sorti de la crise financière mondiale encore plus solide qu'auparavant. En même temps, de nouveaux concurrents tels que l'euro et le renminbi ont émergé. Comment évoluera cette concurrence monétaire géopolitique, et comment faut-il s'y préparer ? En tirant les leçons du passé, il est possible d'esquisser des scénarios et d'élaborer des plans de secours pour la prochaine phase du système monétaire international.

Prédominance du dollar

À l'heure actuelle, la prédominance du dollar fait des États-Unis le banquier du monde. En tant que tel,

le pays jouit de privilèges exorbitants, selon Valéry Giscard d'Estaing, et fait face à des obligations exceptionnelles. Directement ou indirectement, il est le principal fournisseur d'actifs sûrs et liquides au reste du monde, l'émetteur de la monnaie dominante pour la facturation commerciale, l'intervenant le plus puissant dans la politique monétaire mondiale et le principal prêteur de dernier ressort.

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. Tous ces facteurs renforcent la position particulière des États-Unis.

Cependant, il ne faut pas en conclure que tout va pour le mieux dans un système monétaire international centré sur le dollar. Il y a une demande mondiale croissante et apparemment insatiable d'actifs sûrs, ou d'actifs qui ne comportent pas de risque élevé de perte dans tous les types de cycles du marché. La pénurie d'actifs sûrs qui en résulte a ramené à des niveaux historiquement bas les taux d'intérêt sur les placements relativement sans risque et a causé des problèmes mondiaux graves et persistants, tant pour la stabilité macroéconomique (en augmentant la probabilité d'atteindre la borne inférieure de zéro) que pour la stabilité financière (en incitant les investisseurs à s'endetter et à prendre des risques pour optimiser les rendements).

Elle crée également les conditions d'un nouveau dilemme dit de Triffin : 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 une volatilité et des crises autoréalisatrices. Un mécanisme semblable, pressenti une décennie plus

tôt par l'économiste belge Robert Triffin, a défait le régime de Bretton Woods en forçant les États-Unis à abandonner l'étalon-or et à adopter un régime flottant à la suite d'un assaut spéculatif sur sa monnaie.

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 la concurrence pourrait présenter ses avantages habituels en rendant le système monétaire international 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.

Mesures concrètes

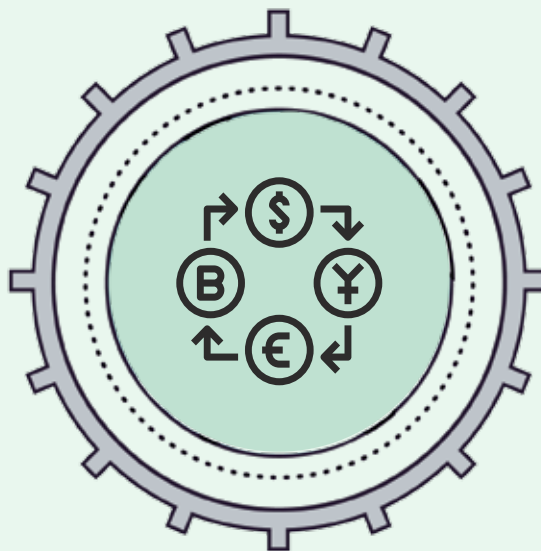
Cependant, un système monétaire international vraiment multipolaire n'est pas pour demain. La zone euro et la Chine prennent parfois des mesures énergiques pour renforcer le statut international de leur monnaie, mais la réputation et les institutions ne se bâtissent pas du jour au lendemain, et la coordination autour du statu quo peut s'avérer persistante.

D'autre part, l'instabilité monétaire de l'entre-deux-guerres, lorsque la livre sterling et le dollar coexistaient, devrait nous rappeler qu'elle pourrait s'aggraver à moyen terme. Selon l'économiste estonien Ragnar Nurkse, une partie de cette instabilité résultait des comportements d'investisseurs qui rééquilibraient régulièrement leurs portefeuilles entre les devises. La leçon qu'il faut en tirer est qu'à la suite de l'émergence de monnaies concurrentes du dollar, les investisseurs internationaux auront un choix s'ils décident d'abandonner le dollar. Cela pourrait exacerber la spéculation déstabilisatrice et conduire à des crises de confiance autoréalisatrices.

En somme, il faudra du temps pour que les bienfaits de la concurrence monétaire se concrétisent. Entretemps, les investisseurs devraient se préparer à négocier une transition potentiellement désordonnée vers un système monétaire international multipolaire.

La communauté internationale peut prendre des mesures concrètes pour se préparer à surmonter ces difficultés. Elle pourrait, bien entendu, essayer d'encourager et d'accélérer la transition vers un système véritablement multipolaire. Cependant, la priorité la plus importante et la plus réalisable est de renforcer le dispositif mondial de sécurité financière, avec le double objectif de rendre le système financier mondial plus résistant et de réduire la pénurie mondiale d'actifs sûrs, ce qui réduirait les conséquences déstabilisatrices.

Certaines mesures concrètes visent à préserver la capacité des banques centrales et des États d'intervenir



comme prêteurs de dernier ressort dans leur propre pays. D'autres mesures encouragent les accords décentralisés 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 réciproque entre banques centrales qui permettent à une banque d'emprunter les devises d'une autre banque contre une garantie. Enfin, d'autres mesures consistent à renforcer les instruments existants et à accroître les capacités financières de l'organisation internationale au centre du système multilatéral, le FMI, ainsi qu'à renforcer son soutien aux accords décentralisés.

Plus radicalement, peut-être, il serait envisageable d'élargir le rôle du FMI en adaptant et en modernisant certaines idées issues des vieux plans de Keynes et Triffin. 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, doté d'une structure en forme d'étoile. Dans ce sens, le FMI pourrait agir à titre de chambre de compensation et de garant pour les lignes bilatérales de crédit réciproque, ou offrir ses propres services de crédit réciproque à court terme.

L'économiste Rudiger Dornbusch, du Massachusetts Institute of Technology, a déclaré : « En économie, les choses prennent plus de temps à se produire qu'on ne le pense, et puis, elles se produisent plus vite qu'on ne pouvait l'imaginer. » Le moment est venu de se préparer. **FD**

EMMANUEL FARHI est professeur titulaire de la chaire Robert C. Waggoner en économie à l'université Harvard.