

Colloque International de
la Banque de France
Paris, le 4 mars 2011

Jacques de Larosière

Vers quel système monétaire international ?

J'axerai mes propos sur trois thèmes :

1. Quelles ont été - historiquement - les conditions de fonctionnement d'un véritable système monétaire international (S.M.I.) ?
2. Peut-on, dans notre monde actuel d'Etats nationaux, concentrés sur leurs intérêts propres, réunir de telles conditions ?
3. Faute d'une réponse positive à cette question, quels sont les ajustements envisageables ?

*

* *

I. Quels ont été les éléments-clés du fonctionnement de l'étalon-or, puis de l'étalon de change dollar de Bretton Woods ?

L'étalon-or - qui a stabilisé le système des changes dans la seconde moitié du XIXème siècle et jusqu'à la guerre de 1914 et a joué un rôle important dans la croissance économique - reposait sur trois fondements :

- a) la sujétion des Etats à l'étalon-or était volontaire. Mais les grands pays - dont la puissance économique était relativement équilibrée - ont souhaité que leurs monnaies nationales soient, de fait, convertibles : c'était un élément essentiel de leur influence commerciale et financière ;
- b) le système était auto-disciplinaire : les déficits prolongés de balance des paiements étaient sanctionnés par des sorties d'or et devaient donner lieu à des politiques économiques correctrices ;

c) la contrainte ne faisait l'objet d'aucune négociation ou aménagement. Le système était, en quelque sorte, binaire : ou la monnaie était rattachée à l'or, ou elle ne l'était pas. Dans le second cas, elle ne pouvait être ni une réserve de valeurs, ni un instrument de paiement largement acceptable.

Ce système était loin d'être parfait. En effet, il dépendait, pour l'approvisionnement du monde en liquidités, de la production d'or. Et surtout, il était asymétrique (les pays en surplus pouvaient accumuler du métal sans subir des sanctions, alors que les pays déficitaires étaient les seuls à devoir s'ajuster).

Ce système, qui a présidé à la « première mondialisation », s'est effondré avec la guerre de 1914. Les efforts des années 20 et 30 pour le reconstruire ont été vains : le nationalisme mercantiliste, les dévaluations compétitives ont prévalu.

Avec Bretton Woods, une forme indirecte d'étalon-or a été mise en place. Le dollar en était le centre (toutes les parités se définissaient par rapport à lui avec un lien fixe), mais la contrepartie était la convertibilité du dollar en or (à un prix fixe).

Ce système a survécu tant que les Etats-Unis ont suivi une politique économique équilibrée et non inflationniste. Mais, avec les années 60 et la guerre du Vietnam, les déséquilibres financiers des Etats-Unis ont créé une forte crise de confiance à l'égard du dollar.

La crainte des pertes d'or a fini par amener le gouvernement des Etats-Unis, en Août 1971, à se détacher de l'or.

Un monde de « monnaies flottantes » - ou plus ou moins rattachées au dollar -, a prévalu depuis lors.

Ce mode opératoire n'est pas un « système » :

- aucune discipline commune n'est mise en place pour réduire ou éliminer les déséquilibres ;
- chaque Etat a le choix de laisser flotter sa monnaie ou de la rattacher à une autre devise ;
- la monnaie internationale qu'est le dollar donne à la politique monétaire des Etats-Unis une influence prédominante.

Il s'ensuit : volatilité, mouvements de capitaux désordonnés, « désalignements » des parités, conditions non concurrentielles, « guerre des monnaies », contrôle des capitaux ...

II. Comment, dans le monde d'aujourd'hui, réunir les conditions propres à faire fonctionner un S.M.I. ?

Par monde d'aujourd'hui, je veux dire :

- pas de retour à l'étalon-or (qui ne semble pas - aux yeux de beaucoup - avoir assez de mérites pour fournir la base d'un accord) ;
- un monde où les mouvements de capitaux se sont extraordinairement développés et dans lequel la profondeur et la liquidité des marchés (principalement aux Etats-Unis) sont le critère déterminant du succès des monnaies-clés ;
- un monde composé d'Etats nationaux désireux de préserver leurs intérêts (ou ce qu'ils croient être leurs intérêts) sans accepter de contraintes extérieures.

Pour imaginer un véritable S.M.I. dans un tel monde, le troisième élément doit changer.

Le mot « système » implique en effet l'acceptation d'un minimum de reconnaissance d'une « logique externe ». La juxtaposition des positions nationales ne peut créer un système.

Il faudrait donc que les Etats-membres acceptent de coordonner vraiment leurs politiques économiques et financières pour réaliser un meilleur équilibre macro économique, et cela sous la surveillance d'une institution internationale dotée de pouvoirs réels et de sanctions. Le FMI, pour exercer effectivement ce rôle, devra mieux refléter la réalité du monde et l'importance des pays asiatiques.

Ce n'est pas, à mes yeux, une tâche hors de portée, si les Etats pouvaient se laisser convaincre que les disciplines auxquelles ils se soumettraient seraient non seulement souhaitables sur un plan global, mais aussi dans leur propre intérêt. En effet, dans un monde financier globalisé et interconnecté, il est assez facile de comprendre que volatilité des changes et déséquilibres courants ne sont de l'intérêt de personne.

Si l'état d'esprit d'ouverture que je viens d'évoquer se manifestait, les propositions excellentes du rapport Camdessus trouveraient à s'appliquer. Ainsi :

- certains « signaux d'alarme » seraient, dès l'abord, agréés (accumulation prolongée et excessive de déséquilibres de balance des paiements, de réserves, de déficits publics, de bulles de crédit ...) ;
- ces indicateurs déclencheraient un mécanisme opérationnel de mesures correctives à appliquer avec intelligence pour traiter les problèmes de fond selon le principe de proportionnalité ;
- en cas d'inaction de certains Etats devant les recommandations dérivées de ce processus, des sanctions devraient être appliquées ;

- cette surveillance macro-économique, si elle était effectivement organisée, limiterait les crises liées aux excès d'endettement.

A cet égard, je continue à penser qu'un traité international (une sorte d'Organisation Mondiale de la Finance -OMF- dans la ligne de l'OMC) donnerait de meilleures garanties d'efficacité et d'ajustement symétrique.

*

* *

III. Faute d'un tel accord, on pourrait envisager certains aménagements au « non-système » actuel

On peut envisager plusieurs pistes dont certaines peuvent être pertinentes, d'autres non.

- Certaines idées tournent autour de l'idée de facilités financières accrues. On peut imaginer d'améliorer encore les modalités de financement du FMI qui ont été déjà considérablement augmentées et rendues plus flexibles sous l'égide du G20. L'idée serait de permettre au FMI - en lui accordant la faculté d'emprunter sur les marchés - de consentir, en cas de crise, à des pays victimes d'un assèchement de liquidité (et non de problèmes de solvabilité liés à des insuffisances de politique économique) des lignes de crédit automatiques et sans limites autres que celles d'un retour à la normale des marchés. Le FMI deviendrait, ainsi, le prêteur en dernier ressort qui manque aujourd'hui. (Il est tout de même plus satisfaisant d'organiser un mécanisme de ce type autour du FMI plutôt que de laisser reposer la liquidité sur la bonne volonté de telle ou telle Banque Centrale dans ses rapports bilatéraux).

Mais il faut être conscients que de telles propositions ne remplacent pas la création d'un véritable SMI. Elles s'adressent, en effet, aux problèmes de financement et non d'ajustement.

- D'autres idées tournent autour de l'extension du DTS. Je ne suis pas sûr que cette monnaie-panier soit une véritable réponse aux problèmes posés par l'existence d'une monnaie de réserve dominante, i.e. le dollar. Il faut, à mon sens, éviter d'utiliser le DTS comme une garantie collective donnée à ceux qui ont accumulé des excès de réserves. Au surplus, le potentiel du DTS paraît limité.
- D'autres idées, enfin, gravitent autour de la création d'un « panier de devises » qui comprendrait le RMB convertible et jouerait un rôle international (de préférence au dollar). Ce concept - s'il n'implique pour les devises figurant dans le panier aucune contrainte, ni

limites de glissement - risque fort d'être illusoire. Si, en revanche, l'idée est de lier, par des marges préétablies, les devises entre elles, le mécanisme sera soumis à d'extrêmes tensions et ne pourra fonctionner qu'avec une très forte coordination centrale des politiques économiques.

*

* *

Faute de ce changement d'état d'esprit, le risque est de se concentrer sur des ajustements limités qui seront plutôt le reflet des insuffisances du système actuel qu'une solution.