



Vers un système monétaire international multipolaire ?

Agnès Bénassy-Quéré

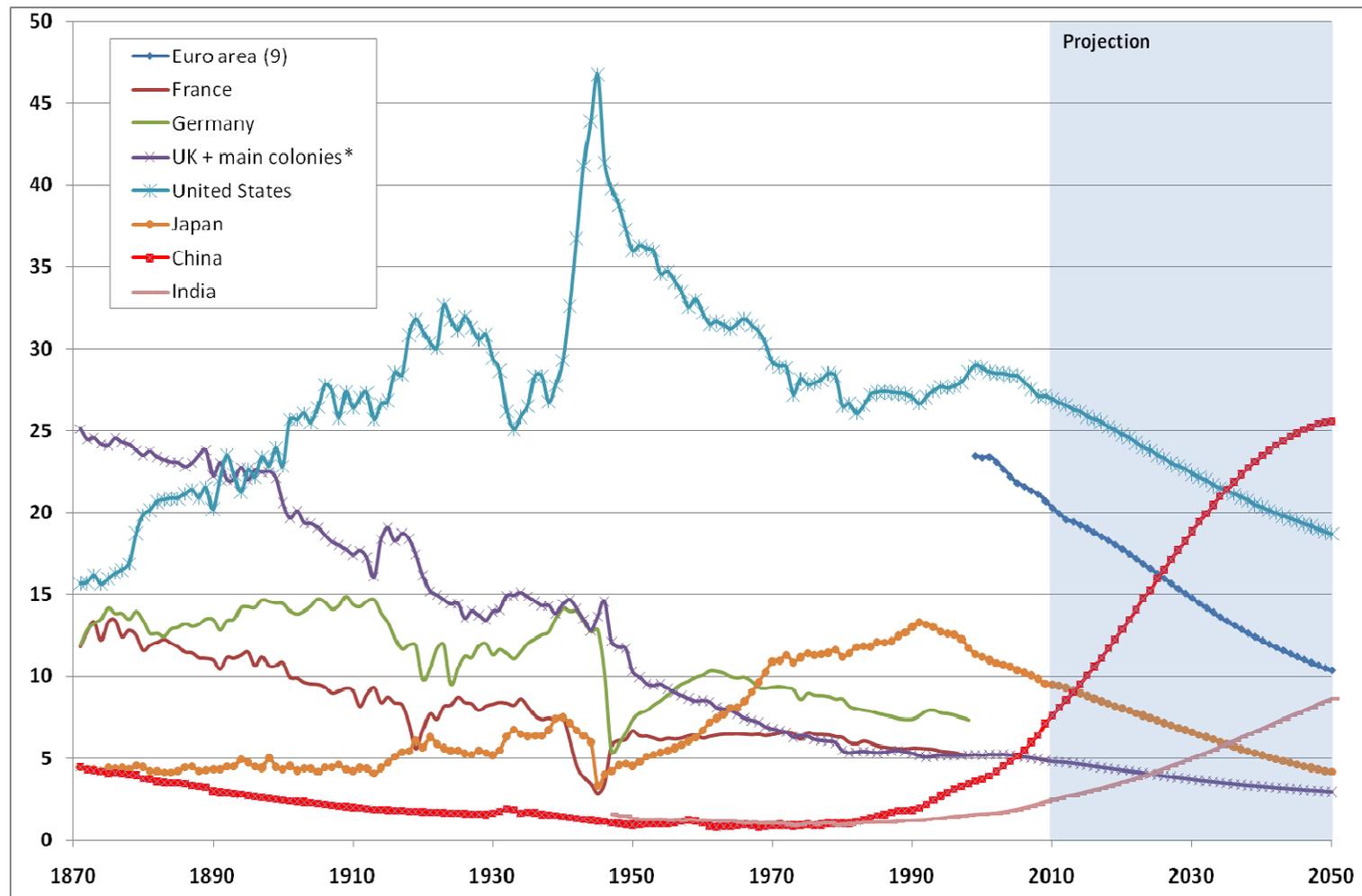
Jécros, Lyon, 10 novembre 2011

Que reproche-t-on au SMI ?

- **Des déséquilibres importants et durables des balances de paiements**
 - Discipline macroéconomique insuffisante et asymétrique
 - Pays excédentaires ou émetteurs de la monnaie internationale
 - Flux de capitaux nets du Sud vers le Nord
 - Désajustements de change importants et durables
 - Distorsion des prix relatifs
 - Surajustements monétaires
 - Rigidités de change, contrôles de capitaux
- **Un dispositif de fourniture de liquidité internationale insatisfaisant**
 - Dispositif insuffisant en cas de crise:
 - Niveaux multilatéraux, régionaux, bilatéraux
 - Auto-assurance par accumulation de réserves
 - Pénurie d'actifs de réserves (nouveau dilemme de Triffin)
- **Pas d'ancrage monétaire mondial**
 - Risque que se succèdent des périodes d'excès et d'insuffisance de liquidités
- **SMI de plus en plus incohérent avec l'économie mondiale**
 - Risque d'aggravation des défauts ci-dessus

Un monde de plus en plus multipolaire

Parts de différents pays ou zones dans le PIB mondial, 1870-2050 (aux taux de change et prix de 2005)



Sources: Angus Maddison's historical statistics et projections CEPII.

* Australie (jusqu'en 1900), Nelle Zélande (jusqu'en 1939), Indie(jusqu'en 1946). Le Canada est exclu en raison de son indépendance de fait depuis 1867.

SMI : les challengers

	Euro	Yuan
Taille	20 % du PIB mondial, proportion en baisse	7,6 % du PIB mondial, proportion 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
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, fonction de prêteur en dernier ressort	Limitée par le contexte institutionnel	Forte
Pouvoir et cohésion	Limités par la fragmentation politique	Forts
Volonté d'internationaliser	Faible (position neutre des autorités européennes)	Importante (programme « pilote »)

Avantages et inconvénients d'un système multipolaire

(avec flottement des monnaies clés)

- **Critère d'efficacité**
 - faibles pertes en termes de coûts de transactions, moins de désajustements de change, moins d'accumulation de réserves, meilleure allocation mondiale de l'épargne
- **Critère de stabilité**
 - Davantage de discipline,
 - Taux de change plus volatils
 - Question non résolue de la liquidité internationale/mondiale
- **Critère d'équité**
 - Ajustements moins asymétriques, partage du privilège exorbitant, moins d'asymétrie dans les ajustements de taux de change.

Bénéfices dépendants d'une plus grande flexibilité des changes

Risques accrus de « guerres des monnaies »

La transition

- **Le rééquilibrage des balances de paiements**
 - Devra se faire dans le cadre d'un SMI peu différent du SMI actuel
 - Libéralisation des mouvements de capitaux en Chine + réformes structurelles plus importantes que le régime de change lui-même
- **Risque d'une diversification trop rapide des réserves de change**
 - L'internationalisation du RMB est un moyen pour la Chine de trouver une issue à sa politique d'accumulation de dollars
 - Risque d'un effondrement du dollar moindre avec quelques gros acteurs
 - Entrée du RMB dans le DTS pourrait être stabilisante
 - Valeur et volatilité du DTS
 - Incitation à fournir du dollar contre DTS sur une base volontaire
 - Cercle naturel de coordination monétaire
 - Le RMB n'est pas « librement utilisable »

Implications pour le G20

- **En l'absence d'appétit pour le multilatéralisme, miser sur la multipolarité**
 - L'internationalisation EUR/RMB n'est cependant pas une prérogative G20
 - RMB : le vrai enjeu sera l'ouverture du marché on-shore et ses implications en termes de stabilité macro et financière
 - EUR : le vrai enjeu est l'intégration des marchés financiers, en particulier souverains (euro-obligations), mais aussi la gouvernance et la volonté de jouer le rôle de PDR
- **Les priorités pour le G20:**
 - Créer un terrain favorable à la flexibilité des changes entre grandes monnaies
 - Flexibilité ≠ flottement pur
 - Externalités impliquant surveillance : modification du mandat du Fonds, meilleur relais politique (gouvernance G20/FMI/CMFI)
 - Resserrer la coordination sur
 - La fourniture de liquidité en cas de crise, en privilégiant l'échelon multilatéral
 - La gestion de la liquidité mondiale : concertation entre BC des monnaies du DTS
 - Gérer la transition