CEPII
CENTRE D'ÉTUDES PROSPECTIVES ET D'INFORMATIONS INTERNATIONALES

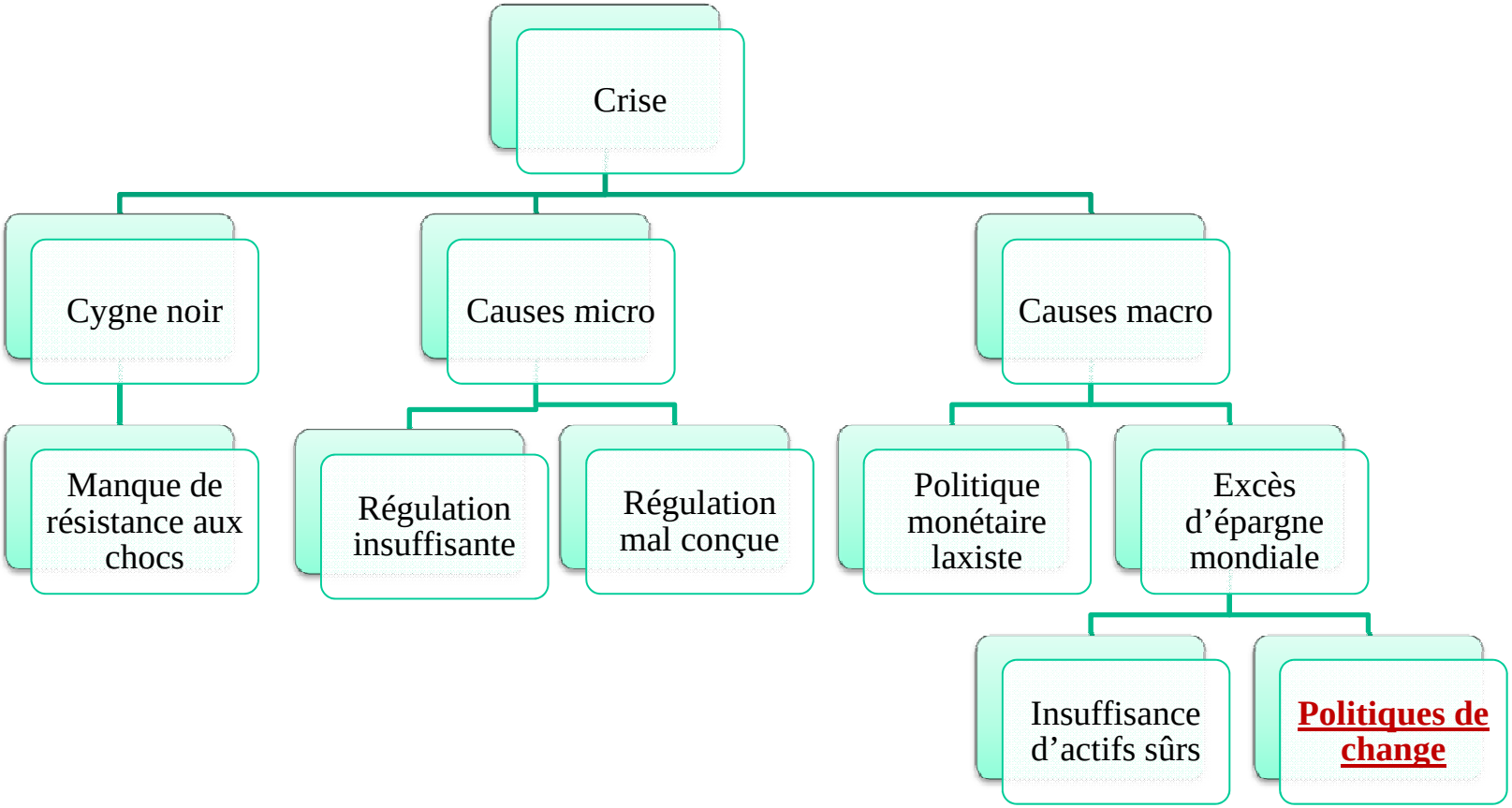
La réforme du système monétaire international

Agnès Bénassy-Quéré (CEPII) et Jean Pisani-Ferry (Bruegel)

Colloque *Economie Mondiale 2010*

Paris, 16 septembre 2009

Le système monétaire international et la crise



Qu'est-ce qu'un "bon" SMI ?

A. Cohérent avec l'économie réelle

B. Encourage les « bonnes » politiques (et punit les « mauvaises » politiques)

C. Favorise la production de biens publics mondiaux (en particulier la stabilité monétaire et financière)

Le SMI actuel

Economies avancées

I. Parfaite mobilité des capitaux
II. Chaque pays ou zone se concentre sur ses objectifs internes (inflation, écart de production)
III. Changes flottants avec interventions en cas de désajutement important
IV. Gestion des crises à travers G7 et FMI ; soutien des pays en crise.

Economies en développement d'Asie de l'est

V. Convertibilité du compte courant
VI. Stabilité monétaire intra-régionale assurée par le recours à une ancre externe (le dolar US)
VII. Utilisation régionale du dollar comme monnaie d'échange et d'endettement

Tous pays

VIII. Utilisation du dollar comme moyen d'échange, réserve de valeur et unité de compte (matières premières, avions...)

Système qualifié de "Bretton Woods II" (Dooley, Folkerts-Landau and Garber 2003)

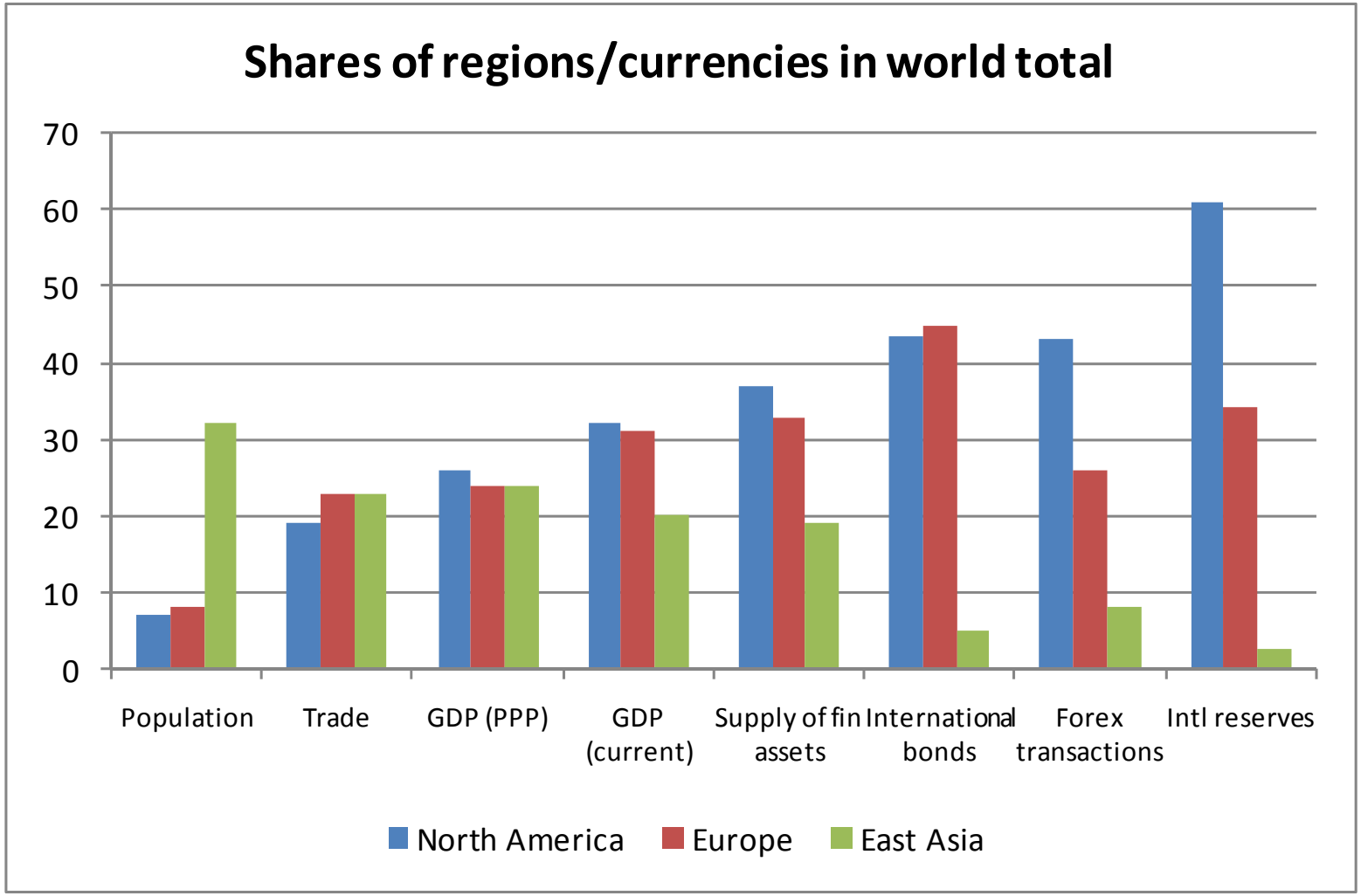
Qu’est-ce qui ne va pas?

A. Système incohérent avec la réalité économique

B. Echec de la surveillance multilatérale

C. Absence d’ancre nominale mondiale

A. Incohérence avec l'économie réelle



Source : Bruegel.

Persistance d'ancrages de facto sur le dollar

Detailed results, 1999–2004 period (weekly frequency)

No peg	Peg on US dollar				Peg on euro	Peg on basket*
Brazil	Argentina	Guyana	Mexico	Swaziland	*Austria*	Albania (0.69, 0.30, 0.01)
Chile	Armenia	Haiti	Mongolia	Tanzania	*Belgium*	Algeria (0.43, 0.49, 0.08)
Gambia	Azerbaijan	Honduras	Myanmar	Thailand	Bulgaria	Australia (0.07, 0.61, 0.32)
Ghana	Bahrain	Hong Kong	Nepal	T. & Tobago	Cyprus	Croatia (0.10, 0.90, −0.00)
Indonesia	Bangladesh	Iceland	Nicaragua	Uganda	Czech Rep.	Denmark (0.01, 0.98, 0.01)
New Zel.	Belarus	India	Oman	Ukraine	Estonia	Kuwait (0.86, 0.09, 0.05)
Nigeria	Bolivia	Iran	Pakistan	UAE	*Finland*	Latvia (0.53, 0.33, 0.13)
Romania	Cambodia	Israel	Panama	Uruguay	*France*	Lesotho (0.44, 0.35, 0.21)
Syria	Canada	Jamaica	Papua	Uzbekistan	*Germany*	Malta (0.35, 0.66, −0.01)
	Cayman Isl.	Jordan	Paraguay	Venezuela	*Greece*	Moldova (1.51, −0.20, −0.32)
	China	Kazakhstan	Peru	Vietnam	Hungary	Morocco (0.24, 0.70, 0.07)
	Colombia	Kenya	Philippines	Yemen	*Ireland*	Mozambique (1.30, −0.27, −0.04)
	Costa Rica	Kyrgyzstan	Poland	Zambia	*Italy*	Namibia (0.61, 0.23, 0.16)
	Djibouti	Lebanon	Qatar	Zimbabwe	*Netherlands*	Norway (0.08, 0.82, 0.10)
	Domin. Rep.	Libya	Russia		*Portugal*	Serbia & M. (1.21, −0.13, −0.08)
	Ecuador	Lithuania	Rwanda		Slovenia	Singapore (0.72, 0.14, 0.14)
	Egypt	Macau	Saudi Arabia		*Spain*	Slovak Rep. (0.06, 0.86, 0.08)
	El Salvador	Macedonia	Seychelles		Sweden	South Africa (0.40, 0.33, 0.26)
	Ethiopia	Madagascar	Sierra Leone		Switzerland	Taiwan (0.90, 0.06, 0.05)
	Falkland Isl.	Malawi	Solomon Isl.			Tonga (1.25, −0.08, −0.17)
	Fiji	Malaysia	Somalia			Tunisia (0.27, 0.71, 0.02)
	Georgia	Maldives	S. Korea			Turkey (0.59, 0.44, −0.03)
	Guatemala	Mauritania	Sri Lanka			UK (0.52, 0.56, −0.08)
	Guinea	Mauritius	Sudan			Vanuatu (0.62, 0.27, 0.11)

* Weights on dollar, euro, yen in parentheses. Eurozone countries in italics. *Source*: Authors' calculations.

Source: Bénassy-Quéré, Coeuré and Mignon (2005)

Conséquences

- Volatilité asymétrique es taux de change
  - Taux de change UE/Asie de l'est et UE/US plus instables que Asie de l'est/US
  - Un choc en Asie affecte le taux de change UE/US
- Mauvaises incitations
  - Hors US : Incitation à conserver l'ancrage sur le dollar, accumulation d'actifs en dollar quelque soit le rendement
  - US : Incitation à l'endettement, faible discipline macroéconomique

B. Echec de la surveillance

Surveillance de quoi ?

1. Taux de change
2. Politiques mcroéconomiques et financières des Etats

1. Surveillance des taux de change problématique
   - Difficile de s'entendre sur les taux de change d'équilibre (méthode, paramètres, normes de flux de capitaux, horizon temporel...)
   - Taux de change endogènes aux politiques macroéconomiques et financières ; stabilité du taux de change ne garantit pas la discipline.
   - Echec de la reprise, par le FMI, de la surveillance des taux de change (révision de la décision de 1977)

2. Surveillance directe des politiques nationales ?
   - Efficacité limitée des procédures au titre de l'Article 4
   - et des procédures de surveillance financière introduites en 1999 (*Financial Sector Assessment Programmes*, *Financial System Stability Assessments*)

C. Absence d'ancrage nominal mondial

- 2008 : le réveil brutal
  - Prix des matières premières
  - Prix des actifs financiers
- La stabilité des prix est un bien public mondial
- Le ciblage de l'inflation (ou de l'inflation sous-jacente) pays par pays ne permet pas de produire cette stabilité
  - Le marché des matières premières est mondial
  - Personne ne gère la liquidité mondiale

Solutions

A. Renforcer la surveillance multilatérale ?

B. Le DTS comme monnaie mondiale ?

C. Un système monétaire multipolaire ?

A. Renforcer la surveillance ?

- Donner du pouvoir au FMI :
  - Rendre la surveillance indépendante (réforme institutionnelle)
  - Ceci nécessite une réforme de la gouvernance du Fonds

- Recentrer la surveillance sur les soldes extérieurs courants
  - Négliger les déséquilibres a été une erreur
  - Taxer les déséquilibres ? (Eichengreen 2009)

- Difficultés conceptuelles
  - Normes de soldes courants
  - Déficits ou dettes ?

- Une expérience ratée : l'UE post euro
  - Aucune recommandation pour réduire les déséquilibres courants
  - Pas d'application du mécanisme de sanctions du PSC

B. Le DTS ?

- Le DTS pourrait être utilisé comme :
  - Réserve officielle et privée
  - Monnaie de référence pour l'ancrage monétaire
- Avantages du DTS
  - Liquidité gérée par le FMI : allocations indépendantes des soldes extérieurs
    - Éviter les politiques pro-cycliques dans les pays en déficit
    - Eviter l'accumulation excessive de réserves
  - Faible coût des réserves : 0 si détention de DTS (= intérêts reçus du Fonds) = allocation en DTS (= intérêts payés au Fonds)
  - Faible coût de l'utilisation des réserves en DTS (intérêt payé au Fonds, cf. Mussa,1996;, Clark et Polak, 2006)
- Inconvénients du DTS
  - Allocation proportionnelle aux quotes-parts indépendamment des besoins
  - Lourdeur du processus d'allocation (vote de 183 pays à 85%)
  - Lien entre allocation et liquidité mondiale dépend des swaps entre DTS et monnaies clés (et en particulier du comportement de stérilisation des banques centrale des pays du panier)
  - Faible marché : 1% des réserves, utilisation privée difficile à lancer (coûts de transaction, panier fixe ne correspondant pas nécessairement au engagements des investisseurs, cf. Eichengreen 2009
- Expérience mitigée de l'ECU :
  - L'ECU n'a jamais joué de rôle significatif pour les politiques monétaires et de change
  - Pas non plus une monnaie de libellé
  - Succès seulement comme réserve de valeur privée (obligations privées en ECU)

C. Un système multipolaire ?

- Europe, Japon et Chine ont pris des initiatives
  - euro
  - Internationalisation du yen (de facto : *yen carry trade*)
  - Ouverture progressive du compte financier chinois / accords de swap régionaux et bilatéraux / encouragements à libeller le commerce en yuan / émission d'obligations publiques et bancaire en RMB à HK
  - Accords de coopération asiatiques (Chiang Mai)

- Cependant, même l'euro reste une monnaie plus régionale qu'internationale (BCE, 2009)

- Intégration financière limitée en Asie
  - et convertibilité partielle du RMB
  - Compatibilité entre internationalisation du RMB et more de croissance chinois ? (Eichengreen, 2009)

- DTS : solution de transition ?