

**L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE INTERNATIONALE :
UN DÉBAT EN COURS**

José Antonio Ocampo*

La crise globale qui éclate de façon dramatique en septembre 2008, et qui s'est transformée en la pire crise mondiale depuis la Grande Dépression des années trente du siècle dernier, a mis en évidence les défaillances sérieuses de l'architecture financière internationale pour gouverner le processus actuel de globalisation. Un appel pour lancer des réformes profondes de cette architecture est, par conséquent, opportun. Il faut rappeler néanmoins que la crise qui démarra en 1997 en Asie Centrale et qui termina par absorber le gros des économies émergentes, provoqua des appels similaires, mais les réformes alors introduites ne furent que marginales. Le Consensus de Monterrey, approuvé lors de la Conférence des Nations Unies sur le Financement du Développement de 2002, reprit magistralement les suggestions faites après la crise asiatique et il s'agit toujours du principal agenda de réformes financières approuvé multilatéralement.

La crise mexicaine de 1994-5 avait également produit des propositions orientées à améliorer le cadre institutionnel pour gérer les problèmes de surendettement des pays en voie de développement. Dans ce domaine, une initiative *ad hoc* avait déjà été lancée à la fin des années quatre-vingt pour conduire la crise de la dette latino-américaine, le Plan Brady ; plus tard, deux autres initiatives seraient également lancées, consacrées aux pays pauvres : il s'agissait de l'Initiative pour les Pays Pauvres Très Endettés (plus connue par ses sigles en Anglais, HIPC), lancée en 1996 et approfondie en 1999, et l'Initiative Multilatérale pour la Réduction de la Dette en 2005.

Le fait que les pays développés soient actuellement dans l'épicentre de la tempête et que les pays émergents les plus touchés se trouvent en Europe produit cette fois-ci un intérêt plus direct de la part du monde industrialisé, dans le but de réaliser quelques réformes importantes de l'architecture financière internationale. C'est pour cette même raison que la récupération démarrée au deuxième trimestre de cette année peut aussi finir par affaiblir les efforts de réforme, comme cela est déjà évident en matière de réglementation financière. Étant donné que le centre d'intérêt sont les problèmes du monde industrialisé, le débat a lui aussi été dérivé vers des directions spécifiques, notamment vers la récupération de l'activité économique et la réglementation financière, ainsi que vers les manières de soutenir les économies émergentes et en développement pour qu'elles puissent contribuer à la réactivation mondiale.

* Professeur de l'Université de Columbia. Membre de la Commission d'Experts de l'Assemblée Générale des Nations Unies sur les réformes du système monétaire et financier international. Précédemment Secrétaire Général Adjoint des Nations Unies

pour les Affaires Économiques et Sociales, Secrétaire Exécutif de la CEPAL et Ministre des Finances et du Crédit Public de Colombie. Étant donné la nature du forum, il évite les références détaillées à la littérature académique étendue concernant le sujet, afin de concentrer son attention sur le débat de politique économique en cours.

Différentes propositions en provenance de sources diverses ont également surgi, très en particulier celles liées à la réforme du système monétaire international – et, spécialement, le dénommé système mondial de réserves – afin qu’il repose moins sur une monnaie nationale et davantage sur une monnaie mondiale, en particulier sur les Droits de Tirage Spéciaux du FMI créés dans les années soixante du siècle dernier. La transformation du G-20, d’une réunion régulière et de profil bas de Ministres des Finances à un forum de chefs d’état de haut niveau et avec des attentes de devenir même l’alternative au G-7/8, est un autre fait important.

Cet essai analyse le débat sur l’architecture financière internationale. Même s’il concentre son attention sur le débat en cours, il fait également référence à quelques sujets qui furent posés suite à la crise des économies émergentes, mais qui ont reçu une faible attention pendant la crise. Les deux premières sections considèrent les problèmes qui ont été le centre d’attention pendant la crise présente : les politiques macroéconomiques pour affronter la crise et le renfort de la réglementation et de la supervision prudentielle. La troisième approfondit des problèmes plus spécifiques des pays en voie de développement : leur financement pendant les crises, la réglementation des flux internationaux de capital et la solution aux problèmes de surendettement. La quatrième section, quant à elle, est centrée sur la réforme du système monétaire international, tout en incluant le rôle potentiel des mécanismes de coopération monétaire au niveau régional. La dernière section considère brièvement les sujets institutionnels associés au processus de réformes.

1. Les problèmes et la coordination des politiques macroéconomiques

Même si les origines de la crise financière internationale actuelle feront l’objet d’un débat pendant longtemps, les diagnostics existants combinent de façon variable deux éléments. Le premier d’entre eux est le risque excessif assumé par les systèmes financiers des pays industrialisés et l’évidence du déficit de réglementation et de supervision prudentielle qui l’a permis. Ce sujet sera abordé dans la section suivante. Le deuxième concerne les problèmes strictement macroéconomiques que l’économie a affronté pendant l’essor qui a précédé la crise.

Parmi les facteurs qui ont contribué à la gestation de la crise, la persistance d’une politique macroéconomique lâche durant une période excessivement longue est mentionnée en premier lieu. Sur le front monétaire, cela fut associé, sans aucun doute, aux bas niveaux et aux risques d’inflation – un phénomène qui, à son tour, fut associé par beaucoup à la forte entrée des géants asiatiques dans le commerce international – et à la perception que les banques centrales manquaient d’instruments pour freiner les bulles de prix des actifs. Conformément à cette analyse, l’existence de taux d’intérêt bas sur les principaux marchés provoqua la migration vers des investissements présentant un plus grand risque de la part des agents qui désiraient augmenter leurs

rendements. Lorsque la politique monétaire devint plus restrictive, les taux d'intérêt à long terme n'atteignirent pas la tendance de ceux à court terme, en réduisant ainsi l'effectivité des mesures monétaires restrictives, dont l'instrument principal est les taux à très court terme.

Cette évolution particulière de la structure des taux d'intérêts (ou courbe de rendements) a été associée à ce que l'actuel Président de la Réserve Fédérale appela pendant l'essor une « saturation de l'épargne » (*saving glut*). Cependant, les analyses, du FMI comme de l'ONU, ont démontré que les déséquilibres entre l'épargne et l'investissement au niveau mondial n'étaient pas associés à de hauts niveaux d'épargne (ceux d'Asie Orientale et ceux croissants de la Chine étaient compensés par les faibles niveaux d'épargne des États-Unis et autres économies industrialisées) ou à ce que l'ONU qualifia d' « anémie d'investissement », c'est-à-dire de bas niveaux d'investissement en relation avec les patrons historiques. Également, l'évolution des marchés financiers ne fut pas uniquement associée à l'épargne et à l'investissement courants, mais aussi aux innovations financières qui produisirent la perception que l' « ingénierie financière » était capable de réduire les risques des titres à long terme et, à travers des opérations de dérivés, de déplacer le risque vers les agents qui présentaient une meilleure capacité pour les assumer. Dans ce sens, il n'existait pas de « saturation de l'épargne », mais plutôt une « saturation de financement », soit une prolifération de services financiers dont l'utilité réelle est, très souvent, objet de doute.

Cette politique monétaire expansive fut accompagnée d'un déficit fiscal structurel dans quelques économies industrialisées, notamment aux États-Unis et en Grande Bretagne, mais aussi en France, en Italie et au Japon, conformément aux estimations de l'OCDE. Parmi elles, le Japon où cela était peut-être justifié, pour des raisons strictement macroéconomiques. Dans le cas des États-Unis, ce déficit était associé en grande mesure aux bénéfiques tributaires octroyés aux secteurs les plus riches de la population.

Un autre problème macroéconomique fondamental fut l'accumulation de forts déséquilibres de paiements mondiaux : grands déficits des États-Unis et de quelques autres économies industrialisées, et excédent en Chine, au Japon, dans les économies pétrolières et dans quelques autres pays en voie de développement, dont certains latino-américains. La correction de ces déséquilibres est la source principale des propositions de réforme du système mondial des réserves, sujet de la quatrième section de cet essai, mais elle présente aussi des implications pour les politiques macroéconomiques au niveau mondial.

La crise financière s'est approfondie graduellement à partir des problèmes affrontés par le marché de titularisation d'hypothèques des États-Unis en août 2007 et qui éclata comme crise globale en septembre 2008, avec la faillite de la banque d'investissement nord-américaine Lehman Brothers. L'effondrement économique mondial atteint alors des magnitudes inconnues depuis la Grande Dépression. L'activisme des autorités économiques fut notoire et il afficha un haut degré de coordination entre les banques centrales des pays industrialisés, ainsi que de décoordination entre les gouvernements. Cette dernière se manifesta non seulement

dans la très diverse magnitude des paquets fiscaux adoptés, mais aussi dans la compétence des soutiens octroyés par les gouvernements (par exemple, dans la générosité des assurances-dépôts et les crédits concédés à certaines industries).

Les banques centrales des pays industrialisés commencèrent alors à répondre en une seule direction à partir de septembre 2007 et, spécialement, après l'effondrement financier mondial un an plus tard. Les premières actions furent traditionnelles : elles s'orientèrent à réduire les taux d'intérêts d'intervention et à faciliter des ressources aux banques commerciales, dans le cadre de leurs fonctions traditionnelles comme « prêteurs de dernier ressort ». Néanmoins, déjà en 2008 et, notamment, après l'effondrement du mois de septembre de cette même année, elles acquièrent des dimensions inconnues, au moins dans le monde industrialisé. Avec d'importantes variations, les lignes de crédit des banques centrales se multiplièrent, l'accès de nouveaux agents fut permis et les délais de financement s'élargirent considérablement. La Réserve Fédérale fut agressive dans tous ces domaines, alors que l'attitude de la Banque Centrale Européenne fut plus conservatrice, en concentrant ses actions à offrir des lignes de crédit aux banques commerciales avec des délais de plus en plus longs (jusqu'à un an actuellement).

Une fois la phase de réduction des taux d'intérêts épuisée, jusqu'à atteindre le niveau zéro (ou presque zéro), plusieurs banques s'inclinèrent vers des mesures d'« expansion quantitative », dans des magnitudes variables et en suivant différentes stratégies : le financement du secteur privé (l'élément dominant aux États-Unis), en agréant des interventions sur les marchés actionnaires (le Japon), l'acquisition de titres de dette publique (la Grande Bretagne et, en moindre mesure, les États-Unis) et l'accumulation de réserves internationales (la Suisse). Ces mesures furent orientées afin d'augmenter la quantité d'argent, mais aussi, quelques fois, afin de réactiver le crédit de façon directe.

Comme partie de ce processus, les échanges (*swaps*) de monnaies entre banques centrales furent également activés dans des magnitudes sans précédent. L'offre de ressources atteignit, comme résultat de cela, des montants réellement supérieurs à ceux dont disposaient les mécanismes multilatéraux existants. La Réserve Fédérale arriva à avoir des échanges dépassant le demi billion de dollars, c'est-à-dire environ deux fois la capacité de crédit du Fond Monétaire International (FMI) au début de la crise. Les lignes d'échange incluaient celles étendues à quatre économies émergentes considérées comme stratégiques (le Brésil, la République de Corée, le Mexique et Singapour).

La coordination relative des actions des principales banques centrales du monde n'eut pas son corrélat dans les actions des gouvernements. Dans les crises comme celle que nous connaissons, dans lesquelles se produisent de forts ajustements des bilans financiers des entreprises et des foyers, il existe un consensus relatif autour du fait que la politique monétaire et de crédit n'est pas nécessairement très effective pour inciter des augmentations dans la demande globale. C'est pour cette raison que depuis le début de la crise, plusieurs analystes ont réclamé qu'une partie de la réactivation devrait reposer sur la politique fiscale. Mais encore, dans la mesure où les

bénéfices tributaires présentent également des effets incertains sur la demande globale, l'expansion de la dépense publique était préférable. Il existe, d'un autre côté, un grand accord qui défend que les pays avec un excédent externe doivent diriger l'adoption de politiques macroéconomiques expansives.

Cependant, la logique économique n'a pas régné dans ce domaine, pour deux raisons essentielles. Tout d'abord, parce qu'elle n'a pas coïncidé avec la logique politique, à cause de la crainte d'une nouvelle phase d'endettement public (par exemple, en Allemagne), mais aussi à cause de la forte préférence de la droite de réduire les impôts (par exemple, aux États-Unis). Ensuite, parce que la fragilité initiale affichée par la zone euro, qui provoqua même des spéculations dans certains cercles concernant sa possible rupture, fit que la défense de l'euro devienne la priorité de ses membres. De leur côté, les paquets fiscaux les plus expansifs furent adoptés dans quelques cas par des pays avec un excédent externe (la Chine et le Japon), mais aussi par quelques-uns présentant de grands déficits (les États-Unis, la Grande Bretagne et l'Espagne), alors que l'Allemagne, avec un excédent, adopta une attitude plus prudente.

La panique financière avait déjà été conjurée à la fin du mois d'octobre 2008, mais la crise fut transmise avec force à l'activité réelle dans les économies industrialisées, qui dans l'ensemble, se contractèrent à des rythmes annuels de 7 à 8% pendant le dernier trimestre 2008 et le premier de l'année 2009, et qui produit un vrai effondrement du commerce mondial, qui se réduit de 31% lors du premier trimestre 2009, par rapport à la même période de l'année précédente. L'Amérique Latine fut entraînée dans les effondrements de l'activité productive et le commerce mondial, mais dans des magnitudes variables à travers la région. L'impact le plus profond fut celui vécu par l'économie mexicaine, dont la contraction de l'activité économique pendant le premier trimestre atteint 8% et celle de ses exportations, 28%.

La chute libre fut interrompue au deuxième trimestre 2009, transmettant l'expectative d'une réactivation mondiale. Grâce à l'agressivité des politiques d'expansion adoptées par la Chine (fiscales et de crédit), qui se sont étendues vers d'autres pays d'Asie Orientale, cette région est le centre de la réactivation en cours. L'économie de l'Inde, beaucoup plus fermée, a également poursuivi son ascension, mais à un rythme plus lent. Les régions dépendantes des économies nord-américaines et européennes, comme l'Amérique Latine, pourraient se trouver dans une situation de désavantage relatif.

Même si la réactivation en cours se consolide, les implications à long terme de la crise sont évidentes. Par le passé, les récessions sévères ont souvent produit des ruptures dans les tendances à *long terme* de la croissance économique. C'est le cas de l'Amérique Latine et de l'Afrique, à la suite de la crise de la dette des années quatre-vingt, du Japon après sa propre « décennie perdue » et de quelques économies asiatiques à partir de la crise de 1997. C'est pour cette raison que toutes les banques centrales ont signalé, avec raison, que les mesures de réactivation doivent se maintenir jusqu'à ce qu'il y ait des signes fermes d'une croissance économique durable et, pour le moment, pendant une durée indéterminée. Comme résultat de la récession et des paquets fiscaux adoptés, l'endettement public atteindra les montants les plus

élevés depuis la fin de la Seconde Guerre Mondiale. Ceci réduira les marges de la politique macroéconomique pour l'avenir et pourra être l'un des facteurs qui contribue à une croissance économique lente.

Les paquets macroéconomiques déséquilibrés qui ont été adoptés (en particulier, le plus agressif des États-Unis et le plus prudent de la zone euro) créent en plus le risque de déclencher de nouvelles craintes de déséquilibres mondiaux, qui pourraient également produire le danger d'un avortement de la réactivation. Si le commerce international continue à des niveaux déprimés par rapport aux années d'essor, cela pourrait aussi contribuer à une croissance mondiale lente et à créer, en plus, une tournure contre les économies avec une orientation exportatrice.

La nature des paquets monétaires présente également des implications dans l'avenir autour du débat sur les objectifs des banques centrales et de leur autonomie. Une façon de voir ceci est de reconnaître que la multiplicité des objectifs des banques centrales – inflation, activité économique et stabilité financière – a fini par s'imposer dans la pratique sur la vision popularisée depuis les dernières décennies, qui défendait que l'objectif exclusif des banques centrales est la stabilité des prix. Cet élargissement des objectifs implique le besoin d'une plus grande coordination permanente des banques centrales avec les gouvernements. D'autre part, dans la mesure où les actions des banques ont des implications budgétaires importantes – en particulier, comme résultat du soutien du fisc aux multiples lignes de crédit et garanties concédées par les banques centrales -, un dernier point est mis en relation avec la réglementation fiscale sur leur usage, qui expose des sujets relatifs à la relation entre les banques et les parlements et qui donne lieu à des interrogations par rapport à l'autonomie des banques centrales.

En tous cas, la crise a dévoilé que l'économie mondiale manque d'un cadre de coordination de la politique macroéconomique au niveau mondial. D'une certaine façon, la coordination informelle entre les banques centrales a relativement bien fonctionné, mais le cadre plus général utilisé depuis les années quatre-vingt, lui aussi de façon informelle, le G-7, a démontré être faible et il n'est pas évident qu'il fonctionnerait mieux s'il s'élargissait au G-20. Le FMI aurait de multiples avantages comme centre de la coordination des politiques macroéconomiques au niveau mondial. Il s'agit de la seule manière de fournir une structure institutionnelle à cette coordination et de concéder une voix aux pays en voie de développement qui ne soient pas membres du G-20 dans les processus correspondants – et même une voix plus forte que celle des pays en voie de développement du G-20, dans la mesure où ils atteignent des coalitions avec d'autres pays en développement ou avec des pays industrialisés et qui ne sont pas membres de ce groupe.

La crise actuelle doit par conséquent être l'occasion de remettre le FMI au centre du débat et de la conception des politiques macroéconomiques au niveau mondial, un rôle perdu depuis l'effondrement des arrangements originaux de Bretton Woods dans les années soixante-dix. Ceci s'est produit à d'autres niveaux, comme nous le verrons, mais pas en relation avec la coordination des politiques macroéconomiques. Le processus de supervision multilatérale des déséquilibres

mondiaux lancé par le FMI en 2006 fut un pas correct dans cette direction, mais il manqua d'engagements clairs et de mécanismes explicites de reddition de comptes.

2. Les changements dans les cadres régulateurs

La crise a dévoilé ce que plusieurs critiques des processus de libéralisation financière défendaient depuis un certain temps, avec l'évidence fournie par les nombreuses crises financières des trois dernières décennies : que les systèmes financiers ne s'autocontrôlent pas et ne sont pas capables de se stabiliser par eux-mêmes face aux perturbations de grande intensité. Le besoin d'une réglementation de la part de l'État est donc évident. De là, la recommandation qui commence à se faire dans les pays en voie de développement après la crise asiatique sur le besoin d'accompagner les processus de libéralisation financière d'une réglementation et d'une supervision prudentielle plus rigoureuse. Cette recommandation s'est appliquée (sans aucun doute, en retard) dans plusieurs parties du monde en développement, mais elle a été ignorée dans les pays industrialisés, qui ont continué à déréglementer et à superviser incorrectement leurs systèmes financiers. La raison est évidente : la force des intérêts économiques qui soutiennent la libéralisation financière. D'un autre côté, ces intérêts se sont à nouveaux faits sentir et peuvent énormément limiter la portée de la réglementation, comme cela est déjà évident dans les débats en cours, aux États-Unis comme en Europe.

Le problème le plus important est sans doute le comportement procyclique des marchés financiers. Les périodes de croissance se caractérisent par un grand « appétit du risque » qui en définitive démontre être, dans plusieurs contextes, une sous-estimation des risques. Les essors produisent également un sens d'auto-complaisance qui comprend non seulement les sociétés financières, mais aussi les régulatrices, qui peuvent donc laisser passer les signaux d'alerte anticipés. Les attentes favorables et l'essor lui-même du financement produisent des augmentations de prix des actifs, qui rétro-alimentent l'essor. L'accumulation de risques augmente la possibilité que les secteurs financiers affrontent de sérieuses pertes face à des événements qui modifient les attentes. La « fuite vers la qualité » ultérieure produit une augmentation soudaine dans la perception du risque, qui conduit à des compressions dans le financement et, par conséquent, dans la dépense privée. La « contagion », de l'optimisme et du pessimisme le long du cycle économique, et l'utilisation de l'information et des modèles similaires d'évaluation de risque renforcent ce comportement en produisant des réponses unidirectionnelles pendant chaque phase de celui-ci.

Cette intime association entre le cycle financier et le cycle réel et, par conséquent, entre l'accumulation de risques financiers et le comportement macroéconomique, a été soulignée à plusieurs reprises par la littérature dénommée « macro-prudentielle ». L'un des corollaires de cette analyse est que le centre microéconomique traditionnel de la réglementation prudentielle –en particulier sur la diversification de risque- est inadéquat pour éviter l'accumulation de risques pendant les périodes d'essor. L'une des raisons fondamentales est que la libéralisation financière et du compte des capitaux a accentué ces phénomènes, en créant une forte

corrélacion dans le comportement des agents et des différents marchés, qui réduit l'effectivité des stratégies microéconomiques de diversification de risques, car cela implique, dans la pratique, que différents marchés tendent à bouger de façon parallèle, c'est-à-dire, qu'ils soient fortement corrélacionnels.

Le débat sur la réglementation est en cours, avec toutes les dimensions complexes de l'économie politique. La première est la tension entre les instances de réglementation (un mélange, selon le cas, de gouvernements, banques centrales et parlements) et les secteurs financiers. À part la perception des autorités que leur fonction fondamentale est d'empêcher des crises à l'avenir, elles affrontent la pression d'une citoyenneté qui se sent trompée par les pratiques financières du passé et qui rejette de ce fait les mesures de sauvetage de ces sociétés, qui pour cette raison ne peuvent se justifier politiquement que si la réglementation étatique de leurs activités est renforcée. La deuxième tension se produit au niveau international entre les normes nationales et supranationales. Ce dernier débat est particulièrement remarquable en Europe et il a produit des tensions importantes entre la Grande Bretagne et la Commission et l'Union Européenne. Dans le débat en cours, il est cependant évident que quelques consensus ont été atteints. Ces derniers se reflètent notamment dans les déclarations du G-20 (celle de novembre 2008 à Washington et celle d'avril 2009 à Londres), ainsi que dans de nombreux rapports sur le sujet. Néanmoins, tous ces consensus ne sont pas amenés à la pratique et les formes institutionnelles, qu'adoptera la conception régulatrice, ne sont pas très claires.

Le premier consensus est, sans aucun doute, que la réglementation doit être plus *comprehensive*, pour inclure des agents mais aussi des opérations financières qui ont été en dehors de leur portée. Cependant, le débat sur les frontières de la réglementation est toujours important, ainsi que sur quelle est l'autorité compétente lorsqu'il existe plusieurs autorités dans un même pays (c'est en particulier le cas des États-Unis). Parmi les agents non réglés seront inclus, d'une certaine façon, les fonds d'investissement alternatif (*hedge funds*, mais qui font plus que fournir une couverture) et les sociétés similaires, les sociétés financières associées à des affaires industrielles ou commerciales (par exemple, celles qui vendent à tempérament aux consommateurs qui acquièrent des biens de consommation durables) et les agences qualifiées de risque. Les opérations non (ou incorrectement) réglementées incluent les opérations de dérivés, la titularisation d'actifs et les opérations hors bilan (qui devraient être, en tous cas, interdites, comme dans quelques pays, comme par exemple en Espagne).

L'une des recommandations de quelques analystes est que les agents et les activités doivent être assujettis à un même type de réglementation, indépendamment de leur nom, afin de garantir des réglementations équivalentes. Par exemple, les couvertures pour insolvabilité de crédit (*credit default swaps*) sont une assurance de crédit et elles devraient être assujetties, par conséquent, à des réglementations similaires à ces assurances. Le problème de garantir une réglementation équivalente est particulièrement important dans l'intersection entre la réglementation bancaire et celle du marché des capitaux. Par exemple, une émission de bons sur le marché des capitaux est une opération de crédit et devrait donc être assujettie à des réserves (« *margin requirements* » dans le langage nord-américain) ou dépôts de garantie

similaires à ceux qui concernent le capital et les provisions d'une société bancaire qui concède un crédit équivalent. Une autre suggestion, qui représente un rôle central parmi les propositions présentées par le gouvernement des États-Unis, est que les opérations à travers le marché des capitaux devraient se réaliser, en plus, de façon homogène et transparente, afin de garantir le développement d'un marché large et ouvert et que des chambres de compensation puissent être créées, ce qui constitue une protection importante pour les investisseurs. Dans les cas où il ne soit pas possible d'homogénéiser les transactions et que celle-ci s'effectuent par conséquent sur la table, plusieurs analystes ont suggéré qu'il devrait exister des réglementations plus rigoureuses (par exemple, de plus grandes réserves ou des dépôts de garantie).

D'un autre côté, pour corriger les asymétries de l'information auxquelles font face les acheteurs d'actifs titularisés, l'émetteur primaire serait obligé de conserver une partie de ceux-ci en son pouvoir, afin de garantir la qualité des évaluations de risque correspondantes. En outre, dans le cas des opérations de dérivés, il serait possible de limiter ou d'interdire la participation d'agents n'ayant pas d'intérêt direct sur un risque déterminé. De cette façon, par exemple, une personne ne possédant pas d'actions ou de titres de dette d'une entreprise privée ou d'un gouvernement pourrait acheter des couvertures contre la faillite ou la cessation de paiements de cette entreprise ou gouvernement, qui pourraient être aujourd'hui achetées pour des raisons exclusivement spéculatives. De la même façon, il serait interdit ou restreint d'acheter de futurs produits basiques aux agents qui n'opèrent pas régulièrement sur le marché de ces produits (ce qui était courant dans le passé).

Un cas réglementaire particulier est celui des sociétés ayant des implications systémiques et/ou qui opèrent au niveau global. Dans ce cas, il est reconnu que la supervision doit être plus stricte et qu'elle doit se faire, dans le deuxième cas, à travers un mécanisme strictement international, qui pourrait être le « collège des superviseurs » proposé par le G-20. Outre une plus grande supervision, quelques propositions impliqueraient l'exigence d'un capital supérieur ou, éventuellement, de réserves et de garanties, qui soient la contrepartie du risque qui implique que ces sociétés doivent être sauvées par le gouvernement pendant une crise (c'est-à-dire, qui couvrent le coût de la garantie étatique implicite) et, de cette façon, permettent d'affronter les problèmes sévères de l'ainsi dénommé « risque moral » (*moral hazard*).

Un deuxième grand principe d'accord est, comme cela a déjà été signalé, que les réglementations doivent avoir un *cadre macro-prudentiel* qui inclut, en particulier, un important *composant anticyclique*. Il s'agit de la reconnaissance d'un élément que la littérature macro-prudentielle soulignait depuis longtemps, mais qui n'avait pas reçu assez d'attention de la part des régulateurs. Il implique également la correction d'un élément procyclique important des réglementations existantes. Les propositions les plus communes dans cette matière défendent d'augmenter les conditions requises de capital pendant les essors et/ou établir des limites absolues aux niveaux d'endettement (la relation entre les passifs et le capital) des sociétés (la Suisse a déjà adopté une norme du deuxième type). Néanmoins, le cadre le plus important en fonctionnement de ce type, que l'Espagne introduit en 2000, concentre son attention sur les provisions pour portefeuille de créances douteuses, obligeant les sociétés à

faire des provisions lorsque des crédits sont déboursés, non seulement lorsque ces derniers ne sont pas payés, mais également lorsque l'on prévoit la possibilité d'un non accomplissement des obligations. Il faut cependant souligner que la reconnaissance de l'importance des réglementations macro-prudentielles ne s'est pas matérialisée dans tous les cas dans des suggestions spécifiques de réforme. Il est frustrant, en particulier, que, contrairement à l'Europe, les propositions récentes du gouvernement des États-Unis sur la réglementation n'incluaient pas de suggestions très spécifiques sur ce sujet.

Un troisième principe d'accord concerne la *transparence* avec laquelle doivent opérer les intermédiaires financiers. L'un des sujets essentiels de ce domaine est la transparence des opérations financières complexes, qui exige que la conception soit claire et que l'information importante soit disponible pour les agents qui participent des deux côtés du marché. Cela devrait peut-être conduire à un principe de simplicité, étant donné que la complexité dans la conception de certaines opérations augmente les asymétries de l'information.

Les normes comptables posent aussi des problèmes de transparence. La valorisation aux prix de marché présente des avantages évidents du point de vue de la transparence, mais produit en même temps des effets procycliques sur le secteur financier, car les plus grandes valorisations (par exemple, celles des hypothèques) alimentent les essors et les moindres valorisations, les crises. La solution ne consiste cependant pas à éliminer ces critères de valorisation (comme cela s'est produit en partie pendant la crise actuelle aux États-Unis en raison de la pression du secteur financier), mais plutôt à effectuer des ajustements qui compensent cet effet procyclique. Parmi ces ajustements, il a été proposé que la relation entre les prêts et la valeur des actifs présente un comportement anticyclique (se réduise pendant l'essor et augmente pendant les crises). Un autre critère défendu par quelques analystes est de tenir compte du délai des fonds dont disposent les différentes sociétés, puis imposer la valorisation aux prix de marché aux agents qui possèdent fondamentalement des passifs à court terme, notamment les banques, mais à travers des règles qui suivent en moindre mesure les mouvements à court terme de ceux qui ont des ressources à plus long terme, comme les fonds de pension.

Un quatrième critère en matière de réglementation est la *défense du consommateur*. Le point essentiel dans ce milieu est que les agents économiques qui n'aient pas de grande sophistication financière doivent disposer de produits qui soient simples, et donc faciles à comprendre. Après avoir étudié différentes suggestions présentées, le gouvernement des États-Unis a proposé de créer une Commission de Sécurité Financière (*Financial Safety Commission*) qui se charge spécifiquement de superviser les produits offerts sur le marché, et même de permettre ou pas leur commercialisation. Une alternative pour les pays avec une structure de réglementation et de supervision prudentielle moins fragmentée, est de créer une branche au sein de l'autorité compétente (la superintendance financière ou la banque centrale), spécifiquement chargée de la défense du consommateur.

En dernier lieu, il faut également souligner que ces propositions ne remplacent pas les critères micro-prudentiels objet de l'attention du système de réglementation

existant, mais les complètent, notamment en ce qui concerne la diversification correcte de risques. La force du processus de concentration présent dans le secteur financier indique qu'un autre critère traditionnel, le contrôle de positions dominantes sur le marché, aura une importance décisive dans le futur. Ce sujet est mis en relation avec les problèmes soulignés par des sociétés qui, en raison de leur taille, peuvent produire de grandes perturbations sur le marché. Selon ces deux critères, il peut être convenable de faire un usage actif de la puissance des autorités antimonopolistes de la division des sociétés financières les plus grandes. Les autorités suisses ont déjà suggéré des mesures de ce type, mais elles n'ont pas été appliquées.

La conception institutionnelle du système de réglementation a aussi été l'objet de nombreux débats, au niveau national mais aussi international. Par tradition, les États-Unis se sont inclinés vers la maintenance d'un large ensemble de régulateurs et de superviseurs financiers, qui engloberaient en plus des autorités des états fédérés. La proposition du gouvernement de ce pays n'est pas de réduire le nombre de régulateurs et, moins encore, de les unifier (comme dans le système britannique), mais plutôt de créer un Conseil de régulateurs présidé par le Secrétaire du Trésor, tout en laissant dans les mains de la Réserve Fédérale (qui serait l'un des membres du Conseil) la compétence pour superviser les sociétés systématiquement importantes. Ceci a provoqué une réaction négative parmi quelques parlementaires qui considèrent que la Réserve Fédérale n'a non seulement pas été capable d'évaluer les risques qui s'accumulaient, mais qu'elle manque également des mécanismes appropriés concernant la reddition de comptes. Ce fait souligne l'importance de *l'adéquation de la reddition de comptes* des sociétés chargées de la réglementation et de la supervision prudentielle. Il envisage d'un autre côté d'importants problèmes de coordination entre les gouvernements et les banques centrales lorsque ces dernières partagent ces tâches, ainsi que les problèmes associés aux limites de l'autonomie des banques.

Un sujet lié à ce préalablement indiqué se présente dans les pays où la réglementation et la supervision prudentielle ne sont pas une responsabilité des banques centrales, comme dans le cas de plusieurs pays latino-américains. Dans ce cas, les banques centrales sembleraient être, de toute façon, les autorités appropriées pour prendre le leadership en matière d'expédition de normes macro-prudentielles. Ceci est encore plus évident dans la mesure où ces normes sont complémentaires de la politique monétaire et pourraient, de fait, être plus effectives dans le contrôle du cycle de crédit, une tâche pour laquelle la politique monétaire peut avoir des effets limités. Cependant, la division de fonctions entre la banque centrale et le gouvernement en matière régulatrice souligne à nouveau les problèmes de coordination et d'autonomie déjà mentionnés.

Au niveau international, l'Union Européenne est en train de redéfinir la complexe division de compétences entre les autorités de l'Union (le Parlement et la Commission) et les nationales. Au niveau global, les mécanismes de coopération proposés sont encore très faibles. Outre le Collège des Superviseurs, le G-20 a proposé que le Forum (maintenant Assemblée) de Stabilité Financière (*Financial Stability Board*) assume la tâche de coordonner la réglementation prudentielle au niveau international (c'est-à-dire, l'expédition de standards basiques), en collaboration avec les sociétés spécialisées, dont la plus importante est le Comité de Bâle sur le Contrôle

Bancaire. Pour ce faire, il a également approuvé l'élargissement de ses membres, pour ainsi incorporer tous les pays en voie de développement qui font partie du G-20.

Cependant, cette Assemblée manque d'un secrétariat fort et disposera, dans tous les cas, d'un nombre limité de membres. C'est pour cette raison qu'une alternative suggérée a été que la Banque des Règlements Internationaux, qui a soutenu le Forum, se transforme en ce secrétariat. Ceci demanderait d'élargir le nombre de membres de la Banque des Règlements Internationaux et augmenter sa responsabilité politique. Un élément implicite dans ces propositions est la reconnaissance du fait que, même si le FMI doit inclure, et même renforcer la surveillance des systèmes financiers des pays membres, comme partie de ses tâches de supervision macroéconomique (notamment, celles réalisées dans le cadre de l'Article IV de l'accord constitutif du Fond), il ne doit pas se charger de concevoir les standards internationaux de réglementation et de supervision prudentielle.

3. Les problèmes spécifiques des pays en voie de développement

L'un des consensus diffusés au début de la crise était que les pays en voie de développement pourraient eux aussi faire partie de la solution et, par conséquent, de la même façon que les industrialisés, ils devraient adopter des politiques macroéconomiques anticycliques. Le fait que plusieurs d'entre eux avaient accumulé d'abondantes réserves internationales et présentaient des niveaux d'endettement public et externe inférieurs que lors des crises précédentes indique qu'ils disposaient d'une marge d'action plus importante pour le faire que dans le passé. En même temps, la crise a mis en évidence un problème qui a été une caractéristique notoire de la globalisation lors des dernières décennies (comme dans le cas de la première globalisation à la fin du XI^{ème} siècle et début du XX^{ème}) : que les flux de capital vers les pays en voie de développement sont excessivement procycliques, c'est-à-dire, qu'ils s'élèvent disproportionnellement pendant les essors et sont soumis à des interruptions brusques pendant les crises. Ce comportement procyclique représente la restriction la plus importante pour l'adoption de politiques macroéconomiques anticycliques.

La sortie de capitaux du monde en développement, qui commença à être insinuée vers la moitié de 2008 et ouvertement dévoilée en septembre, a souligné que beaucoup de pays en voie de développement ne pourraient pas adopter de politiques anticycliques sans compter avec le soutien multilatéral (du FMI et les banques multilatérales) ou bilatéral (assistance officielle pour le développement). Ce soutien est particulièrement important pour les pays qui ont une marge d'action réduite, que ce soit pour avoir accumulé des déséquilibres pendant l'essor précédent ou parce qu'ils ont enregistré un effondrement des termes d'échange ou des sorties massives de capitaux.

Cependant, le problème principal dans ce domaine est l'échelle de ce financement. Au début de l'année 2009, l'Institut des Finances Internationales calcula, par exemple, que les pays « émergents » affronteraient une sortie nette de capitaux de 30 milliards de dollars en 2009, par rapport à une entrée nette de 632 milliards en

2007. Les institutions financières multilatérales augmenteraient leur financement net entre les deux années, mais seulement l'équivalent à 28 milliards de dollars, c'est-à-dire 4% du manquant.

Le besoin d'augmenter le financement d'urgence aux pays en voie de développement pendant la crise n'est bien évidemment pas un nouveau problème. Pendant la crise latino-américaine de la dette, cela fut visible dans le Plan Baker, vers la moitié des années quatre-vingt, qui précéda le Plan Brady déjà mentionné. À son tour, la crise mexicaine de 1994-1995 mit en marche, avec un fort soutien des États-Unis, un paquet de soutien au Mexique avec des quantités sans précédents. D'un autre côté, à partir de la crise asiatique, le FMI créa deux nouvelles facilités de crédit : le Service de Complémentation de Réserves développé en 1997 et la Ligne de Crédit Contingent, avec des objectifs préventifs. La première servit de cadre pour les grands crédits octroyés aux économies émergentes pendant la crise de 1998-2002. La principale critique faite à ce mécanisme de financement était qu'il était accompagné d'excessives conditionnalités, qui obligeaient même les pays en voie de développement à adopter des politiques macroéconomiques récessives, soit l'opposé aux politiques anticycliques que l'on désire maintenant mettre en route. La deuxième ligne, quant à elle, ne fut pas utilisée, par peur à ce qu'elle soit perçue comme un indicateur de vulnérabilité et elle fut annulée en 2003 ; en 2006, le FMI proposa de créer une ligne alternative, dénommée Ligne d'Augmentation de Réserves, qui elle non plus fut utilisée.

La crise actuelle a été la plus ambitieuse dans tous ces domaines, car elle a combiné l'usage actif des mécanismes d'échange de monnaies des banques centrales avec une impulsion à grande échelle de la capacité de crédit du FMI. Nous avons déjà vu dans une section précédente l'importance du premier de ces mécanismes. La réunion à Londres du G-20 approuva, à son tour, une forte injection de ressources pour cet organisme : 750 milliards de dollars en endettement du Fond avec les pays et, éventuellement, sur le marché, et 250 milliards supplémentaires en émissions de Droits de Tirage Spéciaux (DTS), dont un peu moins de 40% serait assigné à des pays en voie de développement conformément au système en vigueur des quotas. Les 750 milliards surestiment certainement les ressources qui seront effectivement disponibles. Une partie des prêts sera sûrement remplacée avec des apports de quotas, une fois terminée la discussion sur ce sujet en 2011, selon le chronogramme établi.

Les décisions du G-20 furent précédées en mai 2009 par une importante réforme des lignes de crédit du FMI, qui inclut : (i) la création de la Ligne de Crédit Flexible, déjà utilisée par trois pays (la Colombie, le Mexique et la Pologne), qui permet aux pays avec des politiques macroéconomiques solides d'accéder à des ressources à grande échelle avec des buts préventifs et sans conditionnalité ex-post ; (ii) la duplication de la taille des autres lignes de crédit ; et (iii) la décision de déboursier les crédits indépendamment de si les pays accomplissent ou pas les conditions requises de conditionnalité structurelle. Les objectifs fiscaux sont eux aussi devenus moins exigeants dans les programmes actuels du FMI, par rapport aux conditions habituelles dans le passé.

Cependant, il existe la crainte que la nouvelle stratégie de financement du Fond ne facilitera des ressources qu'aux pays avec des politiques macroéconomiques fortes ou ceux avec des besoins considérables de ressources, en laissant la plupart des pays en voie de développement sans aucun type de soutien. La nouvelle ligne de crédit de liquidité créée par le Fond en octobre 2008 est un pas positif, mais il est essentiel qu'il ne finisse pas par diviser ces pays en deux catégories, ceux qui ont de bonnes et de mauvaises politiques, car cela augmenterait significativement les risques du deuxième groupe. Les voix critiques avec le Fond ont signalé que les programmes du FMI adoptent encore des politiques macroéconomiques procycliques.

Ces initiatives ont été complétées par d'autres orientées à augmenter le financement des banques multilatérales de développement. L'utilisation au maximum de leur capacité de crédit est l'option qui a été adoptée dans tous les cas, mais il est aussi nécessaire de disposer de capitalisations additionnelles des banques régionales et sous-régionales de développement (comme celle approuvée en août par la CAF). Une implication de cela est que le rôle anticyclique a été explicitement reconnu comme l'une des fonctions principales des banques multilatérales de développement, aux côtés de la provision de biens publics mondiaux ou régionaux – parmi lesquels le combat contre le changement climatique figure maintenant au centre de l'agenda mondial- et le soutien aux pays les plus pauvres qui n'ont pas accès aux marchés privés.

L'un des problèmes les plus importants affrontés par les pays en voie de développement pendant les crises est la compression des lignes commerciales disponibles pour les exportateurs. Ceci multiplie les effets récessifs de la contraction du commerce et détruit un mécanisme essentiel de récupération des pays avec un déficit externe. De là l'importance de compter avec des programmes de financement commercial des banques multilatérales à grande échelle. Ces institutions peuvent également jouer un rôle essentiel en tant que « créateurs de marchés » pour des instruments innovateurs, comme les bons liés au PIB et aux prix de produits de base, et augmenter le financement aux pays en voie de développement dans leurs propres monnaies.

La surprise a cependant été l'absence d'une initiative importante de la part du G-20 pour augmenter l'Assistance Officielle pour le Développement, qui paraît plutôt être en train d'affronter des compressions importantes en raison des difficultés fiscales de la plupart des pays industrialisés. Ce sujet a également brillé par son absence lors de la réunion du G-7/8 à Rome, où seulement un programme pour promouvoir l'offre d'aliments dans les pays les plus pauvres fut approuvé.

Deux sujets également absents dans le débat sont ceux concernant les réglementations des flux internationaux de capital et des mécanismes institutionnels pour gérer les problèmes de surendettement. Dans le premier cas, il faut noter que les réglementations des flux de capital peuvent jouer un rôle semblable ou complémentaire à celui des cadres macro-prudentiels, étant donné que le comportement procyclique des flux de capital est l'une des sources principales (voire la source principale) du comportement procyclique du crédit dans les pays en voie de

développement et qu'il produit d'autres complications, comme par exemple des différences entre la monnaie dans laquelle les actifs sont dénommés et les passifs d'un agent économique. Ce dernier problème a été l'un des plus importants dans d'innombrables crises et il a été présent dans la plupart des cas les plus complexes de l'actuelle, notamment dans les pays de l'Europe centrale et orientale. Les réglementations sur les flux de capital peuvent jouer un rôle équivalent aux réglementations macro-prudentielles ou même mieux occuper cette fonction.

Il est important de souligner dans ce contexte que l'accord constitutif du FMI laisse les pays en liberté pour imposer des restrictions à l'entrée ou à la sortie de capitaux. De cette façon, il serait même possible d'avancer que le Fond devrait non seulement tolérer, mais aussi conseiller les pays sur quel type de réglementations des flux de capital il serait préférable adopter sous des conditions déterminées. En outre, il serait convenable d'accorder quelques principes internationaux sur quels sont les types de réglementations de ce type qui peuvent être jugés convenables. Parmi elles, nous pourrions en inclure au moins trois : la possibilité d'établir des réserves aux entrées de capitaux, des conditions minimales de séjour dans les pays récepteurs (comme l'appliquent les fonds mutuels aux investisseurs) et l'interdiction de prêter en monnaies étrangères aux agents économiques qui n'ont pas de revenus dans ces monnaies.

De son côté, la crise de la dette des années quatre-vingt dévoila pour la première fois que le monde ne dispose pas d'institutions pour gérer les problèmes de surendettement externe des pays en voie de développement. La seule exception dans ce sens est le Club de Paris, qui gère exclusivement des dettes officielles bilatérales. De là, la dépendance d'initiatives *ad hoc* dans ce domaine, comme le Plan Brady déjà mentionné, ainsi que les initiatives pour les pays pauvres. Il faut ajouter à ces dernières les renégociations individuelles, généralement traumatiques. Le problème de tous ces mécanismes est qu'ils arrivent généralement en retard, lorsque les hauts niveaux d'endettement ont déjà eu des effets dévastateurs sur les pays. D'autre part, ce système est horizontalement inéquitable, puisque ni les débiteurs ni les créanciers sont traités de la même façon.

La crise mexicaine de 1994-1995 provoqua des propositions plus articulées pour créer un mécanisme institutionnel dans ce domaine. Après la crise asiatique, le FMI lui-même se chargea de ce sujet en 2001-2003, en proposant la création d'un Mécanisme de Restructuration de Dettes Souveraines (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*). Malgré l'échec de cette initiative, elle produit deux réponses partielles : l'acceptation des créanciers privés d'inclure des clauses d'action collective dans les contrats d'émission de bons aux États-Unis, qui définissent les majorités nécessaires pour restructurer cette dette -un mécanisme déjà utilisé sur d'autres marchés, notamment l'anglais- et l'approbation de quelques « codes de conduite », parmi lesquels il faut ressortir les « Principes pour les flux de capital stables et la restructuration juste des dettes sur les marchés émergents » adoptés en 2005 par l'Institut des Finances Internationales.

Même si pendant la crise actuelle nous avons pu écouter de nouvelles voix dans ce sens, ce sujet a été exclu de l'agenda des pays industrialisés. La récente

Conférence des Nations Unies sur la crise financière et économique mondiale et ses effets sur le développement (du 24 au 26 juin) a lancé un appel, mais seulement pour « explorer » un cadre de coopération plus structuré dans ce domaine, même si elle a reconnu la possibilité que les pays en voie de développement avec un grave manque de réserves aient recours au gel temporel du service de la dette.

La Commission des experts sur les réformes du système monétaire et financier international convoqué par le Président de l'Assemblée Générale des Nations Unies (la Commission Stiglitz) a repris ce sujet, en proposant que la nouvelle architecture inclue une Cour Internationale pour la Restructuration des Dettes Souveraines, qui serve de médiatrice et arbitre éventuel de renégociations de dettes internationales publiques et privées (dans ce dernier cas lorsque le problème implique une crise de balance des paiements d'un pays). Les schémas exclusivement privés, comme ceux qui se basent sur les clauses d'action collective, sont insuffisants, puisque les pays débiteurs tendent à ne pas utiliser ces instruments pour éviter d'opposer les créanciers.

Un mécanisme de ce type commencerait avec la déclaration de moratoire du pays débiteur qui déclencherait les renégociations. Le système doit être basé sur le principe que la solution doit être définitive et fournir au pays débiteur non seulement la possibilité de surmonter son endettement, mais aussi de revenir sur le marché. Les banques multilatérales peuvent concevoir des mécanismes qui facilitent ce retour, à travers la concession de garanties. Le système doit finalement se pencher vers l'équité horizontale, en offrant le même traitement aux différents débiteurs et aux différents créanciers, publics ou privés.

4. La réforme du système monétaire international

Le FMI fut créé sur un système monétaire international duel, basé sur une parité fixe entre l'or et le dollar. Ce système s'effondra au début des années soixante-dix et fut remplacé par un autre basé fondamentalement sur une monnaie fiduciaire *nationale*, le dollar des États-Unis. Il s'agit également, il faut le dire, d'un système dans lequel plusieurs monnaies de réserve sont en concurrence, mais cette dernière n'a été jusqu'à aujourd'hui qu'une caractéristique subsidiaire.

Ce système est instable et inéquitable. Il est instable pour deux raisons basiques. En premier lieu parce que de même que tous les systèmes qui l'on précédé, il a une tendance contre les pays déficitaires : les ajustements que ces pays ont besoin d'adopter pour équilibrer leurs comptes externes sont plus sévères que ceux auxquels font face les pays excédentaires. Ceci provoque un effet récessif (ou, comme il est dit plus couramment dans ces débats, déflationniste), car il réduit la demande globale mondiale. Ceci est particulièrement plus évident pendant la crise, lorsque le financement des déficits devient plus compliqué. La seule exception est celle des États-Unis, capable de financer une partie de son déficit avec la demande de réserves du reste du monde. Cela implique pour autant que le système n'impose pas de discipline macroéconomique au pays qui émet la principale monnaie de réserve internationale et

lui permet de cette façon de financer ses déficits en inondant le monde d'actifs en dollars.

Néanmoins, cette caractéristique ajoute un deuxième élément d'instabilité, car elle le soumet à des cycles de confiance envers le dollar comme monnaie de réserve. La seule façon pour que le reste du monde puisse accumuler des actifs *nets* en dollars, est que les États-Unis s'exposent à un déficit du compte courant. Cependant, les déficits nord-américains ont tendance à miner la confiance envers le dollar comme monnaie de réserve. Cette perte de confiance peut conduire à des ajustements orientés à restaurer sa crédibilité, mais ceci produit un effet récessif au niveau mondial –c'est-à-dire, encore une tendance déflationniste. Dans la littérature économique, ce problème est connu comme le « dilemme de Triffin », en honneur à la personne qui le formula pour la première fois dans les années cinquante. Son reflet principal depuis la moitié des années soixante-dix ont été les cycles chaque fois plus intenses d'augmentation et correction du déficit du compte courant des États-Unis. Étant donné que ces cycles ont été caractérisés, en plus, par de fortes variations du taux de change du dollar, cette monnaie a perdu l'attribut principal que doit avoir un actif international de réserves : une valeur stable.

Le système est inéquitable car il oblige les pays en voie de développement à transférer des ressources vers la nation qui fournit la monnaie de réserve. Ce transfert a augmenté avec le temps, au fur et à mesure que ces pays ont reconnu que la seule façon de gérer l'instabilité des marchés financiers internationaux est d'accumuler de grandes sommes de réserves internationales. En effet, la demande de réserve des pays en voie de développement a augmenté de façon draconienne après la crise de la dette des années quatre-vingt et, spécialement suite à la crise asiatique. En moyenne, les pays aux revenus moyens, sans inclure la Chine, sont passés d'avoir des niveaux de réserves équivalents à 3% du PIB des années quatre-vingt, à 21% en 2007 (47% dans le cas de la Chine) ; quant aux pays aux revenus faibles, ils ont atteint 16%. Le fait que ce processus se soit produit après les deux grandes crises du monde en voie de développement et le fait qu'il ait été généralisé, indiquent que ce motif d'« auto-assurance » contre les crises et non le « mercantilisme » est celui qui explique cette accumulation monumentale de réserves. Il faut ajouter que, dans la mesure où l'accumulation de réserves du monde en voie de développement produit un excédent ou de meilleurs soldes du compte courant, elle contribue aux effets récessifs du système monétaire international préalablement mentionné.

Une solution serait de permettre ou même de motiver que le système évolue vers un autre clairement basé sur une multiplicité de monnaies de réserve, c'est-à-dire en accentuant la caractéristique subsidiaire du système actuel. Cependant, cela ne résoudrait pas les problèmes d'équité du système en vigueur et pourrait même accentuer son instabilité, en ajoutant l'impact de la volatilité des types de change de ces monnaies. De ce fait, dans un système de cette nature, aucune monnaie de réserve n'accomplirait la condition requise fondamentale de présenter une valeur stable. En plus, il n'est pas évident que le système actuel fournisse des alternatives suffisantes au dollar, comme dans le cas de la crise récente. Les actifs en euros ont démontré être un remplaçant imparfait, étant donné l'absence d'un marché intégré de bons en Europe et à la faiblesse affichée par la zone euro.

Par conséquent, la meilleure alternative serait donc d'évoluer vers un système basé sur une monnaie fiduciaire soutenue par toutes les banques centrales du monde. Le meilleur candidat dans ce sens sont les Droits de Tirage Spéciaux du FMI, créés dans les années soixante, précisément dans l'espoir de devenir la principale monnaie mondiale de réserve. Ceci permettrait en plus de compléter l'évolution des systèmes monétaires nationaux et internationaux depuis le XIX^{ème} siècle vers des monnaies fiduciaires¹. La revitalisation de l'émission de DTS défendue par le G-20 avance dans cette direction. À l'approbation d'une émission équivalente à 250 milliards de dollars, il faudrait ajouter celle de 21,4 milliards de DTS (environ 33 milliards de dollars), qui fut approuvée en 1997, mais qui n'avait pas été mise en marche par manque d'approbation du Congrès des États-Unis, jusqu'au mois de juin dernier, date à laquelle elle est finalement devenue effective. Mais même de cette façon, ces deux émissions ne situeraient le total d'actifs de DTS qu'à 5% des réserves mondiales.

Les propositions les plus ambitieuses dans cette direction ont été celles de la Chine et de la Commission Stiglitz. Le Gouverneur de la banque centrale de Chine, Zhou Xiaochuan, lança au mois de mars un appel pour créer un nouveau système monétaire international basé sur trois piliers : « une monnaie internationale de réserves qui devra avoir, tout d'abord, un point de référence stable et qui devra être émise conformément à une série de règles claires qui garantissent son offre ordonnée ; en deuxième lieu, l'offre doit être suffisamment flexible pour garantir à temps son ajustement aux changements de la demande ; en troisième lieu, cet ajustement doit être déconnecté des conditions économiques et des intérêts souverains de tout pays individuel »². À son tour, la Commission Stiglitz a envisagé en même temps une réforme orientée à instaurer une monnaie réellement internationale au centre du système, et il pourrait s'agir des DTS. La Conférence des Nations Unies célébrée en juin a « reconnu » ces besoins de réforme.

¹ Quelques voix, heureusement isolées, ont proposé de reconstruire le système monétaire mondial sur la « relique barbare », comme Keynes qualifiait l'or, mais cela serait incompatible avec la gestion monétaire anticyclique des banques centrales modernes.

² Traduction propre du texte en anglais. Consulter Zhou Xiaochuan, « Reform the international monetary system », <http://www.pbc.gov.cn/english//detail.asp?col=6500&ID=178>.

Une réforme basée sur les DTS devrait avoir deux caractéristiques remarquables. La première serait une émission de DTS équivalente à la demande mondiale additionnelle de réserves, que la Commission Stiglitz a estimée entre 150 et 300 milliards de dollars par an. Cette émission pourrait se faire régulièrement, mais il serait préférable de la concentrer sur les périodes de crise, pour ainsi éviter d'alimenter les essors et, au contraire, introduire un élément anticyclique dans la gestion macroéconomique mondiale. Afin de corriger l'asymétrie que le système actuel produit en faveur des pays excédentaires, et qui produit en plus des effets récessifs au niveau mondial, l'émission de DTS pourrait éventuellement exclure les pays qui affichent un excédent « excessif » ou « structurel » - des termes qu'il faudrait bien évidemment décrire avec précision.

Ces émissions seraient accompagnées, en deuxième lieu, d'un financement anticyclique, afin de soutenir les pays qui subissent des difficultés pendant les crises pour financer leurs déficits. Pour cela, il existe deux alternatives complémentaires : (i) considérer les DTS émis mais non utilisés comme dépôts dans le FMI, qui s'emploient pour financer les prêts de cet organisme ; et (ii) concéder des prêts pendant les crises en émettant de nouveaux DTS (de la même façon que le font aujourd'hui les banques centrales au niveau national) ; ces émissions se détruiraient automatiquement au fur et à mesure que les prêts soient remboursés.

Un financement à grande échelle du FMI pendant les crises, sans les conditionnalités excessives qui ont caractérisé son financement dans le passé, permettrait de créer une meilleure « assurance collective » et de réduire l'asymétrie à laquelle font face les pays déficitaires pendant les crises, mais aussi le besoin d'accumuler des réserves comme mesure d'« auto-assurance ». Une alternative pour améliorer l'assurance collective serait aussi d'introduire, au moins partiellement, la réforme proposée par Keynes lors des discussions préalables à la création du FMI : un découvert automatique, disponible par conséquent sans aucune conditionnalité, au moins pour des montants et des périodes limités.

D'autre part, pour corriger l'asymétrie que souffrent les pays en voie de développement dans le système financier international, dérivée de l'excessive volatilité financière à laquelle ils font face, les émissions de DTS pourraient être soumises, au moins en partie, à la demande de réserves des différents pays. Une autre alternative serait d'introduire une « dimension de développement » à ces émissions, comme cela fut proposé par un groupe d'experts convoqués par l'UNCTAD dans les années soixante. En tous cas, la meilleure alternative serait de permettre que les DTS non utilisés par les pays industrialisés et « déposés » dans le FMI puissent être utilisés par cet organisme pour acheter des bons émis par les banques multilatérales de développement. D'autres analystes, parmi lesquels George Soros et Joseph Stiglitz, ont proposé simplement qu'ils soient transférés à des institutions internationales qui financent l'assistance officielle pour le développement (dans ce cas, au caractère multilatéral) et la provision de biens publics mondiaux (comme la lutte contre le changement climatique).

Un système de cette nature corrigerait une grande partie des problèmes de l'actuel. La négociation politique d'une réforme de ce type n'est bien évidemment pas une tâche facile. Il faut tout de même ajouter, cependant, que pour les États-Unis, un système comme celui-ci présenterait quelques avantages, notamment celui de pouvoir gérer sa politique macroéconomique sur la base de critères strictement nationaux. En outre, si la monnaie mondiale n'est utilisée que comme monnaie de *réserve* et donc exclusivement dans des transactions entre les banques centrales, le dollar continuerait d'être utilisé comme la monnaie principale pour les échanges commerciaux et financiers au niveau international. Évidemment, avec le temps, il pourrait être permis que les DTS soient employés dans quelques transactions financières privées.

Cette réforme pourrait –et devrait- être soutenue avec des fonds de réserves ou autres accords monétaires de caractère régional. Mais en plus, la meilleure alternative serait de visualiser le FMI de l'avenir comme le sommet d'un *réseau* de fonds régionaux de réserves, plus que comme un fond mondial unique – c'est-à-dire, avec une structure plus ressemblante à la Banque Centrale Européenne ou à la Réserve Fédérale des États-Unis qu'à l'institution monolithique d'aujourd'hui.

L'accord monétaire régional le plus significatif est, bien sur, celui de la zone euro. Il existe, en plus, quelques banques centrales communes dans le monde en développement, en Afrique Occidentale et dans les Caraïbes Orientales. En matière de fonds de réserves, le plus important est le Fond Latino-Américain des Réserves (FLAR) qui, malgré son nom, est toujours une institution fondamentalement andine avec deux partenaires extrarégionaux (le Costa Rica et l'Uruguay). Il y a également des accords qui datent de longtemps concernant l'échange de monnaies entre banques centrales (celui d'ASEAN, par exemple) et un système de règlements régionaux, comme la Convention pour les Règlements et Crédits Réciproques de l'ALADI.

L'initiative la plus importante de la décennie actuelle est celle de Chiang Mai, lancée en 2000 par les pays de l'ASEAN, la Chine, le Japon et la République de Corée (ASEAN + 3). Cette initiative fut conçue comme un mécanisme basé sur des lignes de crédit bilatérales entre banques centrales. En mai 2009, un pas supplémentaire fut donné en augmentant ses ressources à 120 milliards de dollars et accorder qu'à la fin de cette année il faudrait définitivement mettre en marche la multilatéralisation des lignes de crédit approuvées, accordée depuis 2005, et le mécanisme de supervision macroéconomique qui sera employé. De son côté, la Chine a avancé pour situer le renminbi comme monnaie internationale, en concédant des lignes de crédit dans cette monnaie et augmenter les échanges de monnaie avec d'autres banques centrales.

Par ailleurs, en Amérique Latine, il existe aussi quelques initiatives intéressantes. L'Argentine et le Brésil ont accordé un mécanisme pour permettre des paiements réciproques dans leurs propres monnaies. Il y également eu une discussion autour de la création d'un instrument de paiements et de crédits réciproques dans le cadre de l'ALBA (l'initiative du Sucre), qui présente des ressemblances avec le « poids andin » créé dans les années quatre-vingt dans le cadre du FLAR, mais qui n'a jamais été utilisé. Ces schémas pourraient se généraliser à tous les membres de la Convention pour les Règlements et Crédits Réciproques de l'ALADI.

Les pays en voie de développement occupent une position exceptionnelle pour contribuer à la création d'institutions monétaires régionales, grâce aux considérables réserves internationales qu'ils ont accumulées. L'usage plus actif de ces réserves, que ce soit à travers des échanges entre banques centrales ou fonds de réserves, pourraient multiplier les effets favorables qu'ils présentent, afin d'élargir les degrés d'autonomie des politiques macroéconomiques. Il faudrait ajouter à cela que les réserves ou les ressources des fonds souverains de richesse puissent s'utiliser pour capitaliser les banques multilatérales de développement propriété des pays en voie de développement ou pour investir en bons émis par ces institutions. La multiplication de ce type d'institutions financières est un champ fertile pour la coopération Sud-Sud, qui a eu tendance à être sous-exploitée jusqu'à maintenant.

5. Les réformes et le cadre institutionnel nécessaire

Toutes les crises financières de portée internationale des dernières décennies ont permis d'observer qu'il est nécessaire de réformer l'architecture financière internationale, qui n'est pas adaptée au monde d'aujourd'hui. Cependant, ces efforts tendent à disparaître dès que la situation se normalise. En plus, chaque crise présente des problèmes différents et centre l'attention des propositions dans différentes directions. Le résultat est qu'il n'existe aucun effort consistant de réforme. D'autre part, une constante a été la préférence des principaux pays industrialisés envers des mécanismes de membres limités et manquant d'institutionnalité formelle. Ceci leur permet de contrôler les processus de réforme, mais aux dépens de générer un déficit démocratique notoire dans la gouvernabilité mondiale et des problèmes dérivés du manque d'une institutionnalité formelle (l'absence de continuité et donc l'inefficacité des différentes initiatives, un problème endémique dans le G-7). La conjoncture actuelle ne semble pas être une exception à ces règles, car les initiatives de réforme sont partielles et suivent le modèle institutionnel mentionné.

Comme nous l'avons vu le long de cet essai, les principales propositions ont été orientées à améliorer la coordination des politiques macroéconomiques, à renforcer la réglementation prudentielle et à élargir le financement multilatéral disponible pour les pays en voie de développement. Des propositions ambitieuses concernant la réforme du système mondial de réserves –dont l'une des dimensions, les émissions de Droits de Tirage Spéciaux (DTS), ont été partiellement accueillis au sein du G-20- ont été également faites, et se sont renforcées ou bien mis en marche quelques initiatives de type régional. Au contraire, deux sujets qui étaient au centre des crises précédentes, centrées sur le monde en développement, la réglementation des flux internationaux de capital et la création d'un mécanisme international pour gérer leurs problèmes éventuels de surendettement, ont maintenant été relativement absents dans les discussions.

L'effet de ces initiatives a été le renforcement considérable du FMI et de la coopération entre les banques centrales et, en moindre mesure, des banques multilatérales de développement. Dans un autre terrain qui lui aussi a présenté des progrès, celui de la coordination des politiques macroéconomiques des principales économies, la prédilection a été clairement de la maintenir dans un cadre informel (le G-7 ou, tout au plus, le G-20) au lieu d'employer activement le FMI dans ce but, comme cela serait désirable. En tous cas, les efforts de coordination ont été très partiels, comme reflètent les politiques monétaires et fiscales très différentes que les principales économies ont mis en marche.

Du point de vu institutionnel, l'initiative la plus importante a été l'utilisation du G-20 comme mécanisme de coopération de grande portée. Cependant, ce Groupe paraît encore être dominé dans son fonctionnement par le G-7 (et même par quelques membres du G-7) et il reflète la préférence dévoilée des principaux pays développés d'utiliser des mécanismes informels au lieu d'institutions multilatérales représentatives comme cadre dirigeant de la coopération internationale. Il est bien évidemment important que des pays clés au sein du système international affichent leur leadership, mais une institution mondiale appropriée doit donner la même voix aux pays en voie de développement et aux pays industrialisés, aux petit pays comme aux grands. Ceci implique que ce processus ne consiste pas à changer le G-7 par une autre institution en son genre, car tous les G affrontent des problèmes de légitimité (sauf s'ils sont partie intégrante de cadres formels de négociation). Dans ce domaine, malgré le progrès qu'il représente, le G-20 n'est autre qu'un accord *ad hoc*, dont ne font pas partie quelques pays en voie de développement importants (le Nigéria, par exemple), ni quelques-uns des acteurs essentiels dans certains milieux (les pays scandinaves, leaders, entre autres, de la coopération internationale pour le développement), et, en particulier, il exclut les pays petits et moyens.

Par conséquent, le système de gouvernement conçu pour la nouvelle architecture devra conduire à la définition d'*institutions représentatives*. C'est pour cette raison qu'il est nécessaire d'impliquer les Nations Unies, l'institution mondiale la plus représentative, à travers la création définitive d'une Conseil Mondial de Développement Économique et Social de l'ONU, avec des pouvoirs de coordination effectifs sur le système de gouvernement mondial dans les milieux économique, social et environnemental. La Commission Stiglitz a lancé un appel pour la création d'un Conseil de ce type, un genre de G-20 institutionnalisé. Il s'agit ici de la reformulation d'une vieille idée, celle du Conseil de Sécurité Économique, mais avec la caractéristique innovatrice de suggérer les Nations Unies comme tête du *système* (qui inclut les organismes de Bretton Woods et, conformément à la proposition, elle devrait inclure l'OMC) et non l'ONU, dans le sens le plus restreint. Il a également proposé un mécanisme de représentation basé sur un système de circonscriptions qui tiendrait

compte du poids économique des différents pays, et qui ressemble davantage à celui sous lequel fonctionnaient les organismes de Bretton Woods qu'au système d' « un pays, un vote » sous lequel le faisaient les Nations Unies.

D'autre part, les efforts menés depuis plusieurs années continuent, afin d'élargir la « voix et la représentation » des pays en voie de développement dans les processus décisionnels internationaux en matière économique, comme l'exige le Consensus de Monterrey. Ceci inclut le FMI, le seul organisme ayant adopté des réformes dans ce domaine (même si modestes), et la Banque Mondiale, où ces discussions sont en cours, mais aussi d'autres où cela ne s'est pas encore produit : la Banque des Règlements Internationaux, l'Assemblée de Stabilité Financière, le Comité de Bâle sur le Contrôle Bancaire et d'autres organes régulateurs de caractère mondial. Quelques-uns de ces organismes ont fait le pas d'élargir leur nombre de membres à tous ceux du G-20.

Finalement, dans tous les domaines de réforme, l'architecture mondiale doit faire un usage plus actif des institutions régionales. En effet, dans une communauté internationale hétérogène, un système basé sur des *réseaux* d'institutions mondiales, régionales et nationales est préférable à un autre basé seulement sur des institutions mondiales uniques. Cette vision s'appuie sur de vieux principes fédéralistes : les institutions régionales et sous-régionales concèdent plus de voix et de sentiment d'appartenance aux petits pays. Par conséquent, ces institutions seront plus inclinées à répondre à leurs demandes. Ces principes sont aujourd'hui reconnus dans le milieu du financement pour le développement, qui compte non seulement avec la Banque Mondiale, mais aussi avec un réseau de banques régionales de développement et, dans quelques zones du globe, avec des banques sous-régionales (l'Amérique-Latine et les Caraïbes sont les cas les plus importants) et interrégionales (la Banque Islamique de Développement). Les propositions mentionnées dans cet essai élargiraient cette structure au système monétaire international, où il existe déjà quelques graines, et pourraient s'étendre à la réglementation prudentielle et à la gestion des problèmes de surendettement.