

L'OMBRE DE BANCOR :

LA CRISE ET LE DÉSORDRE MONÉTAIRE MONDIAL

Tommaso Padoa-Schioppa

Louvain-la-Neuve, 25 février 2010

1. Synthèse. Au cours de la conférence d'aujourd'hui, j'aborderai l'aspect monétaire de la crise. Les propos que je m'appête à tenir peuvent se résumer de la manière suivante. Parmi les déterminants profonds de cette crise, on trouve la politique du dollar et plus généralement, le régime monétaire en vigueur à l'échelle mondiale depuis presque 40 ans. À l'instar de celui de Bretton Woods, ce régime n'est pas en mesure de garantir une discipline macroéconomique, car en l'absence d'une ancre monétaire acceptée par tous, il favorise la persistance de dynamiques insoutenables, qui conduisent à des crises de plus en plus graves. La critique de Robert Triffin portant sur un système monétaire international fondé sur une politique monétaire exclusivement nationale est toujours valable, même si elle nécessite aujourd'hui une formulation plus générale qui tienne compte de l'anarchie des changes et d'une pluralité de politiques monétaires influentes. La question de l'ordre monétaire ne reçoit pas l'attention qu'elle mérite et l'on doit y faire face. Il est difficile de définir et plus encore de mettre en œuvre des pistes de réformes pour l'avenir. C'est justement pour cela qu'il est urgent que celles-ci soient explorées par la communauté des universitaires et par tous ceux qui ont à cœur le futur de l'économie mondiale.

Voilà la synthèse. Je viens maintenant à l'exposé.

Nous ne savons pas quel sera le jugement que les historiens et les économistes porteront d'ici cinquante ans sur la nouvelle tempête dans laquelle nous nous trouvons. Mais cela n'enlève rien à l'urgence de la comprendre *aujourd'hui*, car toute action entreprise pour gouverner et dépasser la crise actuelle implique une interprétation et son efficacité en dépend. Nous devons donc commencer par un effort d'interprétation.

2. Insoutenabilité. J'utiliserai au cours de mon exposé l'adjectif « insoutenable », qui fait désormais partie du vocabulaire courant des économistes. Comme l'a dit Herbert Stein, « ce qui n'est pas soutenable a une fin ». En réalité, la notion d'insoutenabilité – véritable clef pour comprendre la crise qui s'est ouverte en 2007 – n'a pas de définition rigoureuse et générale, qui serait comparable à celle d'équilibre. L'insoutenabilité a un caractère intrinsèquement dynamique, à la différence de l'équilibre. Est insoutenable une dynamique fondée sur des éléments qui ne lui permettent pas de durer dans le temps : aujourd'hui, la vie sur Terre est elle-même une dynamique insoutenable. Nous pourrions dire que l'insoutenabilité est à la dynamique

ce que le déséquilibre est à la statique. Quand un processus insoutenable « se finit », les variations de prix et de quantités prennent des dimensions et un caractère dramatique incomparablement supérieurs à ce que l'on observe quotidiennement dans le déroulement sain de la vie économique. La « fin », le point de rupture, survient souvent de manière et à un moment inattendus. Et plus on s'est avancé sur un chemin insoutenable, plus l'ajustement est douloureux et coûteux.

3. *Les aspects monétaires de la crise.* Ce que l'on appelle 'crise des subprimes' est en réalité bien plus que l'éclatement prévisible d'une bulle spéculative typique, semblable à de nombreuses autres déjà recensées ces dernières années. Ce n'est pas non plus un simple accident de parcours dans la mondialisation de l'économie. Il est techniquement exact de parler de récession dans la zone OCDE pour désigner une chute de la production de 4,7 pour cent et de 17 du commerce sur une période de cinq trimestres, mais recourir au vocabulaire du cycle économique nous empêche de comprendre que ce qui est en train de se passer est un bouleversement structurel de l'économie mondiale. La globalisation de la finance et les systèmes monétaires ont facilité le prolongement excessif de tendances insoutenables, qu'un régime différent aurait pu résoudre bien avant et de façon indolore. Le terme de « crise des subprimes » est aussi réducteur que pourrait l'être celui de « Guerre de l'archiduc » pour désigner la Première Guerre Mondiale.

Alors que beaucoup a été dit à propos des facteurs financiers, les facteurs spécifiquement *monétaires* qui sont à l'origine de la crise n'ont pas encore reçu l'attention qu'ils méritent. Or, selon moi, ces aspects ont une importance centrale *avant, pendant et après* la crise. Les négliger empêche de comprendre précisément ce qui est en train de se passer. Et, plus inquiétant encore, cela empêche de créer les conditions pour qu'un nouveau désastre n'ait pas lieu.

4. *Pendant la crise.* Je partage l'opinion positive répandue sur la manière dont les banques centrales ont agi *pendant* la crise. Celles-ci ont fourni une liquidité très abondante pour compenser l'écroulement de la vitesse de circulation de la monnaie. Elles n'ont pas hésité à étendre de façon démesurée les budgets de leurs institutions ou à offrir de l'argent gratuitement. En tant que banquiers ayant une vision de longue durée mais étant aussi capables d'oser, elles ont acheté des instruments financiers auxquels le marché n'attribuait plus aucune valeur. Elles ont compris que le risque systémique s'était aussi installé au sein d'institutions non bancaires, que les banques ne voulaient ou ne pouvaient plus soutenir toutes seules. C'est ainsi que les banques centrales ont franchi la frontière qui leur imposait d'agir seulement comme contrepartie du système bancaire. La Banque centrale européenne a pris conscience que la chute de la confiance pouvait renverser non seulement les marchés et les banques mais aussi des Etats, et frapper la monnaie européenne.

Nous ne nous trouvons pas exactement dans les conditions de Josef Conrad lorsqu'il raconte l'inutilité des manuels face au typhon, car des dizaines d'années d'études sur la crise de 1929 et sur les erreurs commises alors nous ont enseigné certaines choses. Les capitaines Mc Whirr qui se trouvaient à Francfort, à Washington, à Pékin, à Tokyo et à Londres savaient que le fait d'appliquer en des circonstances exceptionnelles des règles écrites pour des circonstances normales aurait été une erreur. Le typhon est arrivé de façon inattendue, et dans certains cas la violence a été augmentée alors qu'il avait déjà commencé (je fais référence à l'augmentation du taux décidé par la BCE en juillet 2008). Toutefois, les banques centrales ont su dans

l'ensemble le reconnaître à temps et l'ont traversé en agissant avec la réactivité, la détermination, et l'imagination requises.

On peut aussi penser que le véritable mérite des banques centrales a consisté à ne pas avoir ajouté aux dégâts de la crise les dégâts d'une mauvaise réaction de leur part. Quand bien même, ce serait déjà beaucoup. Si les terribles moments de 2007-2009 sont passés et que les circuits financiers se sont remis à fonctionner, si le crédit est redevenu fluide et que la production est en augmentation, nous le devons aussi certainement à la manière dont les banques ont agi *pendant* la crise. Il faut ici leur rendre hommage.

5. *Avant la crise.* Si nous venons maintenant aux aspects monétaires *avant* la crise, le jugement devient bien plus complexe, car il touche à toutes les composantes du « régime » monétaire dans lequel la crise a mûri. Le mot « régime » inclus ici toutes les composantes du système de gouvernement de la monnaie : non seulement les *décisions* spécifiques des banques centrales (par exemple le choix de la ligne politique dans des circonstances déterminées), mais aussi le *paradigme* utilisé pour instruire et prendre les décisions (le choix des objectifs et des instruments opérationnels, appelé communément stratégie) et l'*architecture* institutionnelle au sein de laquelle la monnaie est gouvernée (mandat, indépendance, etc.). L'analyse doit s'éteindre de la banque centrale aux autres acteurs qui ont contribué à penser et à mettre en place le régime monétaire : la communauté scientifique, le système politique, les législateurs, le pouvoir exécutif. Elle doit remonter des dizaines d'années en arrière pour identifier les origines du régime. Elle doit regarder, au-delà de la perspective des pays individuels, vers l'économie globale. En somme, nous devons relire toute l'histoire récente des systèmes monétaires.

Il est aujourd'hui aisé de constater que si le régime monétaire avait déclenché un alarme et une correction à temps, la crise aurait été évitée, ou tout du moins atténuée. Et si l'on s'interroge sur les facteurs qui ont conduit à ce que cela n'ait pas lieu, une place particulière revient au dollar et ceci, sous le double aspect de l'horizon *national* américain et des relations monétaires *globales*. Voyons de quelle manière.

6. *Le dollar aux États-Unis.* Le long boom des prix immobiliers s'est développé dans un contexte marqué par une liquidité surabondante, des taux d'intérêts exceptionnellement bas, une inflation tellement contenue qu'elle a conduit certains à craindre une déflation, et un désintérêt explicite de la politique monétaire pour le prix des *actifs* et la formation de bulles spéculatives.

Sur le plan *économique*, la déréglementation et les déficits budgétaires se présentaient comme la formule magique pour une expansion sans fin. Sur le plan *social*, l'accès à la propriété immobilière des catégories les plus pauvres de la population (les débiteurs peu fiables appelés *subprime*) semblait l'accomplissement du rêve américain. Sur le plan *technique*, des statistiques de long terme pour évaluer le fondement de l'anticipation d'une hausse continue des prix immobiliers, étaient tout simplement inexistantes. Sur le plan *politique*, enfin, une croissance ininterrompue était indispensable à la survie d'un gouvernement engagé dans deux guerres et enclin à assurer une redistribution fiscale en faveur des hauts revenus plutôt que des moyens et bas revenus.

On enseigne encore dans de nombreux cours d'économie que la monnaie est, dans le long terme, neutre, et que l'excès prolongé de monnaie génère de l'inflation : *too much money chasing too few goods*. Mais avant la crise, les deux termes clé de

cette vieille maxime – la monnaie, l’inflation - avaient perdu leur sens depuis des années. La *monnaie* avait cessé d’être le point de référence pertinent pour la banque centrale du dollar. Quant à l’inflation, les prix que la politique monétaire se sentait engagée à maintenir à un niveau stable n’augmentaient pas, mais cela en raison du « prix plafond asiatique », du bas coût d’une main d’œuvre instruite et capable de produire des biens technologiquement avancés comme des téléviseurs, automobiles, ordinateurs, appareils photo et ainsi de suite.

Dans le quartier général du contrôle monétaire, les mécanismes d’alarme et de correction *internes* étaient donc désamorcés. Ces mécanismes étaient ceux d’une politique exclusivement focalisée sur le pouvoir d’achat de la monnaie en termes de biens et services acquis (même si non produits) par les résidents et sur le système correspondant d’indicateurs et d’objectifs.

Il est évident qu’il y a un lien entre ces circonstances et la globalisation. Celle-ci permettait aux familles américaines d’acheter des biens manufacturés et des services à des prix déterminés non pas par *leur* salaire mais par celui, bien inférieur, de l’ouvrier asiatique ou du programmeur indien. Le caractère *ouvert* des économies avait donc un rôle central pour les aspects *internes* eux-mêmes, pour la paralysie des indicateurs de politique monétaire interne du pays qui émettait la monnaie internationale.

7. Le dollar dans le monde. Deux éléments fondamentaux ont prolongé une navigation au-delà du point auquel une correction de route pouvait encore être indolore : le fait que sur cette route insoutenable se trouvait la première puissance économique mondiale, et le fait que cette économie, étant le banquier central du globe, ne soit sujette à aucune discipline monétaire extérieure. Dans aucun autre pays au monde, on aurait pu voir le secteur public et les ménages cesser toute formation d’épargne, et se mettre à accumuler d’immenses dettes aussi facilement et pour si longtemps sans en subir les conséquences. Pour tout autre pays, on aurait assisté à des crises de défiance des créanciers, à des rappels et des dépréciations des agences de *rating*, à des pertes sur le taux de change et à des sollicitations de la part des organismes internationaux. Si cela n’a pas été le cas c’est parce que le dollar était alors demandé en tant que monnaie de réserve internationale.

Il est vrai qu’année après année, le G7 et les institutions internationales déclaraient que les déséquilibres n’étaient pas soutenables. Cependant, ils ne pouvaient rien faire pour les corriger et pour empêcher la crise car ils ne disposaient ni d’instruments spécifiquement internationaux, ni de l’autorité pour imposer le recours aux instruments nationaux. La secousse est ainsi venue du marché et du fait de son caractère trop tardif, elle a été extrêmement douloureuse.

Considérée du point de vue de l’économie globale, la crise est l’œuvre de deux fausses idoles en l’honneur desquelles on a pratiqué pendant trop longtemps des rites sacrificiels qu’ils ne méritaient pas : l’infaillibilité du marché et l’autosuffisance de la souveraineté monétaire nationale.

8. La faute de l’Asie ? Je connais les arguments que l’on oppose à cette interprétation. L’un d’entre eux soutient que la véritable faute ne revient pas au déficit américain, mais plutôt à l’excès d’épargne de l’Asie. Dans la mesure où il s’agit de grandeurs symétriques, il n’y a pas d’éléments qui permettent d’en juger. Sur le plan statistique, toutes deux ont des dimensions complètement hors norme. Il est vrai que l’exceptionnel taux d’épargne de l’économie chinoise est également rendu possible par

la structure sociale et par le régime politique de ce pays, tous deux non sans défauts. Mais le fait qu'un pays aussi riche que l'Amérique consomme les ressources réelles du monde pauvre en s'endettant est tout autant inhabituel, et il reflète à son tour une condition sociale et politique spécifique, que beaucoup critiquent sévèrement. Utiliser les catégories du tort et de la raison est contestable et n'est peut-être pas pertinent.

Sur un plan strictement économique, il n'existe pas de système de règles partagées ou reconnues comme « optimales », sur la base desquelles on pourrait exiger que la correction vienne de l'Asie plutôt que de l'Amérique. En revanche, il est pertinent de recourir à l'antique réflexion selon laquelle le débiteur est la partie faible puisqu'il subit la contrainte de la rareté des moyens de paiement et a ainsi la plus forte incitation à corriger le déséquilibre. Cette considération trouve un sens plus fort si l'on considère que l'accumulation de dollars par la Chine découle non seulement d'une évaluation économique-financière de l'investissement, mais aussi de considérations stratégiques à propos des possibles avantages politiques liés à la position de grand créancier de la superpuissance mondiale..

Un fait est indéniable : si un quelconque pays conduisait une politique de forte expansion sans se soucier des conséquences qu'elle pourrait avoir sur le pouvoir d'achat *interne* de sa propre monnaie, il serait tôt ou tard rappelé à l'ordre par la perte de valeur *externe* de sa propre monnaie. En revanche, pour la banque centrale de la monnaie du monde, et seulement pour celle-ci, ce second rappel ne s'est pas fait sentir.

Un autre argument, que l'on doit à Richard Cooper, nie que la formation d'épargne aux Etats-Unis ait été négative dans le secteur privé : les familles se sont endettées par des investissements en capital humain (enfants au collège) et dans les maisons, tandis que les entreprises ont investi en recherche et développement, accumulant ainsi du capital intangible. Les statistiques officielles auraient sous-estimé l'épargne et l'investissement privés. Rapporté à un stock de capital en rapide augmentation, l'endettement externe croissant des États-Unis serait donc tout à fait soutenable. Cette analyse— qui date d'avant la crise - apporte une correction importante à la lecture des faits, mais n'a pas la force, me semble-t-il, de renverser la thèse de l'insoutenabilité. Même avant la crise, il aurait été très hasardeux d'amoindrir le fardeau de la dette extérieure américaine en se fondant sur des valeurs gonflées sous l'effet d'une bulle et de considérer comme acquise la disponibilité du monde à financer cette dette indéfiniment à faible taux. À plus forte raison après la crise. La thèse de Cooper aide tout au plus à comprendre pourquoi il a fallu tant de temps pour que le moment de la correction arrive, mais elle n'inverse pas pour autant la structure du raisonnement.

9. *Le nationalisme monétaire.* Mais l'analyse des facteurs monétaires avant la crise ne peut pas se limiter à ce que je viens de dire. La notion d'insoutenabilité appliquée au régime monétaire nécessite, en effet, une interprétation plus ample, qui fait appel à l'histoire des ordres monétaires.

Au cours du siècle dernier cette histoire a été marquée par un changement fondamental dans les rapports entre la monnaie et les deux entités auxquelles elle est ancrée depuis des temps immémoriaux : une *matière première* (principalement l'or) et le « *souverain* » ou, autrement dit, la valeur intrinsèque et le pouvoir politique. Au cours des décennies, l'ancre matérielle s'est relâchée et, parallèlement, l'ancre politique s'est renforcée.

Sous l'influence de forces profondes, allant de la technologie à l'émergence de l'État-Nation, en passant par l'influence politique croissante des masses, la création

monétaire a été libérée de l'influence aveugle des découvertes d'or et attribué à la discrétion de l'Homme. Ceci a permis un progrès majeur vers des politiques plus rationnelles, mais a permis aussi la reddition au nationalisme et à la démagogie. De nouveaux risques sont apparus, sous la forme d'une instabilité monétaire à l'échelle nationale et internationale.

Sans surprise, le découplage définitif par rapport à l'or a réorienté la gestion monétaire des contraintes internationales vers les priorités nationales. Un nationalisme monétaire s'est installé. La transition vers les changes flottants a été perçue comme un moyen d'isoler une économie nationale des influences extérieures. Dans le même temps, la source principale d'inflation est elle-même devenue essentiellement nationale, sous la forme de pressions salariales et de leur répercussion sur les prix. Les changes flottants ont permis aux pays vertueux – à l'instar de l'Allemagne – de rechercher la stabilité des prix dans un cadre strictement national, et même d'utiliser l'appréciation de leur devise pour provoquer (et pas uniquement ratifier) une plus grande stabilité des prix. Mais les changes flottants ont également attiré des pays moins vertueux – comme le mien – dans des spirales salaire-prix-inflation-dévaluation qui ont duré jusqu'à l'avènement de l'euro.

Celle-là a été une période de prix bas et stables pour les matières premières, en dépit du premier choc pétrolier. Par conséquent, la nationalisation des politiques monétaires répondait tout à fait au besoin de faire face aux origines nationales des risques inflationnistes.

C'est dans ce contexte que l'on s'est mis en quête d'une nouvelle ancre, d'un nouvel étalon de dernier recours, afin de remplacer celui (l'or) qui avait été choisi à Bretton Woods. Et de manière peu surprenante, le choix s'est porté sur une ancre exclusivement nationale. Une nouvelle conception du rôle de banque centrale a émergé à partir de l'expérience du pays (l'Allemagne) qui avait protégé avec le plus grand succès la valeur de sa monnaie pendant la longue inflation des années 1970 et 1980. Au terme d'une longue recherche, un consensus s'est formé sur une doctrine, dont l'expression la plus aboutie se trouve dans le Traité de Maastricht et dans les statuts de l'Euro-system : une bonne banque centrale doit être indépendante et doit avoir pour mission la stabilité des prix à l'intérieur. Permettez-moi de relever au passage à quel point il est ironique de voir que l'exemple le plus pur de banque centrale de type « national » a été fourni par une banque centrale « supranationale ».

10. *La dimension internationale de la monnaie.* Le problème posé par cette solution du point de vue de l'ordonnement des politiques publiques, est qu'elle était incomplète car elle ignorait, ou du moins abordait de manière inadéquate, la dimension internationale de la monnaie. En effet, l'abandon du régime de Bretton Woods n'a pas été accompagné par la mise en place d'instruments alternatifs solides et de règles partagées pour gérer l'économie globale. Rien n'a été créé d'équivalent à l'Étalon-or d'avant la Première Guerre mondiale ou au système de change fixe avec le dollar de l'Après Seconde Guerre mondiale.

« L'ordre » de l'Après-Bretton Woods avait deux caractéristiques : premièrement, il confiait au marché la détermination des *taux de change* ; deuxièmement, il donnait au dollar (désormais une simple monnaie « nationale ») le rôle de *standard mondial*. D'un côté, les devises des principaux pays flottaient, et ce jusqu'à ce que la Chine et l'Asie émergent comme des acteurs économiques de premier plan au niveau mondial. De l'autre, la plupart des réserves continuaient à être investies dans des titres libellés en dollar, la plupart des prix des biens échangés à

l'international continuaient à être évalués et facturés en dollar et la plupart des devises à taux de change contrôlé ont continué à être adossées au dollar. La politique monétaire du monde a continué à être décidée à Washington.

Les deux caractéristiques – taux de change abandonnés au marché, dollar comme standard mondial - n'ont pas été introduites de manière délibérée, elles ne sont pas le produit d'un corpus de recherche économique comparable à celui qui sous-tend les politiques monétaires internes, et elles n'ont pas non plus été stipulées par un accord international. Elles ont toutes deux été largement adoptées par défaut. En effet, au moins trois tentatives importantes de construction d'un système plus cohérent ont été effectuées et ont échoué : le Comité des Vingt en 1972-74, le projet de compte de substitution en 1978-80, et les accords du Plaza-Louvre en 1986-87.

Comme aucune de ces tentatives n'a reconstruit un régime monétaire cohérent et faisant consensus, l'économie globale a été laissée sans ordre monétaire. Dans ce vide, les fonctions essentielles de la monnaie (numéraire, moyen de paiement et réserve de valeur) ont été exécutées par une combinaison fortuite d'accords et d'instruments locaux, de mécanismes et d'initiatives de marché, de coopérations restreintes entre autorités nationales, parfois d'actions coordonnées et par une interaction désordonnée de politiques nationales.

Bien entendu, le processus tumultueux de globalisation ne pouvait être interrompu faute de meilleurs accords. Il était propulsé par des forces si puissantes qu'il a continué à avancer en dépit des défauts du cadre existant. Ni les corporations, ni les institutions financières, ni même les pouvoirs nationaux n'ont construit de nouveau système. Ils se sont évertués à fonctionner avec les outils, les institutions et les accords existants. En réalité, le fait que de nombreuses fonctions de la monnaie aient été assurées par une devise purement nationale comme le dollar n'a pas seulement entravé la globalisation, il a même pu, à certains égards, être exploité comme un avantage par certaines parties prenantes publiques et privées.

11. *Après la crise : ordre et désordre.* Venons maintenant aux aspects monétaires *après* la crise. La faille fondamentale de « l'ordre » à peine décrit résidait dans son incapacité à satisfaire un besoin vital de l'économie globale : un seuil de discipline macro-économique sur lequel se fonder. Or toute discipline n'est assurée que lorsque des mécanismes de correction opèrent quand elle est enfreinte. Et pour cela deux conditions doivent être réunies : la cohérence des *taux de change* avec les fondamentaux de l'économie et un ancrage stable pour l'orientation de la *politique monétaire* de l'émetteur de l'étalon global. Or, aucune de ces deux conditions n'a été réalisée dans les faits.

En ce qui concerne les *taux de change*, ils étaient déterminés par un étrange mélange de comportements de marché et d'actions des pouvoirs publics envers le dollar. Les devises européennes flottantes (et plus tard l'euro) étaient à la merci des vagues d'un marché sujet à des désalignements prolongés. Les devises asiatiques étaient largement abritées de l'influence du marché et lourdement gérées par les autorités.

Pour ce qui est de l'*orientation monétaire* globale, celle-ci était fixée, ou du moins fortement influencée par la Réserve Fédérale, exclusivement sur la base de considérations nationales. La négligence affichée pour des variables comme le taux de change du dollar, le volume de liquidité internationale et les phénomènes de bulle affectant le prix des actifs ont confirmé que la monnaie mondiale et l'orientation globale de la politique monétaire ne relevaient de la responsabilité de personne. Au

regard des besoins de l'économie américaine, la politique de la Fed suivait une certaine logique et faisait l'objet d'un ensemble sophistiqué d'analyses et de procédures concernant aussi bien sa préparation que l'explication et la justification des décisions prises. Cependant, vue de l'angle de l'économie mondiale, cette politique semblait conçue au hasard, dans la mesure où elle ne tenait aucun compte de la nécessité de garder l'économie mondiale sur une trajectoire soutenable.

Pendant plusieurs années, on a pu dire qu'un système monétaire international *dirigé par les pouvoirs publics* avait fait place à un système *dirigé par le marché*. Mais au cours de la dernière décennie, les caractéristiques que je viens de décrire sont devenues si prononcées que l'on ne pouvait plus parler d'ordre ou de 'système'. L'économie globale avait été laissée sans ancrage monétaire et sans règles acceptées par tous : la porte était grande ouverte au désordre et à l'instabilité macroéconomique et financière. Et ceci s'est produit précisément au moment où la globalisation de l'économie s'est accélérée, rendant ainsi les frontières nationales de moins en moins significatives, non seulement pour le commerce des matières premières et des biens manufacturés, mais aussi pour les processus de production, la mobilité du travail, l'affectation de l'épargne-investissement et les transactions financières.

En 1972, Robert Mundell a défini un « ordre monétaire » comme « la charpente de lois, de conventions, de régulations et de mœurs qui établissent le cadre du système et la compréhension de l'environnement par ses parties prenantes ». Malheureusement, la « charpente » dans laquelle les parties prenantes ont évolué au cours des deux dernières décennies était un fouillis d'éléments tellement chaotique et incohérent que l'usage du terme « ordre » par Mundell paraît ironique si on le compare à la définition proposée par le dictionnaire Oxford, selon laquelle 'ordre' est « la condition dans laquelle toute partie est à sa juste place » ou « un état d'harmonie paisible sous une autorité constituée ».

Tous ceux qui veulent penser l'après-crise en termes constructifs doivent donc, à mon sens, se poser la question de la reconstitution d'un véritable ordre monétaire international. Et il faut qu'ils soient bien conscients que cela implique une remise en cause non seulement de ce que j'ai appelé le régime monétaire international ; il impose aussi de poser un regard nouveau sur nos constitutions monétaires internes, sur leur – permettez-moi encore une fois l'expression – « nationalisme » et sur la faiblesse intrinsèque de leur prétention d'indépendance par rapport au monde extérieur.

12. *L'illusion des changes flexibles*. Beaucoup considèrent aujourd'hui que si tous les pays laissaient fluctuer librement leur monnaie, un véritable ordre se reconstituerait. Ils proposent un régime généralisé de changes flottants, avec la conviction que le marché lui-même deviendrait alors le garant de la discipline des politiques macroéconomiques et que, dans le même temps, ces politiques conserveraient l'autonomie revendiquée par les autorités nationales. Cette thèse affirme pouvoir concilier l'optimal économique avec le possible politique. En réalité, elle n'atteint ni l'optimal ni le possible : pour plusieurs raisons, il s'agit malheureusement d'une illusion.

Le *possible* politique n'en est pas un. Stipuler et faire respecter une règle qui obligerait tous les États à s'abstenir de toute intervention sur les changes représenterait une limitation des souverainetés nationales non moins radicale, et peut-être même encore plus forte, qu'une règle de changes fixes ou « fixes mais ajustable ». Proposer une obligation de fluctuation généralisée au nom de la sauvegarde des souverainetés nationales est tout simplement une contradiction.

Cet argument serait décisif en lui-même. Mais il y en a d'autres, qui concernent l'hypothétique *optimal* économique.

Penser qu'un change flexible imposerait une discipline efficace aux politiques économiques nationales et garantirait une correction rapide des déséquilibres est illusoire, soit parce que le marché n'a pas toujours « raison » soit parce que ses signaux ne suffisent de toute façon pas à susciter de « bonnes réponses » de la part de la politique économique. Abordons ces deux aspects.

Le marché n'a pas toujours raison. En effet, même dans la meilleure des hypothèses, les modalités par lesquelles son action se déploie ne sont ni continues ni prévisibles. Bien entendu, ceci est dû en partie à la difficulté objective d'évaluer les fondamentaux. Mais cela résulte aussi du fait que les opérateurs eux-mêmes accordent aux fondamentaux une attention inégale, n'en privilégient qu'un à la fois et alternent des phases de sous-évaluation et de surévaluation des risques. Même en présence de changes flexibles, des déséquilibres s'accumulent et s'aggravent sur de longues périodes car le marché les considère trop longtemps comme soutenables et les finance, jusqu'au moment où il change soudainement d'avis et induit une correction brusque (ce que l'on appelle le *sudden stop*). Ainsi, le marché « se trompe » trop souvent et trop longtemps pour être un guide efficace et crédible au service de la stabilité macroéconomique.

Aussi cette considération suffirait à arriver à une conclusion. Mais on doit y ajouter une autre d'égale importance.

Même quand il a raison, le marché ne *corrige* qu'en partie les déséquilibres. Pour le reste, il se contente de les *signaler*. Si le déséquilibre résulte d'une politique économique (et c'est justement le cas le plus fréquent), c'est cette politique qu'il faudra modifier pour retourner à l'équilibre. Or, rien ne démontre que le simple signalé provenant du marché des changes ait la force de provoquer un changement de route à des décisions éminemment politiques comme celles qui concernent le budget, l'emploi, les retraites, la santé ou la fonction publique. Le marché des changes requiert de la part de la politique économique des corrections, mais celle-ci ne les effectue ni systématiquement ni au meilleur moment.

Le prétendu optimal économique a enfin un autre défaut. Quand bien même les grands pays (développés ou émergents, y compris la Chine) accepteraient tous une règle de fluctuation, il semble difficile de considérer qu'un monde avec 100 ou 150 monnaies qui fluctuent serait rationnel. La règle ne serait hypothétiquement optimale que pour quelques pays. Pour la majorité des autres, et surtout pour les petites économies très ouvertes avec un marché financier limité, un certain degré de stabilité des changes est préférable sur le plan théorique et il est aussi une préférence vérifiée dans les faits.

Les exigences qui sous-tendent la « peur de fluctuer » (*fear of floating*, d'après la définition de Calvo et Reinhart), répandue et justifiée, devraient être satisfaites dans toute hypothèse de réforme du système monétaire international. Un régime dans lequel tout le monde fluctuerait serait complètement insensé. Mais tenir compte de ces réalités pourrait signifier maintenir en vie une zone du dollar bien plus étendue que les États-Unis et limiter ainsi fortement les prétendus avantages d'une fluctuation généralisée. Cela signifierait aussi ouvrir un contentieux difficile sur des questions telles que les suivantes : comment définir le régime de ceux qui ne fluctuent pas ? comment tracer la ligne de séparation entre les uns et les autres ?

La conclusion est simple. L'interdépendance économique est un état de fait. La part de souveraineté que les États considèrent inaliénable n'est plus absolue quoi qu'il

en soit, car elle a été amputée par l'interdépendance économique elle-même, et non par un régime monétaire spécifique. Il n'y a aucun régime monétaire qui puisse la reconstituer tout en conservant les bénéfices de l'interdépendance. Le marché des changes n'est capable ni d'éliminer, ni de gouverner l'interdépendance : il ne relève pas à temps les déséquilibres à corriger ; lorsqu'il le fait, il ne les corrige pas entièrement et il est incapable d'imposer des décisions aux acteurs publics qui en sont à l'origine.

13. *Le dilemme « général » de Triffin.* Il y a presque 50 ans, Robert Triffin a mis en lumière le défaut congénital du système monétaire de son époque, fondé sur le dollar et sur les changes fixes. Il explique que lorsque la monnaie mondiale est une monnaie nationale, il y a une contradiction irrémédiable entre les exigences *internes* du pays qui l'émet et les exigences *externes* du monde qui l'utilise. En reprenant la terminologie utilisée pour la théorie de la relativité, nous pourrions parler de « dilemme spécial », spécial dans la mesure où il s'applique à un régime particulier.

Afin de fournir à l'économie mondiale toute la monnaie nécessaire pour soutenir la croissance des échanges résultant de l'internationalisation, il était indispensable que les États-Unis acceptent un déséquilibre de leur balance des paiements, un déséquilibre ample au point de devenir insoutenable à la longue. Le monde était enfermé dans un dilemme entre deux pathologies macroéconomiques, toutes deux aussi néfastes : une déflation globale et la déstabilisation de l'économie dominante. Triffin craignait avant tout une raréfaction de la monnaie mondiale et – ayant à l'esprit la proposition que Keynes avait lancée en 1943 sans succès, en faveur de la création d'une monnaie mondiale appelée Bancor – il plaidait pour la création d'un instrument de réserve décroché de la balance des paiements américaine, comme le Droit de Tirage Spécial (DTS) s'est proposé de l'être par la suite.

Il importe peu que, dans le cadre du dilemme décrit, les choses se soient ensuite déroulées d'une manière différente de celle que craignait Triffin. Son analyse a pour objet l'insoutenabilité. La valeur de cette analyse réside non pas dans sa capacité à prévoir le cours des événements qui ont ensuite conduit au Krach, mais plutôt dans la démonstration de l'incapacité de ce système à donner à l'économie mondiale la stabilité dont elle avait besoin.

Le rôle central encore joué par le dollar dans le système actuel dérive essentiellement du choix fait par un grand nombre de pays de stabiliser leurs devises par rapport à celui-ci, en détenant pour ce faire des réserves en dollar. Ce rôle est la principale source d'instabilité du système monétaire international: d'un côté il transmet à une grande partie du monde l'orientation de la politique monétaire américaine, mais de l'autre il exempte les États-Unis de la discipline à laquelle sont sujets les autres États.

Nous pouvons affirmer aujourd'hui que l'analyse de Triffin dépasse le système particulier pour lequel elle a été formulée et s'étend à tout régime dans lequel l'économie mondiale ne disposerait pas d'un véritable ordre monétaire. Tous les arguments exposés jusqu'à présent ne sont en effet rien d'autre qu'une reformulation et une réinterprétation, à destination du monde contemporain, de la critique fondamentale de Triffin. Ce que nous pourrions appeler le « dilemme général » de Triffin peut être énoncé de la manière suivante : la contradiction entre les exigences de stabilité du système dans son ensemble et la conduite de politiques économiques et monétaires inspirées uniquement par des logiques nationales subsiste dans n'importe quel régime qui serait dénué de tout élément de supranationalité.

14. *Paradoxes européens.* Robert Triffin aurait regardé la crise actuelle avec une passion tout aussi forte pour le monde et pour l'Europe. Tout comme Jean Monnet, dont il a été le disciple et le conseiller, il aurait vu le microcosme européen comme le laboratoire du futur ordre mondial. Et dans le panorama dressé jusqu'à présent, l'Europe lui serait apparue comme un territoire traversé de paradoxes.

Le premier paradoxe est que nous, Européens, ne sommes pas à l'origine de la crise mais risquons d'en être les principales victimes. Contrairement aux régions de l'Amérique du Nord et de l'Asie orientale, l'Europe bénéficie somme toute d'un équilibre macroéconomique fondamental : ses comptes extérieurs sont proches de l'équilibre, son déficit et sa dette publique sont modestes, ses familles sont peu endettées et sa réglementation financière est rigoureuse. L'Europe peut traverser la crise en s'appuyant sur un système de protection social sans équivalent dans le monde. Ses affaires sont également en ordre grâce à la constitution macro-économique de Maastricht, fondée sur les deux piliers que sont l'Euro et le Pacte de Stabilité. Il est vrai que l'on ne retrouve pas le même état d'équilibre dans toutes les régions et dans tous les secteurs. Mais c'est le cas dans toutes les autres grandes régions du monde. La bonne santé globale de l'Union signifie qu'elle a les moyens, si elle est capable de mener des politiques appropriées, d'absorber et de compenser en interne les tensions, les déséquilibres et les pathologies qui pourraient se manifester dans certaines de ses régions.

Et toutefois, en dépit de tout ceci, l'Europe risque – aujourd'hui et encore davantage à l'avenir – d'être la principale victime de la tempête actuellement à l'œuvre. *Aujourd'hui*, car en l'absence de pouvoirs d'interventions propres pour faire face à la crise, elle subit la prolifération de réponses nationales non-coordonnées, insuffisantes, tendant au protectionnisme et qui minent l'intégration qui est le fondement même de sa prospérité. *À l'avenir*, car dans le régime monétaire dont j'ai à peine dépeint les caractéristiques et les inconvénients, une dépréciation du change réel du dollar serait amenée à se concentrer pour la plus grande part sur l'euro.

Une forte perte de compétitivité pourrait rapidement transformer l'Europe en une véritable zone de crise de l'économie mondiale, en une source d'instabilité et en un foyer de tensions internationales. Très impliquée dans la production de biens manufacturés, mais dénuée de la stratégie et des instruments d'une véritable politique industrielle, l'Union européenne ne peut en aucun cas se sentir à l'abri. Elle a un besoin vital, je dis bien vital, d'un ordre monétaire global. Sinon, les paradoxes européens risquent de se transformer en drames voire en catastrophes.

15. *Le répertoire européen.* Heureusement pour le monde et grâce à ses mérites, l'Europe dispose de l'expérience *technique* nécessaire pour asseoir les relations monétaires mondiales sur des bases soutenables. Et potentiellement, en tant que première économie mondiale en termes de production de richesse et de part des échanges commerciaux, elle aurait également la force *politique* pour lancer un processus de réforme monétaire, aujourd'hui souhaité par la quasi-totalité du monde émergent, de la Chine à la Russie, en passant par le Brésil.

Et pourtant – voilà le second paradoxe – l'Europe en est étrangement inconsciente et elle se montre réticente à exercer une quelconque responsabilité. Elle semble oublier qu'elle a, au cours des quarante dernières années, fait face et résolu avec succès à l'échelon régional un défi monétaire identique à celui que nous observons aujourd'hui à l'échelle mondiale et dans la région asiatique. Ce défi

consiste à créer un ordre monétaire qui comporte des éléments de discipline supranationaux cohérents avec l'interdépendance croissante de plusieurs États dits souverains.

Le parcours suivi par les Européens après la fin du régime des changes fixes a débuté avec le choix d'associer des changes contrôlés à l'intérieur avec une fluctuation à l'extérieur. Ce parcours n'a jamais renoncé à l'exigence d'avoir une ancre de stabilité forte et crédible. Il a su briser le tabou de la souveraineté monétaire des États nationaux. Il a longtemps réussi à tirer avantage d'un régime intermédiaire de changes « fixes mais ajustables », en le gérant mieux que ne l'avait fait le monde entre 1950 et 1970. Il a créé un panier de monnaie qui s'est affirmé sur le marché, dépassant ainsi les limites du statut de simple unité de compte.

Le point d'arrivée européen – une monnaie unique avec une banque centrale unique – n'est certainement pas une solution transposable à l'échelle mondiale. Plus qu'un manuel, l'Europe a créé un répertoire d'expériences, de formules, d'expérimentations et de solutions. Ce répertoire constitue un patrimoine de grande valeur auquel recourir pour dépasser les limites du nationalisme monétaire et fonder les relations monétaires internationales, qu'elles soient globales ou continentales, sur des bases saines.

16. *Que faire ?* Identifier de manière convaincante les défauts du régime actuel et les qualités d'un régime soutenable ne sont qu'un passage limité. Mais ce n'est qu'en franchissant ce passage d'une manière, pour ainsi dire, définitive, que l'on atteint l'état d'esprit nécessaire pour aller plus loin.

Une fois franchi ce passage, on doit s'interroger : que faire ? Il y a quelque temps, un journaliste à qui j'expliquais qu'un standard monétaire mondial était nécessaire, m'a demandé : qu'avez-vous en tête ? un euro mondial ? des changes fixes ? le droit de tirage spécial ? un retour à l'or ? J'ai esquivé la question en répondant de la manière suivante : je ne le sais pas encore, pour l'instant je crois que l'on peut démontrer de façon concluante que l'on ne peut résoudre notre problème qu'avec un objet qui vole, inventer l'avion c'est autre chose. Il est possible d'arriver à une conclusion sur le premier point avant d'avoir résolu le second. Et d'ailleurs, si depuis Icare l'homme n'avait pas essayé de voler pendant des siècles, l'avion n'aurait peut-être jamais été inventé.

Je suis bien conscient des deux difficultés majeures : en premier lieu, le manque de consensus au sein de la communauté des chercheurs sur ce que devrait être un ordre monétaire soutenable ; en second lieu, l'infatigable résistance opposée par les États nationaux (convaincus comme ils sont d'être détenteurs d'une souveraineté efficace et intangible) à la part de supranationalité qu'un tel ordre doit avoir. À y regarder de plus près, les arguments de ceux qui refusent l'analyse conduite jusqu'ici et affirment que l'état actuel des choses peut continuer de la sorte (avec peut être le modeste palliatif d'une réévaluation du renminbi) relèvent d'une capitulation face à ces deux difficultés. Ils s'appuient aussi sur la rationalisation de la difficulté actuelle qui en découle : il serait trop difficile de créer un système différent en raison du prétendu caractère insurmontable des difficultés, qu'elles soient *conceptuelles* lorsqu'il s'agit de le penser ou *politiques* lorsqu'il s'agit de le mettre en œuvre. Ceux qui défendent le système actuel ne le font pas d'une façon positive, en exposant ses avantages. Ils le font de façon négative en critiquant, l'un après l'autre, par des arguments *économiques* ou *politiques*, les hypothèses de réforme ou de modification du régime actuel.

Sait-on quoi que ce soit au sujet de l'avion ? Par exemple, au sujet du rapport que son poids doit avoir – pour tenir dans l'air – avec la force des moteurs, ou avec l'amplitude des ailes ? On sait quelque chose : premièrement, que le taux de change et les « fondamentaux » doivent être cohérents entre eux, et, deuxièmement, qu'il faut que la politique monétaire de celui qui émet la monnaie mondiale ait une ancre de stabilité. Ce sont les deux conditions que j'ai énoncées précédemment pour que les mécanismes qui rétablissent la discipline monétaire agissent lorsque celle-ci n'est pas respectée.

17. *Les taux de change.* Je ne reviens pas sur les arguments, cruciaux, selon lesquels la fluctuation généralisée, que beaucoup considèrent comme étant la solution la plus efficace et la plus faisable, n'apparaît ni efficace ni faisable.

On peut alors se demander si, à l'extrême inverse, on ne devrait pas mettre en place des changes irrévocablement fixes, une monnaie mondiale unique, un « globus », qui soit aussi la monnaie utilisée à l'intérieur des Etats. Je considère que non. J'exclurais qu'une monnaie unique avec une banque centrale unique – point d'arrivée du chemin européen – puisse être l'horizon de l'ordre monétaire mondial.

Une fois écartées ces deux solutions extrêmes, on se trouve dans le territoire des régimes intermédiaires, où le change est déterminé conjointement par le marché et la politique économique. Cela implique que celle-ci reconnaisse le taux de change comme une des grandeurs qui l'orientent et qu'elle en fasse l'objet d'accords et de coopérations avec les autres pays. À partir de ce constat, les régimes intermédiaires essayent de concilier le besoin de certitude avec une reconnaissance des différentes dynamiques et politiques de chaque pays.

Ce territoire, qui est celui d'un régime de « changes fixes mais ajustables » a été habité deux fois : entre 1950-1970 à l'échelle mondiale et entre 1979-1998 à l'échelle européenne. Les deux expériences ont apporté à la zone économique concernée une longue période d'ordre monétaire. Les deux ont été accompagnées et facilitées par de fortes limitations à la mobilité des capitaux. Les deux ont finalement été renversées par la prédominance des libres marchés.

Je pense qu'un vrai ordre monétaire international n'aura été atteint que lorsqu'on aura instauré un régime de change commun, dans lequel tous les pays sans exception acceptent une responsabilité et un engagement envers les autres sur la valeur externe de leur monnaie et dans lequel le taux de change est déterminé par une interaction entre marché et politique économique. En Europe, un tel engagement - dérive de la reconnaissance d'une étroite interdépendance économique - était déjà inscrit dans le Traité de Rome avec le choix de considérer les politiques économiques, et en particulier les politiques de change, comme des questions « d'intérêt commun ».

Je ne vais pas m'aventurer à faire la revue des différentes manières possibles pour structurer un tel régime, et je dois dire que je n'ai pas de préférence claire. Les règles et la part de discrétionnaire peuvent être combinés de diverses façons : une politique publique peut peser de façon continue ou seulement dans des circonstances particulières ; la relation entre gouvernement et banque centrale peut différer d'un pays à l'autre ; un accord peut s'appliquer à toutes les monnaies ou seulement aux principales. Ce sont des questions qui devraient être posées et résolues au cours de l'hypothétique conférence à laquelle on aime souvent donner le nom de Bretton Woods 2.

Je crois connaître les difficultés. On doit en être conscients, tout comme on doit être conscients qu'un régime intermédiaire ne peut sans doute avoir qu'une durée

limitée dans le temps. Mais on doit également être conscient que nous sommes *déjà* dans un régime intermédiaire, qui de surcroît n'a pas été planifié, n'a fait l'objet d'aucun accord, et se trouve dénué de toute rationalité et incapable d'assurer l'ordre et la discipline.

Des accords monétaires régionaux pourraient faciliter le chemin vers la reconstruction. Si le régime de change doit être cohérent avec le degré d'intégration de l'économie de référence, on ne peut négliger le fait que la mondialisation est dans une large mesure une constellation de processus d'intégrations régionaux. Il est fort possible que de vastes régions avec une forte interdépendance locale s'acheminent vers des accords monétaires régionaux comparables à ceux que l'Europe a recherchés à la fin du système de Bretton Woods. L'Asie orientale semble s'orienter dans ce sens.

18. *Un standard mondial.* Par le passé, le nombre de devises (n) correspondait au nombre de pays plus un. Ce que l'on appelait la n-ième devise, le standard de dernier recours, était l'or, dont la rareté ne pouvait être anéanti par aucune presse à billet nationale.

Un standard artificiel serait-il en mesure d'assumer au moins quelques unes des fonctions d'une devise mondiale ? L'intérêt pour cette question s'est ravivé à la suite de la crise, et l'attention s'est naturellement portée vers les Droits de Tirage Spéciaux (DTS).

Il est clair que la condition nécessaire pour que les DTS jouent un rôle plus important au sein du système monétaire international et deviennent un standard mondial est qu'ils puissent circuler dans l'économie, qu'ils soient utilisés par un vaste cercle d'agents économiques publics et privés. Or, ce qui empêche cela n'est ni un manque d'attractivité, ni une contrainte technique ; l'unique obstacle est le manque d'une masse critique, la difficulté de sortir d'un cas typique de « dilemme de la poule et de l'œuf ».

Concernant l'*attractivité*, dans une économie mondiale hautement intégrée un panier rassemblant les principales monnaies serait en effet attractif en soi pour la dénomination d'actifs et de dettes, et à d'autres fins. Les DTS pourraient précisément jouer ce rôle. L'attractivité est tellement forte que même dans le temple des banques centrales nationales, la BRI (Banque des Règlements Internationaux), les DTS ont été adoptés comme unité de compte.

Concernant l'exploitabilité technique, rien n'empêcherait une circulation et un marché des DTS d'être doté des infrastructures ordinaires d'un marché en bon fonctionnement.

L'obstacle crucial à un marché développé, diversifié et liquide est bien connu : il s'agit de trouver les porteurs du *coût initial* qui permet d'atteindre une masse critique.

C'est là que la politique publique peut jouer un rôle décisif. Plusieurs acteurs publiques pourraient conjointement mener une telle politique. Le FMI est engagé par ses Statuts à « faire des Droits de Tirage Spéciaux la principale réserve d'actif dans le système international » et, à cette fin, il pourrait fournir une sécurité juridique quant à leur valeur. Les droits nationaux pourraient ainsi prévoir des instruments indexés sur une unité clairement définie par les institutions internationales. Les gouvernements nationaux pourraient émettre régulièrement une dette libellée en DTS. Les institutions internationales pourraient promouvoir la création d'un *clearing system*.

Une fois encore, l'expérience de l'Union Européenne est utile. Au cours des années 1980, un marché pour une unité de compte européenne, l'ECU, s'est développé

avec succès en dépit du fait que la position de départ était bien moins favorable car, contrairement aux DTS, il n'y avait pas d'émetteur officiel de l'unité.

Au début, il se peut que les arguments en faveur des DTS soient faibles en termes de *business* mais forts en termes *politiques*. Les institutions publiques devraient identifier ces derniers et les développer. Une fois l'obstacle surmonté, le '*business case*' se ferait jour et l'attractivité deviendrait le moteur naturel des développements à venir.

Les banques centrales développeraient des réserves en DTS en intervenant sur les marchés des changes étrangers. La contrepartie prendrait la forme d'emprunts en DTS par les agents privés et publics. En bref, il y aurait des réserves « intérieures » en DTS à côté de celles, « extérieures », accordées par le FMI.

Les DTS pourraient jouer un rôle de réserve de valeur et d'unité de compte pour les politiques de taux de change, les interventions et la gestion des réserves officielles. Aujourd'hui, bon nombre des pays qui n'acceptent pas le flottement libre gèrent leur monnaie en faisant référence à un panier d'autres devises, qui reflète souvent la composition de leurs échanges commerciaux. Si les DTS devenaient de véritables *actifs de réserve*, ces pays seraient incités à fixer ou gérer leur taux de change par rapport à un panier établi, largement représentatif de la composition du commerce mondial et directement opérationnel. Ce panier serait complété par toute une gamme d'instruments dérivés de couverture. Hormis les petits pays étroitement intégrés à une région particulière, qui pourraient préférer former un système régional, de nombreux pays définiraient leur politique de taux de change par rapport aux DTS.

Les DTS pourraient aussi jouer un rôle de *numéraire* pour fixer les prix des matières premières et pour facturer des biens et services échangés à l'échelle internationale. Au fil du temps, les producteurs seraient eux-mêmes incités à fixer les prix dans une unité qui reflèterait plus fidèlement la composition de leurs importations que le dollar. Cela encouragerait alors les facturations commerciales en DTS, en créant une motivation supplémentaire pour détenir des réserves en DTS et stabiliser les monnaies nationales s'y référant.

19. *Une ancre de stabilité ?* Tout cela est possible et présente certains avantages, mais la question cruciale est la suivante : un DTS doté d'un marché bien développé, et utilisé comme réserve de valeur et d'unité de compte par des acteurs publics et privés, pourrait-il aider à corriger la faille fondamentale du régime actuel ?

Ma réponse est affirmative, mais dégrisante : oui, il aiderait à corriger cette faille mais uniquement dans la mesure où la *moyenne* est meilleure que la composante *dominante*. Au-delà de cette limite, et afin de devenir une ancre de stabilité à part entière, le standard mondial a besoin de son « propre » décideur politique, mandaté pour poursuivre un intérêt mondial,.

La partie affirmative de cette réponse est fondée sur l'idée que tout affaiblissement des incitations perverses qui existent aujourd'hui au sein du système est susceptible de générer une orientation de politique monétaire plus appropriée. En particulier, les changements décrits diminueraient le « privilège exorbitant » qui permet aux Etats-Unis d'avoir de grands déficits extérieurs financés avec leur propre monnaie. La demande pour les actifs en dollar deviendrait moins élastique, et les importants déficits américains se traduiraient relativement vite par une pression à la baisse sur le dollar et par une pression à la hausse sur les taux d'intérêts américains.

Il faut bien répéter, comme je l'ai dit, que cette conclusion prudemment positive ne vaut que si la « politique moyenne » est meilleure que la « politique

dominante ». Mais c'est là que la comparaison entre le cas européen et le cas mondial devient pertinente. Dans l'Union Européenne, la politique dominante de la Bundesbank était plus orientée vers la stabilité que la moyenne ; d'où le rôle stabilisant de l'ancre Deutsch Mark et l'hostilité de l'Allemagne à l'ECU ou à un système plus symétrique. Au niveau mondial au contraire, la politique dominante a été déstabilisante et la transition vers une moyenne améliorerait la situation d'ensemble.

Un système dans lequel les grands pays permettent à leurs monnaies de flotter, alors que les petits pays ont le choix entre adosser (ou gérer) leurs taux de change vis-à-vis des DTS ou prendre part à un accord monétaire régional, serait bien plus équilibré que le système actuel.

Mais venons à la partie dégrisante de la réponse. Celle-ci se fonde sur le fait que le 'dilemme général' de Robert Triffin ne disparaîtrait pas suite à un développement, aussi important soit-il, de la circulation et de l'utilisation du DTS. En l'absence d'une autorité *publique* qui œuvre pour « ce qui est bon pour le monde », la simple moyenne de politiques conduites avec des objectifs nationaux ne peut produire ce bien public mondial que constitue une ancre monétaire stable à l'échelon mondial.

En conclusion, il n'existe aucune piste pour contourner la nécessité d'une structure de *policy* qui ancre le standard global à un objectif de stabilité mondiale.

On dira que dans un monde où les décisions monétaires sont décentralisées, une coordination effective entre les politiques menées dans les principales zones monétaires pourrait, en théorie, répondre à cette nécessité. Et on ajoutera que le cadre institutionnel d'une telle coordination existe déjà au travers du FMI, de la BRI, du G7 ou du G20. Ceci ne vaut cependant que dans la théorie. Toutes les expériences passées et présentes suggèrent que la coordination, en pratique, échoue précisément lorsqu'elle est le plus nécessaire, c'est-à-dire lorsque les préférences en terme de politiques sont les plus divergentes.

S'il est difficile de croire que la coordination puisse fonctionner, la seule alternative conceptuellement viable semble pour beaucoup (non aux yeux de Robert Triffin, je crois, s'il était là) encore plus inaccessible : elle consisterait à gérer la création (allocation) des DTS « extérieurs » avec l'objectif de satisfaire la demande mondiale de réserves. La rareté des DTS déterminerait l'orientation politique du standard mondial.

Je m'arrête là. Attention : j'ai simplement fait la description d'un avion en vol. Je n'ai pas fourni le plan pour le construire. Les frères Wrights ne sont pas avec nous ce soir.

20. *L'ombre de Bancor*. Assassiné il y a 67 ans à Bretton Woods (la forêt de Bretton), Bancor est de retour parmi nous pour réclamer ses droits. On lui avait présagé, à lui ainsi qu'à son ancêtre Banquo dans *Macbeth*, que sa descendance serait montée sur le trône, à défaut d'y accéder lui-même. Comme son ancêtre, il a ainsi succombé, victime de l'envie et de la crainte d'un autre aspirant à la couronne. Certains critiques de Shakespeare en arrivent à considérer que Banquo – dont la dynastie des Stuart, qui a régné par la suite sur les Iles britanniques, est en effet issue – était partisan d'une union fondée sur la justice et sur l'équilibre, ce que les économistes appellent aujourd'hui un système symétrique.

Nous ne savons pas si ces analogies ont inspiré Keynes dans le choix du nom de l'embryon de monnaie mondiale qu'il a proposé à Bretton Woods. Un quart de siècle plus tard, au moment où le descendant de Bancor a été baptisé avec un aride

acronyme (DSP), la poésie des noms avait désormais été perdue et les fonctionnaires avaient repris le devant de la scène.

Dans le contexte de l'époque, il aurait été relativement facile de contenter les aspirations de Bancor. Le système en construction, qui prévoyait de changes fixes et de capitaux immobiles, nécessitait uniquement un instrument qui donne vie à un mécanisme multilatéral d'échanges et de paiements, véritable objectif de la réforme des années 1940. Bancor, la monnaie mondiale dite artificielle parce que « conçue par l'homme », n'avait pas besoin de circuler, elle ne nécessitait pas un marché propre et elle n'était pas menacée par le marché. Elle se présentait dans la posture modeste de serviteur du véritable roi, l'or, qui demeurait l'élément central de l'ordre monétaire. Mais, il faut le dire, « serviteur », *steward*, est l'origine du nom Stuart. Et Keynes prévoyait l'accession au trône pour la descendance de Bancor, à l'instar des trois sorcières de *Macbeth* pour Banquo.

Aujourd'hui, nous sommes déjà en présence d'un système multilatéral d'échanges et de paiements. Il ne s'agit pas de le reconstruire, mais de le défendre des menaces récurrentes et mortelles auxquelles l'expose un dés-ordre monétaire insoutenable. Ce désordre est à l'origine de la crise et aucune réforme de la finance ne pourra donner de bases solides à la stabilité si elle omet d'y apporter remède. Ce qui contribue à la persistance du désordre, ce sont de solides intérêts économiques et politiques, mais aussi, et surtout, l'inertie des pratiques en vigueur et celle des esprits. Les réflexions de ce soir sont une invitation à vaincre cette inertie.
