

Faut-il repenser le filet de sécurité financière mondial ?

D. Essers

E. Vincent^(*)

Introduction : un filet de sécurité financière mondial à plusieurs strates

L'économie mondiale ne cesse de se complexifier. Abstraction faite des orientations récentes vers des politiques plus protectionnistes, la tendance à plus long terme va dans le sens d'un renforcement du commerce et de l'intégration financière, en particulier dans les économies de marché émergentes. En dépit de ses bienfaits, la mondialisation expose également les pays à une multitude de risques, parmi lesquels celui que fait peser la volatilité des flux de capitaux sur la stabilité financière. La progression de l'intégration financière souligne donc la nécessité de se doter d'une structure adéquate permettant de prévenir et d'appréhender les chocs. En guise de première ligne de défense, les pays devraient être encouragés à mener des politiques macroéconomiques et financières prudentes. Les économies de marché émergentes se sont montrées plus résilientes durant la crise financière mondiale que lors des crises précédentes, et ce précisément grâce aux meilleurs fondamentaux et aux cadres politiques plus robustes qu'elles avaient mis en place (van Doorn *et al.*, 2010). Cela étant, des politiques saines ne suffiraient pas à conjurer une crise et doivent être complétées par un « filet de sécurité financière mondial » (*global financial safety net* – GFSN) opérationnel, que la BCE (2016, p. 43) définit comme un ensemble d'institutions et de mécanismes offrant un soutien financier destiné à la prévention d'une crise et à

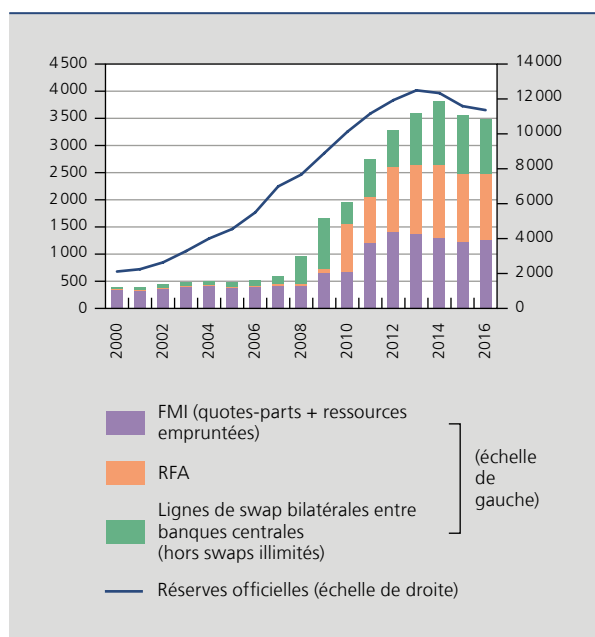
des pays touchés par une crise, ce qui permet de faciliter un ajustement au niveau du pays et aussi d'éviter que la crise se propage. Le présent article examine l'état du GFSN et les façons dont il pourrait être réformé.

Le GFSN actuel, tel qu'il est généralement présenté, comporte quatre strates distinctes ayant chacune ses propres forces et faiblesses (IMF, 2016a; Denbee *et al.*, 2016), à savoir, premièrement, le stock national de réserves internationales; deuxièmement, les accords de swap bilatéraux entre banques centrales; troisièmement, les dispositifs de financement régionaux (*regional financing arrangements* – RFA); et, enfin, quatrièmement, à l'échelon mondial, l'assistance financière octroyée par le Fonds monétaire international (FMI). Le GFSN a sensiblement évolué, sur les plans de l'ampleur et de la portée, au cours des dernières décennies et, plus particulièrement, ces dernières années (cf. graphique 1). Alors qu'au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, les institutions de Bretton Woods étaient au cœur du GFSN, le FMI opérant comme la plate-forme privilégiée de coordination des politiques macroéconomiques et de résolution de la crise de la balance des paiements (Cheng, 2016), l'importance relative des autres strates s'est accrue au fil du temps. L'accumulation de réserves a progressivement atteint des proportions considérables à partir des années 2000, tandis que la crise financière mondiale a marqué le début d'une rapide expansion des accords de swap entre banques centrales, ainsi que l'extension des RFA existants et la création de nouveaux dispositifs.

Bien que le GFSN ait subi des réformes considérables, dont la plupart ont été suscitées par la crise financière

^(*) Les auteurs remercient Monsieur Edward Denbee de la Banque d'Angleterre d'avoir mis sa base de données sur les swaps à leur disposition (cf. Denbee *et al.*, 2016), ainsi que Paul Butzen, Caroline Janssens et Luc Stevens de la Banque nationale de Belgique pour leurs précieux commentaires et conseils.

GRAPHIQUE 1 LE GFSN A SENSIBLEMENT ÉVOLUÉ AU COURS DES DERNIÈRES DÉCENNIES⁽¹⁾⁽²⁾
(milliards de dollars des États-Unis)



Sources : Statistiques financières internationales du FMI (SFI); sites internet des RFA; mise à jour par les auteurs de la base de données sur les swaps de Denbee et al. (2016) à partir des sites internet des banques centrales et des communications des médias; Datastream.

(1) Les estimations de l'ampleur du GFSN ne tiennent pas compte des lignes de swap bilatérales entre banques centrales (des économies avancées) dont la taille n'est pas soumise à une limite formelle; la valeur des lignes de swap réciproques (limitées) est comptabilisée deux fois.

(2) Pour ce qui est des RFA inclus, cf. la partie 3.

mondiale, il est toujours loin d'être optimal. Une importante raison à cela est que le GFSN ne résulte pas d'un consensus international, mais plutôt d'une accumulation historique de différents types d'aides financières, reflétant en grande partie des préoccupations d'ordre national et régional (Scheubel et Stracca, 2016 et BCE, 2016). L'une des inquiétudes récurrentes concernant le GFSN concerne sa fragmentation. Plus précisément, le GFSN semble souffrir d'un manque patent de coordination entre ses différentes strates, ce qui nuit à son efficacité. Par ailleurs, la couverture du GFSN est inégale; nombre de pays n'ont pas accès aux RFA et, tandis que certaines nations présentent des réserves internationales excessives, celles d'autres pays s'avèrent insuffisantes. Les parties qui suivent reviennent plus en détail sur l'état actuel du GFSN et visent à apporter une vue d'ensemble équilibrée de certaines mesures qui ont été proposées afin de combler les lacunes qu'il présente encore.

Les parties 1 à 4 passent en revue chacune des strates du GFSN et leurs évolutions respectives, en se concentrant sur les modifications apportées depuis la crise financière mondiale. Les principaux avantages et inconvénients

comparatifs de chaque strate sont également examinés. La partie 5 revient sur une série de réformes proposées se rapportant plus spécifiquement à trois domaines, à savoir le système de réserves mondiales, la coordination des accords de swap bilatéraux entre banques centrales et la coopération entre le FMI et les RFA. La dernière partie apporte des éléments de conclusion.

1. Réserves internationales (« Besoin de personne »)

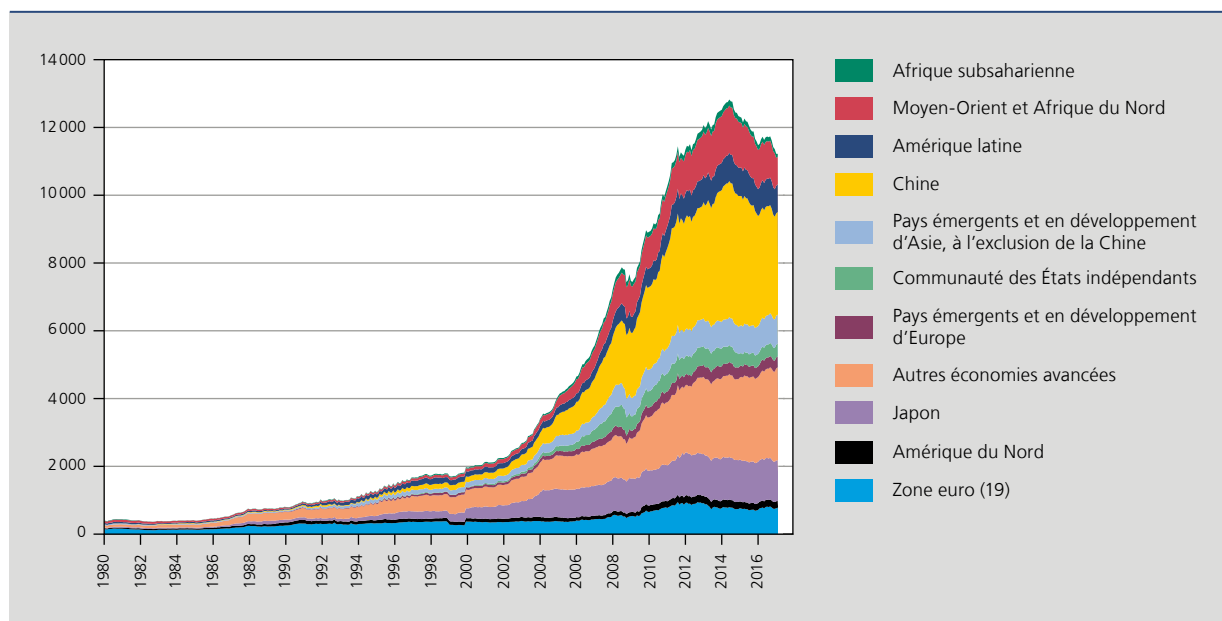
1.1 Évolution et composition

Définies comme « les actifs extérieurs que les autorités monétaires contrôlent directement et dont elles peuvent disposer immédiatement pour répondre à des besoins de financement de la balance des paiements, pour intervenir sur les marchés des changes afin d'influer sur le taux de change, ainsi que pour d'autres besoins connexes » (FMI, 2009, p.120), les réserves internationales constituent la première strate du GFSN. L'accumulation de réserves internationales a augmenté sensiblement à l'entame du millénaire, tout spécialement en Chine ainsi que dans d'autres économies émergentes d'Asie et d'ailleurs en forte croissance (cf. graphique 2). Avec des pics avoisinant les 13 000 milliards de dollars des États-Unis à la mi-2014, les réserves internationales sont de loin la plus grande composante du GFSN (cf. graphique 1). Dans la mesure où l'accumulation de réserves ne s'est intensifiée qu'à la suite d'un enchaînement de crises financières sévères sur les marchés émergents, notamment en Asie de l'Est, en Argentine et au Brésil, ce processus a traditionnellement été expliqué comme un moyen pour les pays de se prémunir à l'avenir contre des crises similaires et d'autres chocs. Au vu des programmes d'ajustement structurel pénibles et souvent infructueux que plusieurs économies de marché émergentes touchées par une crise ont conclus avec le FMI au tournant des années 1990 et 2000, ces importants stocks de réserves pourraient également être perçus comme une assurance contre la nécessité de s'adresser au FMI pour obtenir une nouvelle aide financière (Wyplosz, 2007). En effet, la stigmatisation liée aux prêts du FMI semble subsister encore aujourd'hui, en particulier en Asie et en Amérique latine (Ito, 2012 et IEO, 2013).

Pourtant, comme il ressort clairement de la définition des réserves internationales qui précède, il serait erroné d'attribuer leur élévation généralisée à la seule volonté des pays de s'auto-assurer. Des motifs non liés à la précaution ont également joué un rôle. Une partie de l'accumulation de réserves observée est sans doute une conséquence indirecte de la gestion active du taux de change s'intégrant dans une

GRAPHIQUE 2 LES RÉSERVES OFFICIELLES SE RÉPARTISSENT INÉGALEMENT ENTRE LES RÉGIONS⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾

(milliards de dollars des États-Unis)



Sources : Statistiques financières internationales du FMI (SFI), Entrepôt de données statistiques de la BCE.

(1) Groupements de pays basés sur la classification établie par le FMI.

(2) Les données relatives à la zone euro incluent les réserves de la BCE depuis décembre 1999.

(3) Les dernières observations datent de février 2017.

stratégie de croissance « mercantiliste » de promotion des exportations (Dooley *et al.*, 2004) et/ou est liée à des transferts intergénérationnels de matières premières, par exemple dans les pays exportateurs de pétrole⁽¹⁾. Il n'en demeure pas moins qu'en dépit des différences notées d'un pays à l'autre et des changements de motivation au fil du temps, la volonté de se protéger est toujours considérée comme l'un des principaux moteurs de l'accumulation de réserves⁽²⁾.

L'importance présumée de la demande de réserves à des fins de précaution se reflète dans les règles empiriques qui sont traditionnellement utilisées par les autorités pour évaluer le caractère adéquat du niveau de ces réserves, comme une couverture des importations de trois mois (pour absorber les chocs sur le compte des opérations courantes), 100 % de la dette à court terme pour sa

durée résiduelle (pour en garantir le refinancement) et 20 % de l'agrégat monétaire large (M2, pour pallier une fuite des capitaux domestiques). Plus récemment, le FMI (IMF, 2011a) a conçu un outil de mesure composite de l'adéquation des réserves internationales dont disposent les économies émergentes, combinant les deux derniers indicateurs aux pertes potentielles de recettes à l'exportation et aux fuites éventuelles de capitaux étrangers liés à des placements en titres et autres investissements, et pondérant les différentes composantes en fonction des sorties/diminutions réelles observées lors d'épisodes révolus de tensions sur le marché des changes. D'après cet indicateur composite, à la fin de 2015, certains pays, comme l'Équateur, l'Égypte, le Pakistan et l'Ukraine étaient « sous-assurés » au vu de leurs réserves (car détenant des réserves largement en deçà de 100 % de l'indicateur mis au point par le FMI), là où d'autres, tels que le Brésil, le Pérou, les Philippines, la Russie ou encore la Thaïlande, étaient « sur-assurés » (car détenant des réserves dépassant 150 % de l'indicateur) (IMF, 2017a)⁽³⁾.

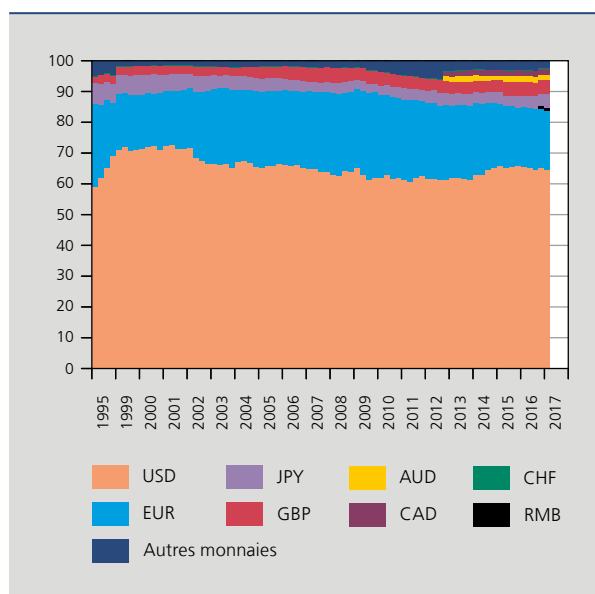
Outre le niveau des réserves internationales, leur composition est également riche d'enseignements. Dans la plupart des pays, la majeure partie des réserves sont détenues sous la forme de titres et de dépôts (hautement liquides) libellés en devises. Au nombre des autres avoirs de réserve

(1) Les avoirs des fonds de patrimoine souverains ne répondent généralement pas à la définition officielle (FMI) des réserves internationales, dans la mesure où ils tendent à être moins liquides et où ils échappent souvent au contrôle des autorités monétaires (Dominguez *et al.*, 2012).

(2) Cf. par exemple Aizenman et Lee (2007) ainsi que Ghosh *et al.* (2017) pour des preuves empiriques, et Durdu *et al.* (2009) ainsi que Jeanne et Rancière (2011) pour des modèles théoriques de réserves de précaution.

(3) À en croire l'outil de mesure composite du FMI, les réserves de la Chine étaient excédentaires de 2005 à 2013, mais ne l'étaient plus à compter de 2014. Pourtant, un ajustement de l'outil de mesure composite pour qu'il tienne compte de la présence de restrictions sur les sorties de portefeuille des résidents (en attribuant une moindre pondération à l'agrégat monétaire large dans l'indicateur) indique que la Chine était bien sur-assurée par ses réserves durant toute la période 2005-2015. Cf. IMF (2016b) pour de plus amples détails sur les mesures d'adéquation des réserves et sur une différenciation plus approfondie de ces indicateurs en fonction des caractéristiques de chaque pays.

GRAPHIQUE 3 LE DOLLAR DES ÉTATS-UNIS DOMINE LA COMPOSITION DES RÉSERVES DE CHANGE⁽¹⁾⁽²⁾
(pourcentages du total)



Source : Base de données COFER du FMI (*Currency Composition of Foreign Exchange Reserves*).

- (1) Ne figurent sur le graphique que les réserves de change dont la monnaie de libellé est connue. Elles constituent entre 55 et 80 % de l'ensemble des réserves de change durant chaque période.
- (2) Les données relatives à l'euro pour la période antérieure à 1999 sont la synthèse du mark allemand, du franc français, du florin néerlandais et de l'ECU.

comptent l'or monétaire, les droits de tirage spéciaux (DTS) et les positions de réserves des pays au FMI (cf. la section 4.2.1 pour de plus amples informations sur les deux dernières catégories)⁽¹⁾. Les statistiques sur la composition en devises provenant de la base de données COFER du FMI, qui ne sont disponibles qu'au niveau agrégé, montrent que l'essentiel des réserves de change restent libellées en dollars des États-Unis (entre 60 et 65 % environ), distançant nettement la devise suivante qui est l'euro (quelque 20 %). Les avoirs libellés en yens japonais, en livres britanniques, en dollars canadiens et en dollars australiens ne totalisent pas plus de 2 à 4 % chacun des réserves de change dont la monnaie de libellé est connue (cf. graphique 3). Des données complémentaires signalent que 38 pays au moins, en Asie et au-delà, ont ajouté le renminbi chinois à leurs portefeuilles de réserves (Liao et McDowell, 2016 et Eichengreen et Lombardi, 2017). Cela étant, toujours d'après la base de données COFER, la part des réserves de change attribuée

(1) Dans les économies avancées telles que les États-Unis, le Royaume-Uni et les pays membres de la zone euro (mais pas au Japon), ces autres réserves « hors devises » constituent une part nettement plus grande des réserves totales.

(2) Ces derniers temps, l'énorme stock de réserves de la Chine a lui aussi continuellement fondu, sous l'effet d'importantes sorties de capitaux, revenant d'un sommet de 4 000 milliards de dollars des États-Unis en juin 2014 à quelque 3 000 milliards de dollars des États-Unis en janvier 2017, pressant le gouvernement chinois de durcir sa politique monétaire et de mettre en place de nouvelles restrictions sur les mouvements de capitaux (cf., notamment, Wildau, 2017).

au renminbi chinois se montait à 1 % à peine à la fin du premier trimestre de 2017. Au vu de la décision du FMI d'ajouter le renminbi au panier de devises auquel le DTS est lié à compter d'octobre 2016, largement considérée comme une reconnaissance du potentiel de la monnaie en tant que devise internationale, il se pourrait que le rôle du renminbi dans les réserves des pays augmente à l'avenir.

1.2 Avantages et inconvénients comparatifs

En comparaison des autres strates du GFSN, l'auto-assurance grâce aux réserves présente l'avantage de taille d'être hautement « prévisible » ; le détenteur des réserves peut accéder aux fonds qui y sont associés et les utiliser à sa guise, sans souffrir d'aucune condition. Par définition, les réserves peuvent être activées (presque) immédiatement par leur détenteur au cas où le besoin s'en ferait sentir (Denbee *et al.*, 2016 et IMF, 2016a). En effet, des études empiriques donnent à croire que, durant la crise financière mondiale de 2008-2009, les économies de marché émergentes ont activement tiré sur leurs réserves et, ce faisant, ont contribué à rétablir leur croissance économique (cf., par exemple, Dominguez *et al.*, 2012).

Parallèlement pourtant, plusieurs pays craignant de perdre leurs réserves (*fear of losing reserves*) affichaient durant la crise financière mondiale une réticence à puiser trop dans leurs réserves, préférant procéder à un ajustement au travers d'importantes dépréciations du taux de change (Aizenman et Sun, 2012). Cette appréhension peut s'expliquer par l'incertitude de ces pays quant à la durée de la crise, par la crainte qu'un assèchement des réserves ne déclenche des attaques spéculatives, et/ou par leur volonté de faire aussi bien que leurs voisins, motivés en cela par la croyance que les investisseurs jugent l'adéquation de la position d'un pays au titre de ses réserves à l'aune de celles des autres pays de la région (cf. Cheung et Qian, 2009). Les réserves dont dispose *effectivement* leur détenteur pour répondre aux besoins liés à la balance des paiements sont dès lors (nettement) inférieures au stock total de réserves. Les réserves constituent par ailleurs une source moins fiable d'assurance contre des chocs plus persistants (IMF, 2016a)⁽²⁾.

Si la détention de réserves propres présente des avantages, elle entraîne par ailleurs un certain coût pour le détenteur. Le coût lié à l'accumulation de réserves peut être exprimé de différentes façons, mais tient in fine dans l'écart entre le rendement (typiquement faible) tiré des actifs de réserve (généralement peu risqués) et certains coûts d'emprunt ou coûts d'opportunité souverains (typiquement plus élevés) (IMF, 2013a). Dans les pays qui ont accès au marché international des capitaux, on peut obtenir une approximation de ces coûts d'emprunt en se

basant sur le rendement des obligations souveraines qu'ils émettent à l'étranger. Dans le cas de pays qui présentent un accès au marché financier extérieur limité, mais qui disposent de marchés financiers domestiques relativement développés, il est plus pertinent de se baser sur les intérêts acquittés sur les obligations nationales, dans la mesure où les banques centrales stérilisent généralement les liquidités excessives créées par l'accumulation de réserves en émettant lesdites obligations. Et si les pays considérés n'ont ni accès aux marchés financiers extérieurs, ni ne disposent de marchés financiers domestiques développés, le coût d'opportunité social lié à des possibilités d'investissements publics abandonnés peut être utilisé pour obtenir une autre approximation (bien que plus compliqué à établir de façon empirique). Quelle que soit la mesure appliquée, il existe un consensus largement partagé sur le fait que les coûts de l'accumulation de réserves sont significatifs dans la plupart des pays (à l'exception des émetteurs des monnaies de réserve les plus importantes, étant donné qu'ils bénéficient de faibles coûts d'emprunt)⁽¹⁾. L'appréciation de la monnaie nationale peut alourdir encore ces coûts en diminuant la valeur des intérêts perçus sur les actifs en devises et en occasionnant des moins-values sur l'encours des réserves (IMF, 2016a).

De plus, outre son niveau dans chaque pays, l'accumulation de réserves à grande échelle, en particulier par d'importantes économies de marché émergentes, est aussi intimement liée aux « déséquilibres mondiaux » (*global imbalances*), puisque les achats nets d'actifs de réserve constituent des entrées de capitaux nettes pour les pays émetteurs de monnaies de réserve, creusant par là même l'endettement extérieur de ces derniers⁽²⁾. Ces déséquilibres peuvent à leur tour aggraver les risques systémiques en encourageant l'emprunt et l'investissement excessifs dans les pays émetteurs de monnaies de réserve. Si la situation vient à se détériorer, cela pourrait engendrer (ou amplifier) une crise financière touchant tant les pays accumulant des réserves que les autres (Steiner, 2014). Il se dit que c'est d'ailleurs précisément ce qui se serait passé en 2008-2009 (Portes, 2009 et Obstfeld et Rogoff, 2010)⁽³⁾. Une autre source de risque systémique qui y est associée provient du fait que les

actifs émis par un cercle restreint d'économies avancées hautement solvables disposant de marchés financiers profonds, titres de la dette publique américaine en tête, sont pour ainsi dire les seuls à être recherchés à titre de réserves (cf. graphique 3). Dans la mesure où les économies de marché émergentes croissent plus rapidement que celles qui sont avancées, alors que la perception de la solvabilité jugée faible des premières n'évolue que très lentement, la demande d'actifs « sûrs » (tels que les titres du Trésor américain) surpasse in fine l'offre possible, sans pour autant que la sécurité de ces titres ne soit remise en question (Obstfeld, 2014)⁽⁴⁾.

Enfin, l'accumulation et l'utilisation de réserves propres n'étant soumises à aucune conditionnalité explicite, elles contribuent peu à encourager les réformes de politique intérieure. Contrairement à l'aide apportée par des RFA ou par le FMI, cette procédure n'implique aucun acteur extérieur qui exercerait un rôle de contrôle ou qu'une autorité nationale lancée dans une dynamique de réformes pourrait utiliser comme bouc émissaire afin de pousser l'adoption de mesures politiquement sensibles.

Au vu des inconvénients susvisés que présente l'accumulation de réserves à grande échelle, dans une perspective tant nationale que multilatérale, les décideurs réunis au sein de plusieurs forums ont tenté de développer les autres strates du GFSN, qui sont examinées dans les parties suivantes. Il est généralement supposé, souvent implicitement, que des lignes de swap entre banques centrales, des RFA et/ou des prêts du FMI plus étendus et mieux conçus réduiront sensiblement la demande de réserves propres. Toute plausible qu'elle soit, il y a en réalité fort peu de preuves empiriques appuyant cette hypothèse de « substituabilité ». En effet, en raison de la latitude et de la flexibilité incomparables que les réserves internationales offrent à leurs détenteurs, il y a fort à croire que celles-ci continueront de dominer le GFSN dans un avenir proche.

2. Accords de swap bilatéraux entre banques centrales (« Avec un peu d'aide de mes amis »)

2.1 Évolution et principales caractéristiques du réseau de swap

Typiquement, dans un accord de swap bilatéral entre banques centrales, une banque centrale accepte de prêter un montant maximum donné de ses propres devises (qu'il s'agisse d'une monnaie de réserve ou pas) à une autre banque centrale, en échange de la monnaie nationale de cette dernière (qui sert de garantie) au taux de change

(1) À titre d'exemple, adoptant une approche similaire à la première évoquée ci-dessus, Rodrik (2006) estime le coût annuel total de la détention de réserves de change dans des pays non industrialisés à quelque 1 % de leur PIB cumulé. Il souligne que, bien qu'il s'agisse d'un montant élevé à tous points de vue, il n'est pas nécessairement trop élevé comme prime d'assurance contre des crises financières coûteuses.

(2) Le terme « déséquilibres mondiaux » renvoie généralement à une situation dans laquelle d'importants excédents du compte courant dans certains pays coïncident avec des déficits notables dans d'autres.

(3) Le lien entre les déséquilibres mondiaux et la crise mondiale de 2008-2009 évoqué ici ne fait toutefois pas l'objet d'un consensus et ne tient pas compte de l'importance des flux de capitaux bruts en comparaison des flux nets (cf. Butzen *et al.*, 2014).

(4) Ces tensions s'apparentent à une version moderne du dilemme célèbre que Triffin (1960) a formulé dans le contexte de la convertibilité en or du dollar des États-Unis au titre du système de Bretton Woods (cf. Obstfeld, 2014).

en vigueur sur le marché et sur une courte période seulement, courant le plus souvent entre un jour et trois mois. La banque centrale bénéficiaire tire généralement sur cette ligne pour prêter à son tour les liquidités qu'elle a reçues à des établissements financiers relevant de sa compétence par voie d'adjudication, tout en demeurant elle-même responsable de restituer les devises à la première banque centrale. À l'échéance convenue, une transaction inverse est effectuée, appliquant le même taux de change que celui utilisé pour l'opération initiale, et la banque centrale bénéficiaire verse à la première un intérêt faible fondé sur le marché. Les accords de swap peuvent être soit unilatéraux, soit réciproques, ce qui signifie que les deux banques centrales peuvent utiliser les fonds mis à leur disposition dans le cadre de l'opération⁽¹⁾. Il existe plusieurs variantes au concept de base décrit ci-dessus, y compris des accords de swap au titre desquels les banques centrales fournissent et/ou obtiennent des devises tierces aux termes des opérations de swap⁽²⁾.

Les accords de swap bilatéraux entre banques centrales ont sensiblement gagné en importance depuis la crise financière mondiale (cf. graphique 1), ancrant fermement les banques centrales sur la carte en tant qu'acteurs majeurs du GFSN⁽³⁾. Le premier élan vers un réseau plus étendu d'accords de swap entre banques centrales a été donné par la Réserve fédérale. Au cours de la crise financière mondiale, les différentes sources de financement des banques commerciales se sont toutes taries. Les marchés de financement en dollars des États-Unis, particulièrement, dont les banques européennes étaient devenues de plus en plus tributaires pour financer leurs achats de titres adossés à des créances hypothécaires et autres actifs américains, ont été soumis à une forte pression à mesure que

grandissaient les craintes entourant la qualité de ces actifs et le système financier américain tout entier (McGuire et von Peter, 2009). Des banques et des fonds monétaires d'importance systémique outre-Atlantique ont, à leur tour, été fortement exposés à des défaillances potentielles de banques européennes et d'autres banques non américaines à court de billets verts. Afin de préserver son secteur financier national des défaillances d'organismes étrangers, la Réserve fédérale, qui détient le monopole de la création de dollars des États-Unis, a assumé le rôle de « prêteur international en dernier ressort » (*international lender of last resort*) (McDowell, 2012, 2017a)⁽⁴⁾. À partir de décembre 2007, elle a étendu et progressivement augmenté les accords de swap bilatéraux temporaires aux banques centrales des autres principaux pays avancés (émetteurs de monnaie de réserve) (BCE, Banque nationale suisse, Banque d'Angleterre, Banque du Japon et Banque du Canada) et à d'autres économies avancées de taille plus modeste (Suède, Autriche, Norvège, Danemark et Nouvelle-Zélande), la taille des lignes de swap s'échelonnant de 4 à 240 milliards de dollars des États-Unis⁽⁵⁾⁽⁶⁾.

Les 13 et 14 octobre 2008, un mois après la faillite de Lehman Brothers, les limites formelles des lignes de swap ont été abandonnées pour les lignes accordées à la BCE, à la Banque nationale suisse, à la Banque d'Angleterre et à la Banque du Japon, dans le but de leur permettre d'accéder à la demande de dollars des États-Unis des banques opérant dans leur sphère de compétence. De même, en octobre 2008, la Réserve fédérale a signé des accords de swap temporaires de 30 milliards de dollars des États-Unis chacun avec quatre économies de marché émergentes : la Corée du Sud, le Mexique, le Brésil et Singapour. Plus tard, en avril 2009, les accords de swap entre la Réserve fédérale et la BCE, la Banque nationale suisse, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont acquis un caractère réciproque, permettant à la Réserve fédérale (et, in fine, aux banques américaines) d'accéder aussi à la liquidité étrangère si le besoin s'en faisait sentir (Goldberg *et al.*, 2011). Dans l'intervalle, la BCE, la Banque nationale suisse et la Banque du Japon ont aussi proposé des lignes de swap à des pays dont les banques étaient fortement

(1) Charles Coombs, ancien vice-président de la Banque de réserve fédérale de New York déclara un jour que ce type d'accords de swap réciproques entraînaient une augmentation des réserves internationales « comme par enchantement » dans chacune des banques centrales impliquées (cité dans McDowell, 2012, p. 163).

(2) Comme l'observent Denbee *et al.* (2016), ces types d'accords de swap reviennent à une situation dans laquelle les banques centrales se prêtent mutuellement leurs réserves de change. Parmi les exemples pouvant être cités, l'accord de swap unilatéral en dollars des États-Unis qui a été conclu entre la Banque du Japon et la Banque populaire de Chine et d'autres banques centrales asiatiques, les accords de swap en euros conclus par les banques centrales de Suède et du Danemark avec celles d'Islande et de Lettonie, et les accords de swap conclus par la Banque nationale suisse avec la Pologne et la Hongrie, qui fournissaient des francs suisses en contrepartie d'euros.

(3) Obstfeld *et al.* (2009, p. 483) ont salué les accords de swap comme étant « l'un des exemples les plus notables de coopération entre banques centrales dans l'histoire ». Cela étant, Weder di Mauro et Zettelmeyer (2017) estiment que l'influence croissante des banques centrales dans le GFSN est passée assez inaperçue, en particulier en comparaison de la mise sur pied médiatisée de nouveaux RFA (cf. partie 3).

(4) McDowell (2017a) argue que la fourniture aux banques étrangères de dollars des États-Unis par la Réserve fédérale par le biais d'accords de swap (en tandem avec des mesures adoptées par la Réserve fédérale pour injecter des liquidités dans le système financier américain proprement dit) a également contribué à comprimer le Libor, qui avait grimpé à la suite de tensions sur le marché des prêts interbancaires. Le Libor, sur lequel la Réserve fédérale n'a aucun contrôle direct, était un indice fréquemment utilisé pour les prêts hypothécaires à taux variable. Or, une élévation continue du Libor entraînerait un alourdissement des charges mensuelles au titre de ces prêts hypothécaires et, partant, augmenterait les risques de défaut des propriétaires américains (l'un des facteurs déclencheurs de la crise financière mondiale). La logique suivie voulait que soutenir les prêts interbancaires, en fournissant des liquidités supplémentaires en dollars des États-Unis, resserrerait l'écart entre le Libor et le taux des obligations du Trésor américain (sur lequel la Réserve fédérale a une meilleure emprise) et améliorerait, par là même, la transmission des baisses du taux d'intérêt de la Réserve fédérale à l'économie réelle.

(5) L'idée d'utiliser les accords de swap entre banques centrales pour pallier les dysfonctionnements du marché monétaire et l'instabilité financière plus largement contrastait avec les objectifs des premiers accords de swap conclus entre les États-Unis et d'autres économies avancées, qui avaient été utilisés essentiellement à partir des années 1960 comme des outils de politique de change (cf. Bordo *et al.*, 2015 et McDowell, 2017a). En fait, en pourvoyant les banques de dollars des États-Unis durant la crise financière mondiale, les nouvelles lignes de swap de la Réserve fédérale s'apparentaient tout à fait à un complément international de son dispositif temporaire d'adjudication en dollars à visée nationale (Term Auction Facility, TAF) (Goldberg *et al.*, 2011). Le TAF était également accessible aux banques étrangères, pour autant qu'elles eussent des filiales aux États-Unis. Au bout du compte, les tirages des banques étrangères représentaient la majeure partie des dollars fournis au travers du TAF (McDowell, 2017a).

(6) La BCE, par exemple, s'est vu offrir une ligne de swap initiale de 20 milliards de dollars des États-Unis par la Réserve fédérale le 12 décembre 2007, laquelle a par la suite été portée à 30 milliards (le 11 mars 2008), à 50 milliards (le 2 mai 2008), à 55 milliards (le 30 juillet 2008), à 110 milliards (le 18 septembre 2008), à 120 milliards (le 26 septembre 2008) et à 240 milliards (le 29 septembre 2008), avant que la ligne ne soit déplaçonnée le 13 octobre 2008.

dépendantes de financements, respectivement, en euros (la Suisse, le Danemark, la Suède), en francs suisses (la Hongrie, la Pologne) ou en yens (la Corée du Sud)⁽¹⁾.

En février 2010, après que la crise financière mondiale eut atteint son paroxysme, la Réserve fédérale a laissé expirer les accords de swap qu'elle avait conclus avec les banques centrales d'autres économies avancées et d'économies de marché émergentes. Pourtant, quelques mois plus tard seulement (en mai 2010), alors que s'intensifiait la crise de la dette souveraine dans la zone euro, les accords de swap entre la Réserve fédérale et la BCE, la Banque nationale suisse, la Banque d'Angleterre, la Banque du Japon et la Banque du Canada ont été relancés, une fois encore sans qu'aucune limite formelle ne soit spécifiée. Le 30 novembre 2011, ces accords de swap unilatéraux de la Réserve fédérale ont été absorbés dans un réseau dense de lignes de swap réciproques, au titre desquelles chaque banque centrale pouvait prêter sa propre monnaie aux cinq autres, et ce, en théorie du moins, sans limite de montant. Ce réseau temporaire d'accords de swap illimités a été coulé dans un accord permanent le 31 octobre 2013 et reste en vigueur jusqu'à nouvel ordre.

Les économies avancées ne sont pas les seules à avoir pris l'initiative d'établir des accords de swap bilatéraux. Bien avant la crise financière mondiale déjà (et, en réalité, en réaction à la crise financière qui a touché l'Asie en 1997–1998), les banques centrales de l'ANASE+3 ont mis sur pied l'initiative de Chiang Mai (ICM) en 2000. L'ICM comprenait un réseau d'accords de swap bilatéraux entre les banques centrales de Chine, du Japon et de Corée du Sud; entre chacun de ces trois pays additionnels (+3) et les cinq membres originels de l'ANASE (l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines, Singapour et la Thaïlande); et entre toutes les banques centrales de l'ANASE proprement dites (les cinq nations susvisées ainsi que Brunei Darussalam, le Cambodge, la RDP Lao, le Myanmar et le Vietnam) (Kawai, 2009). En mars 2010, l'ICM totalisait quelque

235 milliards de dollars des États-Unis en accords de swap. Le 24 mars 2010, l'ICM a fait l'objet d'une multilatéralisation grâce à la consolidation du réseau d'accords de swap bilatéraux en un accord de swap unique. La multilatéralisation de l'initiative de Chiang Mai (MICM) fonctionne désormais comme un véritable RFA (cf. partie 3).

La Chine, en particulier, s'est érigée au cours des dernières années en pourvoyeur-clé d'accords de swap entre banques centrales. Depuis décembre 2008, la Banque populaire de Chine a négocié des swaps réciproques monnaies locales/renminbi avec 37 pays pour un montant total équivalent à quelque 485 milliards de dollars des États-Unis (au taux de change en vigueur en mai 2017)⁽²⁾. Contrairement aux accords de swap conclus par la Réserve fédérale, la BCE et la plupart des autres banques centrales, les accords de swap bilatéraux de la Chine n'étaient pas destinés explicitement à répondre aux besoins de liquidités des banques des pays bénéficiaires des accords de swap, mais avaient plutôt pour vocation de promouvoir l'usage international du renminbi. Plus spécifiquement, les accords de swap visent à encourager le commerce bilatéral et les investissements directs entre la Chine et ses pays partenaires actuels et potentiels, en facilitant les règlements transfrontaliers en renminbis⁽³⁾. En cela, ils complètent les efforts consentis par la Chine en vue d'asseoir le rôle du renminbi sur les marchés financiers internationaux au travers de la plate-forme extraterritoriale qu'est Hong Kong. Les accords de swap bilatéraux permettent à la Chine de (progressivement) pourvoir ses économies partenaires de renminbis tout en maintenant une marge de contrôle élevée sur l'utilisation de sa monnaie en dehors de ses frontières, contournant ainsi les restrictions existantes sur le compte de capital (Liao et McDowell, 2015). Nonobstant les montants généralement faibles engagés dans ses accords de swap, la Chine œuvre visiblement à permettre à un grand nombre de pays de se familiariser avec les facilités financières libellées en renminbis (Prasad, 2017)⁽⁴⁾. Même si le renminbi n'est pas librement convertible stricto sensu, les accords de swap monnaies locales/renminbis conclus avec la Banque populaire de Chine permettent aux banques centrales de préserver leurs réserves de dollars des États-Unis puisqu'elles peuvent régler leurs importations chinoises en monnaie locale plutôt qu'en utilisant l'habituel billet vert (McDowell, 2017b).

Les trois diagrammes du graphique 4 démontrent clairement les transformations importantes que le réseau mondial d'accords de swap bilatéraux entre banques centrales a subies au cours de la décennie écoulée. En mars 2007, avant que n'éclate la crise financière mondiale, seules des lignes de swap s'intégrant dans l'ICM asiatique et le North American Framework Agreement (NAFA), un ensemble

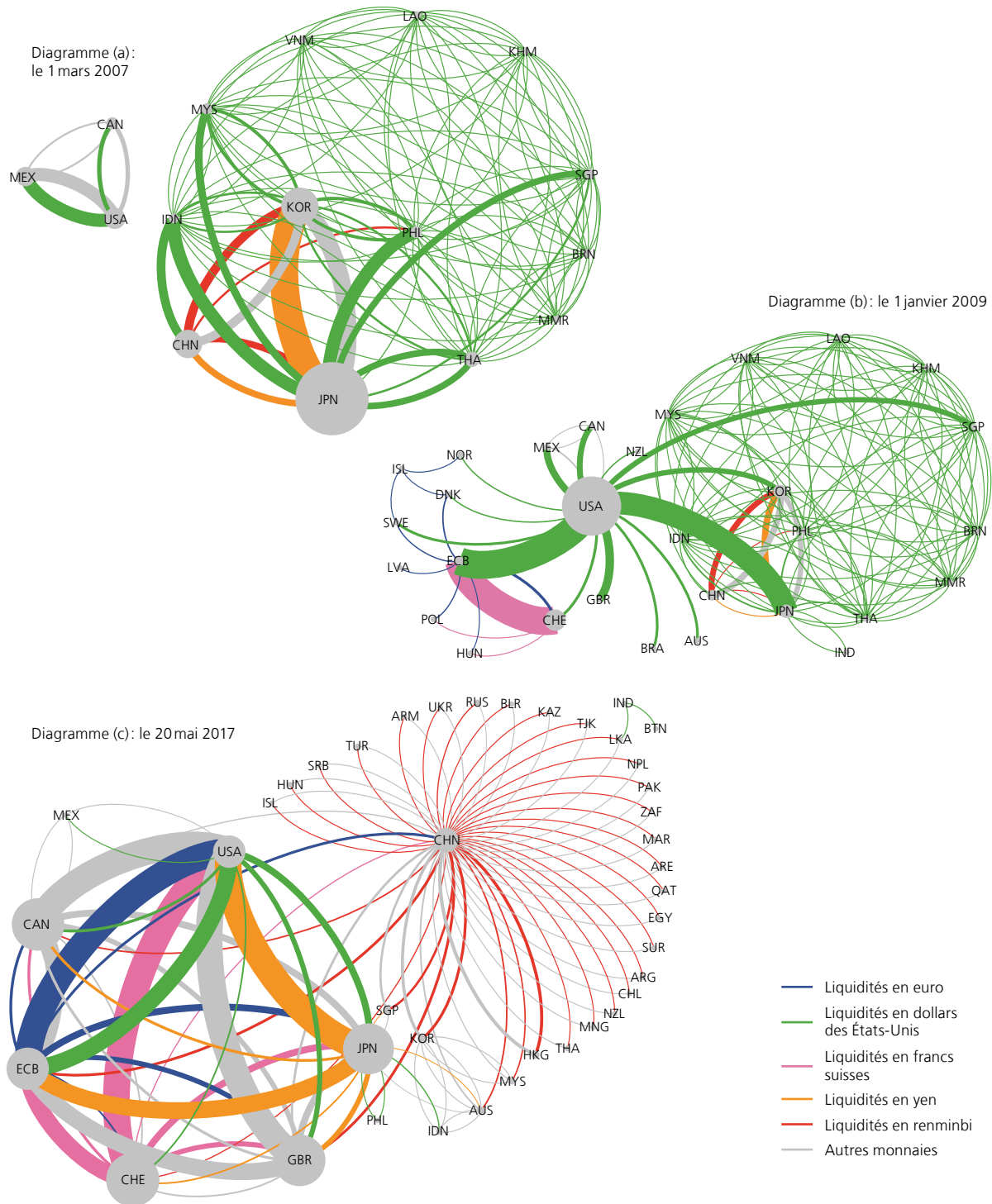
(1) Au-delà de ces accords de swap, la BCE a mis en place des dispositifs d'opérations de « repo » avec les banques centrales hongroise, polonaise et lettone en octobre-novembre 2008, dans lesquels elle prêtait des euros et recevait des actifs liquides libellés en euros à titre de garantie.

(2) Ces accords de swap s'ajoutent à ceux préalablement conclus avec le Japon, la Corée du Sud et les autres pays participant à l'ICM (cette dernière portant sur des accords de swap unilatéraux libellés en dollars des États-Unis).

(3) À titre d'exemple, le communiqué de presse que la Banque populaire de Chine a publié concernant l'accord de swap conclu en novembre 2014 avec la banque centrale du Qatar l'évoque en ces termes : « L'accord de swap conclu entre la Chine et le Qatar constitue une avancée récente sur le front de la coopération financière entre la Chine et le Qatar et devrait permettre aux entreprises et aux établissements financiers des deux pays d'utiliser plus facilement le renminbi dans les opérations transfrontalières et faciliter le commerce et les investissements bilatéraux, ce qui bénéficiera à la stabilité financière régionale » (cf. <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/2878673/index.html>). La plupart des autres accords de swap conclus par la Banque populaire de Chine recourent à une formulation similaire.

(4) Le montant médian des accords de swap chinois conclus depuis décembre 2008 est inférieur à 4 milliards de dollars des États-Unis par équivalence. Les accords de swap les plus faibles, conclus avec l'Ouzbékistan, l'Arménie et le Suriname, équivalaient chacun à moins de 150 millions de dollars des États-Unis. La Chine n'a conclu qu'une poignée d'accords de swap portant sur de plus grands montants, avec Hong Kong, la Corée du Sud, la BCE et le Royaume-Uni, dépassant chacun 50 milliards de dollars des États-Unis par équivalence.

GRAPHIQUE 4 LE RÉSEAU D'ACCORDS DE SWAP BILATÉRAUX ENTRE BANQUES CENTRALES A SUBI D'IMPORTANTES TRANSFORMATIONS DEPUIS 2007 ^{(1) (2)}



Sources: Mise à jour par les auteurs de la base de données sur les swaps de Denbee *et al.* (2016) à partir des sites internet des banques centrales et des communications des médias; Datastream.

(1) Les mouvements des accords de swap se lisent en sens horaire. Les lignes sont proportionnelles à la valeur des accords de swap et la taille des nœuds est proportionnelle à la valeur totale des accords de swap sortants. Les valeurs des accords de swap illimités conclus entre les économies avancées sont données à titre d'illustration et reposent sur les prélèvements maximum effectifs sur les accords de swap de la Réserve fédérale en 2008. Si une banque centrale n'a pas effectué de prélèvement sur les accords de swap conclus avec la Réserve fédérale, la valeur de l'accord de swap illimité est calculée comme la moyenne des prélèvements effectués par d'autres banques centrales par rapport à leur PIB de 2008, multipliée par le PIB de 2008 du pays de la banque centrale en question.

(2) Le diagramme (c) ne montre pas les lignes de swap conclus au titre de l'ICM étant donné qu'elles ont fait l'objet d'une multilatéralisation par la MICM, que nous répertorions comme un RFA.

d'accords de swap bilatéraux entre les États-Unis, le Canada et le Mexique, qui ont accompagné l'ALÉNA depuis 1994 (Bordo *et al.*, 2015), étaient en place. La valeur totale des accords de swap équivalait à quelque 98 milliards de dollars des États-Unis en comptabilisant deux fois les montants disponibles au titre des accords de swap bilatéraux. En janvier 2009, la valeur totale avait grimpé à 513 milliards de dollars des États-Unis, sous l'effet des lignes de swap temporaires conclues par la Réserve fédérale, de l'augmentation de lignes de swaps existantes entre différentes banques centrales asiatiques et d'un nouveau réseau de liquidités en euros tissé autour de la BCE. En mai 2017, le réseau mondial d'accords de swap avait enflé pour dépasser 1 000 milliards de dollars des États-Unis⁽¹⁾. Le réseau total recouvrait pas moins de 121 accords de swap bilatéraux (ici encore en comptabilisant deux fois les accords de swap réciproques) conclus entre 41 banques centrales. On peut observer la formation de deux noyaux principaux : d'une part, le sous-réseau des accords de swap conclus entre les économies avancées libellés dans les principales monnaies de réserve, auxquels aucune limite formelle ne s'applique, et, d'autre part, le groupement entourant la Chine, qui occupe une position dominante si on considère le nombre de lignes de swap conclues, mais qui comporte principalement des accords de swap de faible ampleur.

2.2 Avantages et inconvénients comparatifs

À l'évidence, les accords de swap bilatéraux conclus entre banques centrales ont doté le système financier mondial d'un filet de sécurité utile durant la crise financière mondiale. Alors que les risques d'arrêts soudains et de retournement des flux de capitaux sur les économies de marché émergentes étaient bien connus, le brusque assèchement des marchés du financement interbancaire et d'autres types de financement durant la crise était un phénomène inédit, auquel le GFSN n'était pas en mesure d'apporter une réponse immédiate (Weder di Mauro et Zettelmeyer, 2017). Goldberg *et al.* (2011) rapportent comment la BCE, la Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse ont été les premières à tirer sur les lignes de swap qu'elles détenaient avec la Réserve fédérale en

fournissant aux banques européennes, britanniques et suisses des dollars des États-Unis, au travers d'opérations d'adjudication coordonnées à taux fixe. Le passage à des adjudications non compétitives avec une allocation intégrale des ressources, à compter du 13 octobre 2008, a fait exploser l'utilisation des accords de swap avec la Réserve fédérale, qui ont atteint un pic général en termes d'encours des montants de 586 milliards de dollars des États-Unis en décembre 2008, dopés essentiellement par les prélèvements de la BCE, de la Banque du Japon et de la Banque d'Angleterre (Denbee *et al.*, 2016). De même, les banques centrales du Danemark, de la Suède, de la Norvège, de l'Australie, de la Corée du Sud et du Mexique ont fait usage de leur accès aux accords de swap conclus avec la Réserve fédérale durant la phase aiguë de la crise financière mondiale. Durant ce laps de temps, la Réserve fédérale elle-même n'a effectué aucun prélèvement sur les accords de swap réciproques qu'elle avait conclus avec les banques centrales de pays avancés (Goldberg *et al.*, 2011). Malheureusement, les données relatives à l'usage réel des autres accords de swap ne sont pas systématiquement disponibles. Pour autant, des données anecdotiques attestent, entre autres, les prélèvements effectués respectivement par la Pologne et par la Hongrie sur leurs accords de swap avec la Banque nationale suisse (Andries *et al.*, 2017); par Hong Kong, Singapour et la Corée du Sud sur leurs accords de swap avec la Banque populaire de Chine en octobre 2010 (Prasad, 2017); et par le Pakistan et l'Argentine sur leurs accords de swap avec la Chine durant les vives tensions qui ont secoué les marchés financiers de ces pays, respectivement en 2013 et en 2014 (Li, 2015).

De manière générale, des études empiriques suggèrent que les annonces des principaux accords de swap de la Réserve fédérale et les adjudications de dollars des États-Unis financées par des accords de swap ont exercé une incidence bénéfique sur les indicateurs nationaux de risque de liquidité et ont contribué à endiguer la volatilité du taux de change et les dépréciations excessives, en particulier dans les pays dépendant fortement de liquidités en dollars des États-Unis (Baba et Packer, 2009; Aizenman et Pasricha, 2010 et Rose et Spiegel, 2012)⁽²⁾. Au final, toutefois, les effets exacts des accords de swap demeurent difficiles à quantifier au niveau des pays, au vu de leur durée typique de court terme, des effets de contagion sur d'autres pays extérieurs aux accords de swap et de la concurrence avec d'autres modifications apportées au GFSN à l'époque (Goldberg *et al.*, 2011).

L'un des avantages cruciaux des accords de swap bilatéraux conclus entre banques centrales tient à ce que, bien plus que les prêts du FMI et les RFA, les bilans des banques centrales présentent l'élasticité nécessaire pour mobiliser

(1) Les montants mentionnés ne comprennent ni les lignes de swap illimitées conclues entre la Réserve fédérale et la BCE, la Banque nationale suisse, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon (janvier 2009), ni l'accord de swap permanent illimité liant les banques centrales des principales économies avancées (mai 2017). Denbee *et al.* (2016) estiment à quelque 1 200 milliards de dollars des États-Unis (en octobre 2015) la capacité potentielle de ces accords de swap conclus entre économies avancées, en se basant sur les prélèvements maximums effectués dans le passé par chaque pays et sur des extrapolations à partir de la croissance du PIB.

(2) Des données plus granulaires, au niveau bancaire, sur l'effet qu'ont exercé les lignes de swap que la Banque nationale suisse a octroyées à la Pologne et à la Hongrie sur les cours boursiers du secteur bancaire montrent une réaction positive des cours, qui a été plus prononcée pour les banques nationales moins capitalisées, plus exposées au risque de change et dépendant davantage du financement à court terme (Andries *et al.*, 2017).

rapidement (ou, plus exactement, pour créer) des fonds afin de contrecarrer des chocs financiers de grande envergure⁽¹⁾. Certains observateurs sont allés jusqu'à soutenir que *seules* les banques centrales qui émettent des monnaies de réserve disposaient des ressources nécessaires pour assumer de façon crédible le rôle de prêteur en dernier ressort à l'échelon international (cf., en particulier, Truman, 2013).

Les accords de swap présentent comme autre aspect positif qu'ils permettent d'accéder assez rapidement et à un coût relativement modique à de la liquidité internationale une fois que l'accord a été mis en place. Le moment auquel les prélèvements sont réellement effectués sur les accords de swap de la Réserve fédérale donne à penser que les dollars des États-Unis ont été mis à disposition quelques jours à peine après la signature des différents contrats. Pour autant, la rapidité d'activation d'un accord de swap peut dépendre des procédures d'approbation de la banque centrale pourvoyeuse des liquidités. Et dans le cas d'accords de swap de devises autres que des monnaies de réserve, il se peut que des opérations de conversion soient nécessaires, ce qui peut entraîner un délai supplémentaire (IMF, 2016a)⁽²⁾. S'agissant des coûts de financement, les accords de swap n'entraînent pas de commissions d'engagement et ceux de la Réserve fédérale, pour ne citer qu'eux, présentent des marges d'intérêt modestes (entre 0 et 100 points de base) en sus des taux d'intérêt de référence comme l'écart avec le Libor ou l'OIS (Goldberg *et al.*, 2011).

Un autre point fort des accords de swap, à tout le moins dans l'optique de la banque centrale bénéficiaire, tient au fait que ces instruments ne sont généralement pas assortis d'exigences ou de conditionnalités formelles,

contrairement à la plupart des programmes du FMI et des RFA, et qu'ils ne portent dès lors pas (ou seulement peu) de stigmates du passé. Cela étant, il convient de garder à l'esprit que les accords de swap entre banques centrales constituent une forme assez spécifique de fourniture de liquidités. Contrairement aux réserves accumulées de leur propre fait, la plupart des ressources provenant d'accords de swap ne peuvent être utilisées librement, mais doivent être consacrées au secteur bancaire national en difficulté des pays bénéficiaires, à l'achat d'importations en provenance du pays émetteur de l'accord de swap ou à d'autres fins, étroitement définies (Denbee *et al.*, 2016)⁽³⁾. Les accords de swap ne sont typiquement pas destinés à pourvoir aux besoins généraux de liquidités des administrations publiques (BCE, 2016).

Sans nul doute, la restriction la plus importante des lignes de swap bilatérales réside dans le caractère sélectif de leur octroi, surtout lorsqu'elles s'adressent aux économies de marché émergentes. Comme expliqué précédemment et comme le souligne McDowell (2017a, p.140), si les banques et les économies étrangères ont plus que probablement bénéficié de la fourniture de liquidités de la Réserve fédérale pendant la crise, «le but recherché par cette démarche n'était pas leur intérêt». La Réserve fédérale a plutôt agi dans le cadre de son propre mandat (officiel), qui est de promouvoir la stabilité financière nationale. Une analyse économétrique menée par McDowell (2017a) confirme que les juridictions dans lesquelles des banques et des fonds d'investissement monétaires américains d'importance systémique présentaient davantage de créances étrangères avaient plus de chances de se voir proposer une ligne de swap par la Réserve fédérale. Dans le même ordre d'idées, Aizenman et Pasricha (2010) estiment que la décision de la Réserve fédérale d'étendre les lignes de swap aux économies de marché émergentes que sont le Brésil, le Mexique, Singapour et la Corée du Sud s'explique avant tout par l'exposition des banques américaines à ces pays⁽⁴⁾. Des études empiriques sur les accords de swap monnaies locales/renminbis de la Banque populaire de Chine montrent que la probabilité est plus grande qu'ils soient conclus avec des pays qui entretiennent des relations commerciales relativement importantes avec la Chine et qui ont signé dans le passé des accords commerciaux privilégiés et/ou des traités d'investissement bilatéraux avec la Chine (Liao et McDowell, 2015 et Garcia-Herrero et Xia, 2015). Qui plus est, la taille des accords de swap, tant américains que chinois, présente une corrélation positive avec l'importance des bénéficiaires de ces accords en tant que débouchés à l'exportation (Aizenman *et al.*, 2011 et Yang et Han, 2013).

Par ailleurs, la Réserve fédérale et les autres pourvoyeurs d'accords de swap ont laissé planer une «ambiguïté

(1) Ce constat a été démontré clairement durant la crise financière mondiale. La Réserve fédérale et d'autres banques centrales ont très rapidement constitué des lignes de swap étendues, voire illimitées, alors que le FMI se trouvait dans l'incapacité d'étendre ses réserves de base, à savoir les quotes-parts de ses membres, aussi rapidement et qu'il a dû se rabattre sur des accords de prêts bilatéraux avec des banques centrales et des gouvernements de ses États membres qui en exprimaient la volonté (cf. section 4.2.1).

(2) À titre d'exemple, le Pakistan et l'Argentine ont tous deux converti les renminbis obtenus au titre de leurs accords de swap conclus avec la Banque populaire de Chine en dollars des États-Unis au travers du marché offshore du renminbi (Li, 2015).

(3) Les quatre accords de swap conclus par la Réserve fédérale avec des économies de marché émergentes étaient assortis de garanties supplémentaires (contrairement aux lignes de swap conclues avec les économies avancées). Les prélèvements effectués au titre des accords de swap inférieurs à 30 milliards de dollars des États-Unis requéraient l'approbation explicite du Foreign Currency Subcommittee de la Réserve fédérale, afin de garantir que les crédits octroyés en dollars des États-Unis seraient consacrés à des fins conformes aux buts premiers des accords de swap, à savoir à fournir de la liquidité à des banques peu liquides mais solvables dans des juridictions étrangères (McDowell, 2017a).

(4) Les transcriptions (publiées ultérieurement) des débats du Comité fédéral de l'open market (FOMC) apportent des éléments de preuve supplémentaires au travers des déclarations de Richard Fischer, le président de la Banque de réserve fédérale de Dallas, qui y sont rapportées: «Le Mexique, c'est une évidence. Il s'agit d'un risque de sécurité nationale. Nous y sommes liés économiquement» (cf. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20081029meeting.pdf>). D'autres facteurs mis en évidence dans ces transcriptions portent sur la qualité des politiques économique et financière de ces quatre économies de marché émergentes, sur leur histoire récente de politiques prudentes, sur leur réticence probable à se tourner vers le FMI et sur l'intérêt qu'elles ont marqué pour l'obtention d'une ligne de swap. La presse financière a largement rapporté que la Réserve fédérale avait probablement éconduit l'Indonésie et que cette dernière cherchait dès lors à obtenir (et au final a garanti) à la place des accords de swap avec la Chine et le Japon.

constructive» concernant leur volonté d'étendre encore leurs lignes de swap aux économies de marché émergentes dans l'éventualité de nouvelles crises, par crainte que des accords de swap (presque) permanents ne contribuent à faire naître un aléa moral auprès des banques centrales et des banques commerciales qui en bénéficient (Weder di Mauro et Zettelmeyer, 2017).

Il ressort de ce qui précède que l'accès aux lignes de swap repose fortement sur les considérations de politique nationale du pays instigateur de l'accord de swap et est extrêmement incertain, hormis peut-être pour les émetteurs de monnaies de réserve⁽¹⁾. Les lignes de swap constituent dès lors au mieux un substitut très imparfait des réserves nationales. La nature contractuelle des accords de swap et le fait qu'ils soient typiquement axés sur le court terme, ainsi que l'opacité du processus de qualification ex ante sur lequel ils reposent, en font des instruments assurément moins prévisibles et moins fiables que des dispositifs alternatifs plus institutionnalisés, tels que le FMI ou des RFA établis de longue date (Destais, 2016 et Denbee *et al.*, 2016)⁽²⁾.

Un dernier inconvénient des accords de swap bilatéraux conclus entre banques centrales tient au fait qu'ils apportent peu au GFSN au niveau de la mutualisation et de la diversification des risques. Au contraire, l'accord de swap typique implique des risques de contrepartie à deux niveaux (*two-tier counterparty risks*) (Destais, 2016). D'une part, un risque pèse sur la banque centrale bénéficiaire, qui tient à l'incapacité des banques commerciales de rembourser les devises qu'elles ont obtenues par adjudication. D'autre part, un second risque pèse sur le fournisseur de swap et réside dans l'éventualité que la banque centrale bénéficiaire ne remplisse pas sa part de l'accord, autrement dit qu'elle ne rembourse pas les devises qu'elle a reçues, comme cela a été convenu⁽³⁾.

(1) Sur une note plus positive, Moessler et Allen (2012) ont décelé d'importantes corrélations positives entre les pénuries de liquidités dans une monnaie donnée (dollar des États-Unis, euro, yen et franc suisse) d'un pays ex ante et la probabilité pour ce dernier de bénéficier d'une ligne de swap libellée dans ladite monnaie, ainsi qu'entre la qualité de centre financier international de grande envergure et la probabilité de recevoir une ligne de swap. Ce constat donne à penser que les swaps sont, en partie du moins, aussi octroyés en fonction des besoins de liquidité.

(2) D'aucuns argumentent que les banques centrales d'économies avancées peuvent également avoir été encouragées à signer des accords de swap avec la Banque populaire de Chine par la valeur « symbolique » attachée à l'envoi d'un signal fort de l'existence de liens financiers avec la Chine. La conclusion de ce type d'accords de swap peut être interprétée comme des paris à bas coût sur ce qu'impliquerait un renminbi pleinement convertible et plus largement accepté et pourrait contribuer aux efforts consentis par les pays en vue d'attirer davantage d'entreprises opérant en renminbi dans leurs centres financiers (Prasad, 2017).

(3) Afin de se protéger contre ce second risque, la Réserve fédérale a envisagé, lors de la réunion du FOMC d'octobre 2008, la possibilité de saisir une partie des avoirs de réserve des économies de marché émergentes (détenues par la Banque de réserve fédérale de New York) dans l'éventualité où ces dernières n'honoreraient pas les accords de swap dont elles bénéficient. Ces mesures n'ont finalement pas été retenues. Cf. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20081029meeting.pdf>.

(4) Le mécanisme de soutien des balances des paiements de l'UE a été institué sous sa forme actuelle en 2002, remplaçant un ancien mécanisme, créé en 1988, qui proposait une aide financière avec une durée de moyen terme aux membres confrontés à des problèmes au niveau de leur balance des paiements. Ce dernier mécanisme, pour sa part, combinait en réalité une assistance financière à moyen terme (mise sur pied en 1972) et un mécanisme de prêt communautaire (établi en 1981), les fusionnant en une facilité unique.

3. Dispositifs de financement régionaux (« Mieux vaut un voisin proche qu'un frère éloigné »)

3.1 Définition et caractéristiques principales

Les dispositifs de financement régionaux (*Regional financing arrangements* – RFA) peuvent être définis de façon générale comme des mécanismes de financement par lesquels un groupe de pays, originaires généralement de la même région, fournissent des liquidités à leurs membres ou leur apportent une aide au niveau de leur balance des paiements. Les RFA représentent en cela un juste milieu entre l'auto-assurance par l'accumulation de réserves et l'assistance multilatérale offerte par le FMI à ses adhérents (BCE, 2016). La strate régionale du GFSN a gagné en importance au cours des dernières décennies. Plus particulièrement, avec l'intensification du commerce régional et des interconnexions financières, d'aucuns ont pris conscience du besoin de mieux se prémunir contre les chocs à ce niveau. Toutefois à l'instar de la constitution de réserves à grande échelle, plusieurs RFA tirent aussi leurs origines de l'insatisfaction vis-à-vis d'anciens programmes d'ajustement du FMI ou de la représentation des pays au sein d'institutions financières internationales. À titre d'exemple, la multilatéralisation de l'initiative de Chiang Mai (MICM) a été mise sur pied au lendemain de la crise financière qui a touché l'Asie en 1997-1998, en signe de mécontentement quant à la réponse de la communauté internationale.

Certains RFA existent depuis des dizaines d'années, comme le Fonds monétaire arabe (FMA, depuis 1976) ou le Fonds latino-américain de réserve (FLAR, initialement Fonds andin de réserve, depuis 1978). D'autres RFA ont été institués plus récemment. Ayant mis au jour les inadéquations du GFSN, la crise financière mondiale a été le point de départ d'une déferlante de nouveaux RFA, tandis que des dispositifs existants ont été renforcés. La MICM, par exemple, trouve son origine dans un réseau d'accords de swap bilatéraux conclus dans la foulée de la crise financière asiatique et consolidés en un accord de swap unique en 2010. De même, le Fonds eurasiatique de stabilisation et de développement (*Eurasian Fund for Stabilisation and Development* – EFSF, depuis 2009) et l'Accord de fonds de réserves des BRICS (*BRICS Contingent Reserve Arrangement* – CRA, depuis 2014) ont été institués en réaction à la crise financière mondiale. Enfin, parmi les dispositifs de financement européens, alors que le Mécanisme de soutien des balances des paiements (*Balance of Payments (BoP) Assistance Facility*) existe depuis 1972⁽⁴⁾, les autres RFA européens ont tous été créés dans le sillage de la crise.

TABEAU 1 LES RFA SE CARACTÉRISENT PAR UNE GRANDE HÉTÉROGÉNÉITÉ

RFA	Année de conclusion	Membres	Taille (2016)		Financement	Instruments	Implication du FMI	Précédents usages
			Milliards de dollars des États-Unis	En pourcentage du PIB des membres				
RFA dans l'UE								
- Mécanisme européen de stabilité (MES) / Fonds européen de stabilité financière (FESF)	2012-2010	États membres de la zone euro	743,4	6,3	Capitaux apportés par les membres augmentés par des emprunts sur le marché des capitaux	Prêts assortis d'un programme d'ajustement macroéconomique, achats sur les marchés primaire et secondaire, ligne de crédit de précaution, recapitalisation (n) directe d'établissements financiers	« Il est attendu d'un État membre de la zone euro demandant l'assistance financière du MES qu'il adresse, lorsque cela est possible, une demande similaire au FMI »	Prêts à l'Irlande (2010), au Portugal (2011), à la Grèce (2012, 2015), à Chypre (2013); recapitalisation bancaire en Espagne (2012)
- Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF)	2010	États membres de l'UE	63,3	0,4	Budget de l'UE augmenté par des emprunts sur le marché des capitaux	Prêt ou ligne de crédit de précaution	« Le [dit] mécanisme serait activé dans le cadre d'une mesure de soutien commune UE / Fonds monétaire international (FMI) »	Prêts à l'Irlande (2011), au Portugal (2011); prêt relais à la Grèce (2015)
- Mécanisme de soutien des balances des paiements de l'UE (EU BoP Assistance Facility)	1972	États membres de l'UE non membres de la zone euro	52,7	0,3	Budget de l'UE augmenté par des emprunts sur le marché des capitaux	Prêt ou ligne de crédit de précaution	Pas nécessaire, mais le FMI a été associé aux programmes postérieurs à 2008	Prêts à l'Italie, à l'Irlande, à la France et à la Grèce dans la période 1970-1990; prêts à la Hongrie (2008), à la Lettonie (2008), à la Roumanie (2009)
Multilatéralisation de l'initiative de Chiang Mai (MICM)	2010	Brunei Darussalam, Cambodge, Indonésie, RDP Lao, Malaisie, Myanmar, Philippines, Singapour, Thaïlande, Vietnam, Chine, Hong Kong, Japon, Corée du Sud	240	1,2	Réserves de change	Lignes de swap entre banques centrales (fonds de stabilité ou ligne de précaution)	Intervention du FMI au-delà de 30 % de l'accès maximal	-
Accord de fonds de réserves des BRICS (Contingent Reserve Agreement - CRA)	2014	Brsil, Chine, Inde, Russie, Afrique du Sud	100	0,6	Réserves de change	Lignes de swap entre banques centrales (instruments de liquidité ou de précaution)	Intervention du FMI au-delà de 30 % de l'accès maximal	-
Fonds eurasiatique de stabilisation et de développement (EFSF)	2009	Arménie, Biélorussie, Kazakhstan, Kirghizistan, Russie, Tadjikistan	8,5	0,6	Capitaux apportés par les membres	Crédit financier, prêt à l'investissement, octroi de subsides à des programmes publics dans le domaine social	Non	Divers prêts octroyés à cinq membres entre 2010 et 2016
Fonds monétaire arabe (FMA)	1976	Algérie, Bahreïn, Comores, Djibouti, Égypte, Iraq, Jordanie, Koweït, Liban, Lybie, Mauritanie, Maroc, Oman, Cisjordanie et Bande de Gaza, Qatar, Arabie saoudite, Somalie, Soudan, Syrie, Tunisie, Émirats arabes unis, Yémen	3,6	0,1	Capitaux apportés par les membres augmentés par des emprunts sur le marché des capitaux	Prêt automatique, prêt ordinaire, prêt à maturité allongée, prêt compensatoire, fonds d'ajustement-structurel, mécanisme de réforme du commerce, mécanisme pétrolier et facilité de liquidité à court terme	Non	Multitude de prêts accordés à 14 États membres entre 1978 et 2016
Fonds latino-américain de réserve (FLAR)	1978	Colombie, Bolivie, Costa Rica, Équateur, Paraguay, Pérou, Uruguay, Venezuela	3,9	0,4	Capitaux apportés par les membres augmentés par des emprunts sur le marché des capitaux	Prêts destinés à résoudre des problèmes de balance des paiements, à restructurer la dette extérieure des banques centrales, lignes de crédit de liquidité, de prévention et de trésorerie	Non	Multitude de prêts accordés à six États membres entre 1978 et 2016

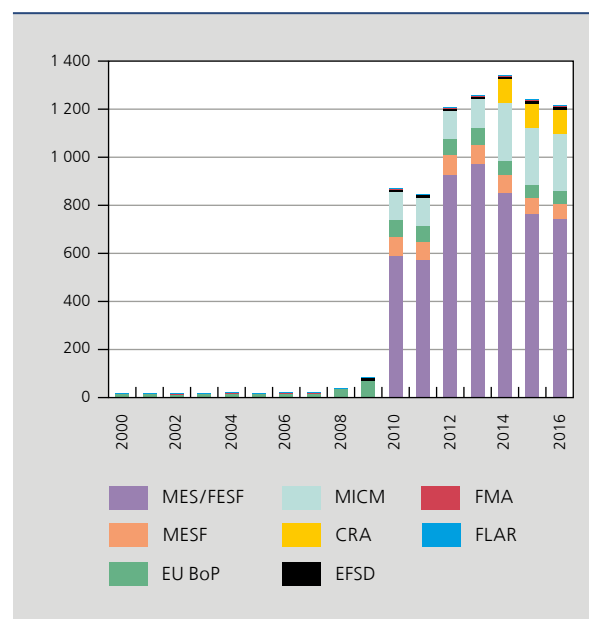
Sources : Sites internet des RFA, Perspectives de l'économie mondiale (PEM) du FMI.

Le mécanisme de soutien des balances des paiements de l'UE est le plus ancien dispositif de financement européen. Bien qu'il ait été utilisé des années durant, les financements octroyés au travers de ce mécanisme ont grimpé en flèche au lendemain de la crise financière mondiale, avec des prêts accordés à la Hongrie, à la Lettonie et à la Roumanie, tous en combinaison avec des programmes du FMI. Dans ce contexte, les ressources mises à disposition au titre de ce mécanisme ont été portées de 12 à 25 milliards d'euros en décembre 2008. Peu après, en avril 2009, au vu de l'intensité de la crise, le montant a été doublé une fois de plus, atteignant 50 milliards d'euros. Ce mécanisme cible les États membres de l'UE extérieurs à la zone euro. Toutefois, lorsque la crise s'est propagée à la zone euro, le besoin de se doter d'un mécanisme de financement permettant de soutenir les pays membres de la zone euro s'est fait sentir. Sur cette toile de fond, un nouveau mécanisme d'assistance financière, le Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF), a été créé en 2010, adossé au budget de l'UE. Le MESF possède une capacité de prêt de 60 milliards d'euros et a été utilisé pour accorder des prêts, parallèlement à un programme du FMI (et du FESF, cf. infra), à l'Irlande et au Portugal (ainsi qu'à la Grèce, sous la forme d'un prêt relais). À côté du MESF, le Fonds européen de stabilité financière (FESF), un dispositif temporaire de résolution des crises destiné aux pays de la zone euro, doté d'une capacité totale de financement de 440 milliards d'euros et garanti par les États membres de la zone euro, a vu le jour en 2010. Il a été utilisé pour venir en aide à l'Irlande, au Portugal et à la Grèce. Si le FESF reste en place pour mener à bien les programmes existants⁽¹⁾, il a in fine été remplacé en 2012 par le fonds de crise européen permanent, c'est-à-dire le Mécanisme européen de stabilité (MES), dont le capital dépasse 700 milliards d'euros. L'Espagne a été la première nation à percevoir des fonds du MES pour la recapitalisation de son secteur bancaire. Plus tard, Chypre a bénéficié du premier véritable programme du MES. Enfin, les ressources du MES ont également servi aux fins du troisième programme de la Grèce, qui est, du reste, le seul programme du MES toujours actif.

L'une des caractéristiques les plus marquantes de cette strate du GFSN est son hétérogénéité (cf. tableau 1). Premièrement, chaque RFA se distingue des autres par sa taille (cf. également le graphique 5). Les RFA européens se démarquent à cet égard; avec une taille cumulée supérieure à 850 milliards de dollars des États-Unis, ils éclipsent les autres accords de ce type. Même si, avec des tailles respectives de 240 et 100 milliards de dollars des

(1) Le MESF n'est plus utilisé pour fournir une aide financière, hormis pour octroyer des prêts relais (comme à la Grèce en 2015). Tant le FESF que le MESF restent en place afin de traiter les remboursements des prêts en cours.

GRAPHIQUE 5 DEPUIS LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE, LES RFA ONT AUGMENTÉ EN NOMBRE ET EN TAILLE (milliards de dollars des États-Unis)⁽¹⁾



Sources : Sites internet des RFA, Datastream.

(1) Depuis 2012, la taille des dispositifs de financement européens est demeurée constante exprimée en euros (MES/FESF : 704,8 milliards d'euros; MESF : 60 milliards d'euros et EU BoP : 50 milliards d'euros); les variations observées sur le graphique sont dues aux fluctuations du taux de change dollar/euro.

États-Unis, la MICM et le CRA sont sans conteste relativement importants, ils demeurent modestes par rapport aux PIB combinés de leurs adhérents. Les RFA varient aussi grandement sur le plan de leurs dispositifs de financement et de prêt. Certains, comme la MICM et le CRA, prennent la forme d'accords de swap, aux termes desquels les membres s'engagent à apporter des réserves de change lorsqu'une demande d'assistance est formulée. D'autres RFA accordent des prêts à partir des capitaux apportés par leurs membres, complétés en général par des emprunts sur le marché des capitaux. Il convient également de noter que plusieurs RFA ont conditionné une partie de leur aide au dépôt, par leurs membres, d'une requête en vue de bénéficier d'un programme du FMI, même si certains d'entre eux, en particulier les économies émergentes et en développement, ont exprimé leur mécontentement à l'égard des aides antérieures du FMI. Pour bénéficier d'une aide financière supérieure à 30 % de leur limite d'accès, les membres de la MICM et du CRA, par exemple, sont également tenus d'intégrer un programme du FMI. Moins contraignant, le traité MES stipule qu'« [i]l est attendu d'un État membre de la zone euro demandant l'assistance financière du MES qu'il adresse, lorsque cela est possible, une demande similaire au FMI ». Par ailleurs, même si les pays membres de l'UE qui requièrent une aide au titre de la BoP Assistance Facility ne sont pas contraints

d'intégrer un programme du FMI, tous les programmes relevant de ce dispositif conclus depuis la crise financière mondiale ont été cofinancés par ce dernier.

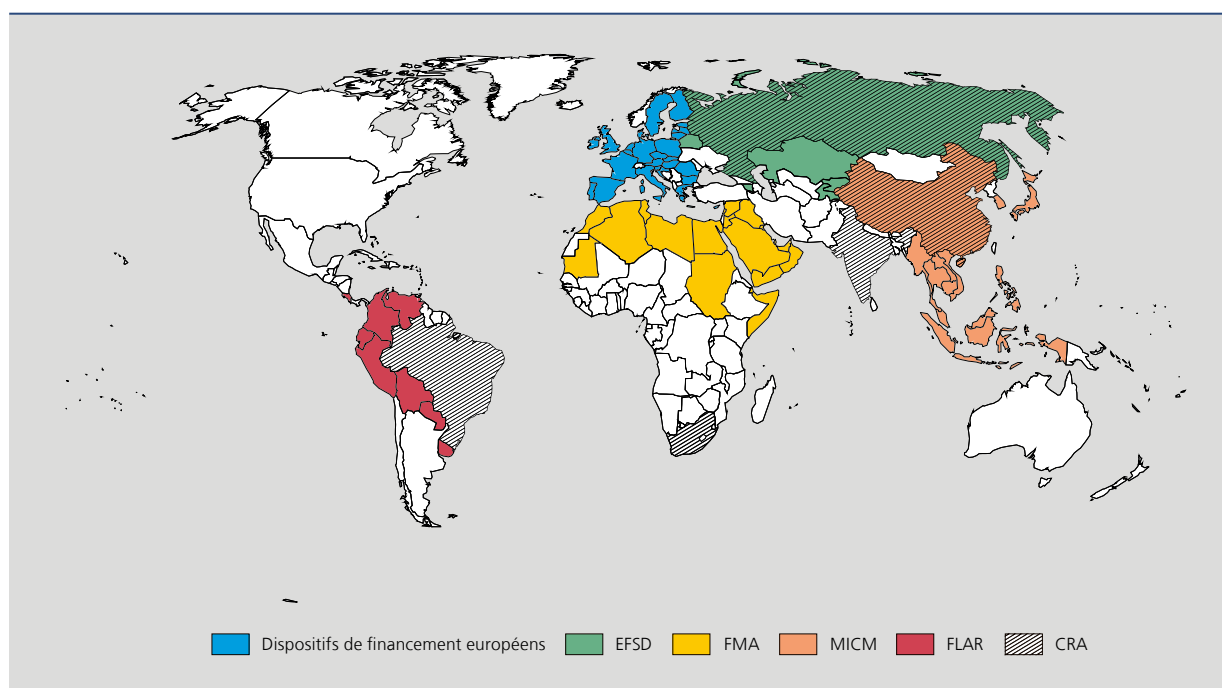
Alors que la plupart des RFA ont été mis en place dans le but de fournir à leurs membres de la liquidité et des aides à la balance des paiements, certains proposent également d'autres formes d'assistance (comme le financement de projets). Le FLAR et le FMA ont à leur disposition une panoplie d'instruments de prêts différents, en fonction du type d'aide que leurs adhérents recherchent. Qui plus est, le FLAR vise à contribuer à l'harmonisation des politiques monétaires et financières de ses membres, tandis que le FMA et l'EFSD ciblent également le développement économique et le renforcement de l'intégration entre leurs membres. Le MES peut participer à la recapitalisation d'établissements financiers, comme il l'a fait en Espagne. La plupart des RFA proposent également des lignes de crédit de précaution, qu'ils destinent aux membres présentant des besoins financiers potentiels.

3.2 Avantages et inconvénients comparatifs

La mise en commun des ressources et, partant, de la solvabilité, permet aux membres d'un RFA d'accéder à du financement à un coût plus faible que dans une

démarche individuelle, en particulier en période de tension. En outre, le financement par RFA peut encourager le bénéficiaire à s'approprier le programme et estomper la stigmatisation souvent associée à l'aide fournie par le FMI, encourageant en cela ses membres à demander une aide à un stade précoce en cas de crise. De plus, les RFA sont supposés présenter une meilleure connaissance des particularités régionales et disposer d'un accès plus rapide aux données, à la faveur de leur proximité vis-à-vis des gouvernements; ils peuvent être plus rapides que le FMI dans leurs prises de décisions, grâce au nombre moins élevé de parties concernées et à leurs procédures de prêts moins formalisées et moins rigides. A contrario, le manque de distance entre le prêteur et l'emprunteur peut aussi créer une situation dans laquelle une pression insuffisante est exercée sur ce dernier afin qu'il procède aux réformes nécessaires, ce qui peut faire naître un aléa moral (McKay *et al.*, 2011). Le fait que les RFA ne possèdent généralement pas une capacité de surveillance et un cadre de conditionnalité aussi bien développés que le FMI aggrave encore ces risques. Les accords européens constituent une exception évidente, même si d'autres RFA ont aussi récemment investi dans leurs capacités de surveillance. La MICM, par exemple, a mis en place son propre organe de surveillance macroéconomique, baptisé AMRO (ANASE+3 *Macroeconomic Research Office*) en 2011.

GRAPHIQUE 6 L'ADHÉSION AUX RFA EST TRÈS INÉGALE



Sources : Sites internet des RFA.

Les RFA peuvent aussi ne pas être taillés pour faire face à des chocs touchant toute une région. Plus spécifiquement, parallèlement à l'intensification du commerce et à l'accroissement des interconnexions financières au niveau régional, les risques de voir simultanément plusieurs pays en butte à une pénurie de liquidités ou à des problèmes de balance des paiements se sont accrus. Même les RFA de plus grande envergure sont susceptibles de ne pas être à même de répondre aux besoins de financement de plusieurs de leurs membres principaux en même temps.

Enfin, même si leur nombre et leur taille ont sensiblement augmenté depuis la crise financière mondiale, la couverture des RFA demeure très inégale. De nombreuses nations, notamment en Afrique subsaharienne et dans certaines franges de l'Amérique latine, n'adhèrent à aucun RFA, alors que d'autres pays, tels que la Russie et la Chine, en ont conclu plusieurs (cf. graphique 6). Par ailleurs, les ressources se répartissent de manière très inégale entre les RFA. La couverture des pays de la zone euro au titre du MES/FESF se montait à 6,3 % de leur PIB cumulé à la fin de 2016. Le pourcentage correspondant était de 1,2 % pour la MICM, tandis qu'il ne dépassait pas 1 % du PIB régional pour ce qui est des autres RFA (cf. tableau 1).

4. Le Fonds monétaire international (« Le monde n'est qu'un village »)

4.1 Rôle au sein du GFSN, forces et faiblesses

Le FMI occupe une position unique au sein du GFSN, en raison de son mandat à l'échelle mondiale, de son taux d'adhésion quasi universel, de sa longue expérience en matière de résolution de crises et de sa centralisation de fonds. L'un des principaux avantages du FMI est que son partage des risques à l'échelle mondiale et sa longue expérience en matière de surveillance et de conditionnalité des programmes contribuent à réduire l'aléa moral et encouragent les bonnes politiques. En revanche, dans

les cas où l'expérience de la conditionnalité du FMI a été pénible, cela a laissé des traces sur le plan politique. En particulier, des pays d'Asie et d'Amérique latine, désillusionnés par la gestion de crises précédentes par le FMI, sont devenus réticents à lui emprunter de l'argent, limitant ainsi son efficacité. Le mécontentement vis-à-vis de la gouvernance du FMI et, en particulier, la domination notoire des pays développés dans les organes de décision de l'institution, ont aggravé les stigmates associés aux prêts du FMI. De surcroît, les conditions que le FMI pose à l'octroi de ses prêts implique que l'accès aux fonds du FMI est plus incertain que les réserves propres du pays ou, sans doute, que (certaines) ressources de RFA. Alors que le financement est directement disponible pour les pays éligibles dans le cadre des lignes de crédit préventives du FMI (actuellement la LCM et la LPL, cf. infra), le système de prêts par tranches comprenant des examens périodiques de la conditionnalité du programme dans le cadre de la facilité classique du FMI (le *Stand-By Arrangement* ou SBA) et d'autres instruments de prêt non conclus à titre préventif introduit un certain degré d'incertitude quant à la disponibilité du financement pour l'emprunteur.

4.2 Le FMI depuis la crise

4.2.1 Triplement des ressources du FMI

Avant la crise financière mondiale, le portefeuille de crédits du FMI s'était sensiblement contracté, consistant essentiellement en des prêts réduits à des pays à faible revenu. À partir de la fin de 2008, toutefois, les prêts du FMI ont de nouveau atteint des sommets records. Dans ce contexte, il a été décidé, lors du sommet du G20 organisé à Londres en avril 2009, de tripler la capacité de prêt du FMI, ce qui l'a portée de 250 à 750 milliards de dollars des États-Unis. Cette opération a été mise en pratique d'abord par des prêts bilatéraux ad hoc de pays membres au FMI (en 2009 et en 2010), qui constituaient le moyen le plus rapide d'augmenter les ressources du FMI, ensuite en incorporant ces ressources supplémentaires dans de nouveaux accords d'emprunt étendus (*New Arrangements to Borrow – NAB*) (en vigueur à partir de mars 2011), et enfin en transférant une partie des NAB amendés dans les ressources en quotes-parts du FMI⁽¹⁾, qui ont été doublées dans le cadre de la 14^e révision générale des quotes-parts (approuvée par le Conseil des gouverneurs du FMI en décembre 2010, mais entrée en vigueur seulement à partir de janvier 2016⁽²⁾). Dans le contexte de l'accentuation de la crise de la zone euro et, plus généralement, de l'atonie de la reprise au niveau mondial, une série de pays se sont engagés à accroître les ressources du FMI au moyen d'un second tour de prêts bilatéraux en 2012. Après plusieurs prolongations de leur durée initiale de deux ans, les emprunteurs se sont maintenant engagés à

(1) Les ressources du FMI se présentent sous deux formes : les quotes-parts et les contributions bilatérales. Les quotes-parts constituent la base principale et permanente de ressources du Fonds : lorsqu'un pays devient membre du FMI, il se voit attribuer une quote-part, largement basée sur sa position relative au sein de l'économie mondiale. La quote-part d'un pays membre détermine sa contribution financière, ses droits de vote et son accès au financement du FMI. Pour compléter ses ressources en quotes-parts, le FMI peut également emprunter à ses membres : les contributions au travers de ces accords n'entament pas les droits de vote des membres. Les emprunts ont principalement été effectués à l'aide de prêts bilatéraux avec des États membres individuels et au moyen des nouveaux accords d'emprunt (*New Arrangements to Borrow – NAB*), un ensemble d'accords de crédit entre le FMI et 38 pays membres. Les accords généraux d'emprunt (*General Arrangements to Borrow – GAB*) constituent un autre accord d'emprunt multilatéral entre le FMI et un nombre plus limité de pays (11). Enfin, les emprunts auprès du secteur privé ne sont pas exclus par les statuts du FMI, mais cette option n'a jamais été utilisée.

(2) Toute modification des quotes-parts doit être approuvée par une majorité de 85 % du total des voix attribuées ; les quotes-parts sont modifiées lorsque les membres approuvent leur augmentation et procèdent à leur paiement. L'entrée en vigueur de la 14^e révision générale des quotes-parts a été retardée dans l'attente de la ratification de la proposition par les États-Unis, qui ont, avec 16,5 % des droits de vote, un pouvoir de veto de fait.

octroyer ces prêts jusqu'à la fin de 2019⁽¹⁾. Par conséquent, les ressources du FMI atteignaient près de 1,3 trillion de dollars des États Unis en avril 2017, contre à peine un peu plus de 400 milliards de dollars en 2008⁽²⁾. En outre, le FMI a également injecté des liquidités dans le système économique mondial au moyen d'une allocation générale de droits de tirage spéciaux (DTS) en août 2009, pour un montant de 161,2 milliards de DTS, l'équivalent de 250 milliards de dollars des États-Unis⁽³⁾⁽⁴⁾. Cela a directement augmenté les réserves des pays bénéficiaires.

Le graphique 7 montre l'ampleur et la composition des ressources du FMI. Alors que la taille du Fonds n'a cessé de croître en montants absolus au cours des dernières décennies, et spécialement depuis la crise financière mondiale, les ressources du FMI ont sensiblement décliné lorsqu'elles sont exprimées en pourcentage des engagements extérieurs mondiaux. L'augmentation des ressources du FMI après la crise a porté celles-ci de 0,4 % en 2008 à 0,9 % en avril 2017, mais ce pourcentage est toujours significativement inférieur aux 2,4 % observés au début des années 1980. En termes de PIB mondial, la taille du FMI a fluctué autour de 1 % au cours des décennies qui ont précédé la crise, a grimpé à près de 2 % en 2012, pour se replier ensuite et revenir à environ 1,5 % actuellement.

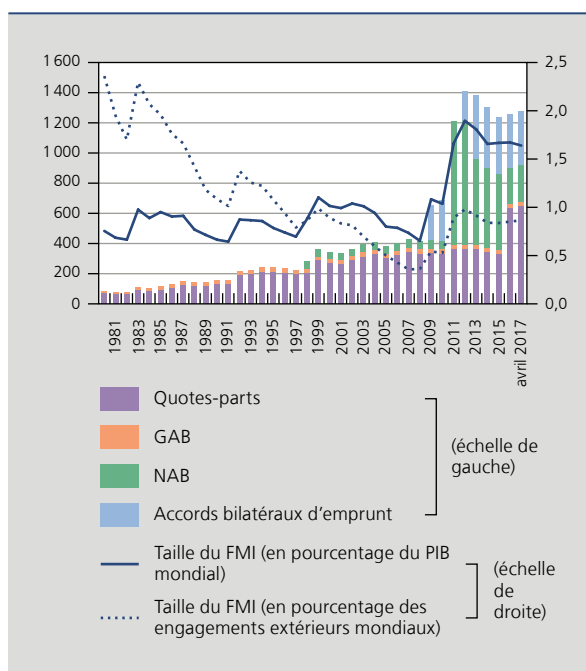
La chute importante des fonds du FMI en termes d'engagements extérieurs mondiaux a déclenché un vaste débat sur l'adéquation de ses ressources (et, de façon plus

générale, de celles du GFSN) pour faire face aux chocs internationaux. S'il n'y a pas d'unanimité sur ce point, plusieurs études indiquent que le GFSN serait capable de faire face à la plupart des chocs, à l'exception des chocs très extrêmes. Selon Denbee *et al.* (2016, p. 26), « avec les ressources temporaires actuelles du FMI, le GFSN apparaît en mesure de faire face à la plupart des scénarios de crise sérieux, mais plausibles, qui pourraient constituer une menace pour le système financier international »⁽⁵⁾. De plus, le FMI (IMF, 2016a, p. 21) a conclu que, « dans le cadre d'un choc généralisé et des niveaux d'accès actuels pour les éléments du GFSN, des déficits de financement apparaîtraient [...]. Toutefois, les ressources du GFSN seraient juste suffisantes pour couvrir le besoin de financement agrégé dans des hypothèses très fortes d'accès complet à tous les éléments du GFSN »⁽⁶⁾.

Les ressources du FMI se sont modifiées non seulement au niveau de leur ampleur, mais également – considérablement – sur le plan de leur composition. Alors que le FMI

GRAPHIQUE 7 LES RESSOURCES DU FMI ONT ÉTÉ ACCRUES APRÈS LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE⁽¹⁾⁽²⁾⁽³⁾

(en milliards de dollars des États-Unis, sauf mention contraire)



Sources : Données financières du FMI, Perspectives de l'économie mondiale (PEM) du FMI, base de données External Wealth of Nations Mark II (EWN) de Lane et Milesi-Ferretti (2017), Datastream.

- (1) Les GAB comprennent 1,5 milliard de DTS d'accords de crédit avec l'Arabie saoudite depuis 1983 ; les emprunts bilatéraux incluent les accords d'achat d'obligations du FMI.
- (2) Le taux de change dollar/DTS est évalué à la fin de l'année, sauf pour 2017 (avril). Le PIB mondial d'avril 2017 correspond aux prévisions des PEM pour la fin de 2017.
- (3) Les engagements extérieurs mondiaux sont réputés constants après 2015, qui est la dernière année disponible dans l'EWN.

- (1) Les prêts bilatéraux de 2012 avaient une échéance initiale de deux ans, mais ils ont été prolongés à plusieurs reprises. Plus récemment, en 2016, les prêts bilatéraux ont été renouvelés, les emprunteurs s'engageant à octroyer leurs prêts jusqu'à la fin de 2019 (avec une prolongation possible d'un an). Le renouvellement des prêts bilatéraux fait partie d'un accord plus large sur les ressources du FMI, visant à maintenir les ressources empruntées du FMI (les prêts bilatéraux et les NAB) au moins jusqu'à ce qu'un accord ait été conclu sur la 15^e révision des quotes-parts (dont l'achèvement est prévu pour 2019).
- (2) Seule une partie des ressources du FMI est effectivement empruntable. En particulier, le FMI met de côté 20 % de ses ressources à titre de solide prudentiel. De plus, seules les ressources provenant de membres présentant une balance des paiements et des positions de réserve suffisamment solides sont utilisées pour financer les programmes du FMI.
- (3) Le DTS, un actif de réserve international créé par le FMI, représente une créance potentielle sur les devises librement utilisables des membres du FMI. Sa valeur est déterminée par un panier de monnaies sélectionnées sur la base de deux critères : d'une part, être émises par les plus grands exportateurs du monde et, d'autre part, être « librement utilisables », c'est-à-dire être largement utilisées pour les paiements internationaux et amplement échangées sur les principaux marchés des changes (cf. IMF, 2015, pour davantage de détails). Actuellement le panier de DTS se compose du dollar des États-Unis, de l'euro, du yen japonais, de la livre sterling et du renminbi chinois. L'inclusion du renminbi date du 1^{er} octobre 2016, après que le Conseil d'administration du FMI a qualifié le renminbi de librement utilisable.
- (4) Dans le cadre d'une allocation générale de DTS, des DTS sont alloués aux membres du FMI en proportion de leurs quotes-parts. Lors de leur sommet d'avril 2009, les dirigeants du G20 ont également recommandé une ratification rapide de l'allocation spéciale unique de DTS, pour un montant de 21,5 milliards de DTS, approuvée par le Conseil des gouverneurs du FMI en 1997. L'objectif de cette allocation était de permettre à tous les membres du FMI de participer au système des DTS sur une base équivalente et de corriger le fait que les pays qui avaient rejoint le Fonds après 1981 n'avaient jamais reçu d'allocation de DTS. La proposition est finalement devenue effective en septembre 2009, lorsque le Fonds a certifié qu'au moins trois cinquièmes des membres du FMI, représentant 85 % de l'ensemble des droits de vote, l'avaient acceptée.
- (5) Sur la base de simulations d'un choc de balance des paiements dans les économies de marché émergentes et de chocs touchant la liquidité en devises étrangères dans le secteur bancaire et la dette souveraine dans les économies avancées.
- (6) C'est-à-dire au cas où : (i) les ressources du MES sont illimitées et sont totalement allouées jusqu'aux limites d'accès maximales pour les autres RFA ; (ii) toutes les lignes de swap bilatérales actives peuvent être utilisées et toutes les lignes historiques, particulièrement celles octroyées durant la crise financière mondiale, mais interrompues par la suite, peuvent être renouvelées pour les mêmes montants ; et (iii) la capacité de prêt globale du Fonds est déployée (IMF, 2016a).

s'est traditionnellement appuyé sur les quotes-parts comme première source de financement, la part des ressources empruntées dans son cadre de revenus a significativement augmenté depuis la crise. Les quotes-parts représentaient toujours environ 80 % des ressources du FMI en 2008, mais cette part était tombée à seulement 50 % en avril 2017. Avant l'entrée en vigueur de la 14^e révision générale des quotes-parts, qui comprenait un transfert de NAB vers les ressources en quotes-parts, les emprunts ont même culminé à environ trois quarts des ressources du FMI. Outre le débat en cours sur le caractère adéquat des ressources du FMI, des discussions se sont aussi engagées quant à leur composition optimale. Habituellement – et c'est également préconisé par le FMI lui-même –, on fait valoir que les quotes-parts, en tant que base de ressources permanentes du FMI, devraient être assez importantes pour faire face à des chocs éventuels pendant une période normale, alors que les NAB et les prêts bilatéraux, en tant que deuxième et troisième lignes de défense du FMI, sont destinés à couvrir les risques extrêmes. Dans ce contexte, on pourrait conclure que les ressources empruntées du FMI devraient être maintenues à leur niveau actuel au moins aussi longtemps que l'incertitude dans l'économie mondiale ne s'est pas apaisée. Il convient de remarquer que, dans le contexte de la 15^e révision générale des quotes-parts (cf. infra), le FMI travaille actuellement à une évaluation de la taille et de la composition appropriées de ses ressources.

4.2.2 La nouvelle palette d'outils de prêt du FMI

Dès la création du FMI, les objectifs principaux du financement du Fonds ont fait l'objet de débats. Certains font valoir que les prêts du FMI devraient se concentrer sur la *prévention* des crises, c'est-à-dire que le FMI devrait intervenir en tant que « prêteur international en dernier ressort », mettant à disposition des montants importants à titre de financement, sans conditionnalité ou presque. D'autres estiment que l'accent devrait être mis sur la *résolution* des crises, en prêtant de manière discrétionnaire des montants moins élevés, assortis d'une conditionnalité en matière de politique à suivre (Reichmann et de Resende, 2014). Si le point de vue de la « résolution des crises » a généralement prévalu – le FMI accorde généralement du financement à l'aide de son outil classique de résolution des crises, le SBA –, on a observé au cours des dernières années davantage d'efforts visant à inclure également des instruments de précaution. Plus spécialement, la crise financière mondiale a démontré, de l'avis

de nombreux observateurs, que le FMI et, de manière plus générale, le GFSN ne disposaient pas d'outils adéquats de prévention des crises.

En réponse à la crise, le FMI a dès lors complètement révisé sa palette d'outils de prêt, avec comme innovation peut-être la plus remarquable l'instauration en 2009 de la ligne de crédit modulable (LCM), le premier véritable instrument de prêt de précaution du FMI, qui octroie des ressources importantes à des pays présentant des fondamentaux et des politiques très solides (conditionnalité ex ante stricte), sans exiger de programme d'ajustement (pas de conditionnalité ex post). De plus, une ligne de crédit préventive (LCP), combinant des critères de qualification ex ante de type LCM avec une conditionnalité ex post ciblée, a été créée en 2010 pour les pays présentant des politiques saines mais des vulnérabilités subsistantes, ce qui les disqualifie pour la LCM. En 2011, le champ d'action de la LCP a été étendu et elle a été rebaptisée ligne de précaution et de liquidité (LPL).

Malgré sa nature apparemment attractive, seuls trois pays ont jusqu'à présent conclu des accords de LCM (le Mexique, la Colombie et la Pologne), et seuls deux ont utilisé la LPL (la Macédoine et le Maroc). Néanmoins, en avril 2017, les trois accords de LCM représentaient ensemble environ les deux tiers des ressources engagées totales du FMI. De plus, la première LCM conclue avec le Mexique a constitué le plus important engagement individuel de ressources du FMI en termes absolus⁽¹⁾. L'usage limité des instruments de précaution existants du FMI est très probablement dû à des contraintes existant au niveau tant de la demande que de l'offre. Dans ce dernier cas, la réticence du FMI à octroyer d'importantes lignes de crédit sans guère de conditionnalité a probablement joué un rôle. Au niveau de la demande, même si la LCM a spécialement été créée pour apaiser les inquiétudes en matière de stigmatisation, encourageant les pays à demander le financement du FMI à un stade précoce, ces inquiétudes ont probablement retenu certains candidats potentiels d'en faire la demande. Des analyses ont pourtant montré qu'en ce qui concerne les stigmates sur le plan économique, il semble ne pas y avoir de preuve de réactions négatives des marchés aux pays ayant eu accès à la LCM, en tout cas pas sous l'angle des écarts de rendement obligataires ou des entrées de capitaux (Essers et Ide, 2017). Néanmoins, les auteurs estiment par ailleurs qu'une part plus importante dans les intérêts économiques et politiques américains est associée à une plus grande vraisemblance d'obtenir un accord de LCM – une observation qui n'aide pas à surmonter les préoccupations quant aux stigmates *politiques*.

Dans ce contexte, le FMI réexamine actuellement ses instruments de crédit de précaution, et des discussions sont

(1) Le premier accord de LCM du Mexique (approuvé en avril 2009) se montait à 31,5 milliards de DTS, soit environ 47 milliards de dollars des États-Unis. L'accès a ensuite été porté à 47,3 milliards de DTS (72 milliards de dollars) en janvier 2011, puis à 62,4 milliards de DTS (88 milliards de dollars) en mai 2016. La Pologne dispose actuellement d'un accord LCM de 6,5 milliards de DTS (8 milliards de dollars); la LCM de la Colombie lui donne accès à un montant potentiel de 8,2 milliards de DTS (11 milliards de dollars). Aucun de ces trois pays n'a tiré sur ses lignes de crédit.

engagées quant à la possibilité d'instaurer une nouvelle facilité de liquidité à court terme. Dans le cadre de ces débats, la décision a déjà été prise en juillet 2017 de mettre en place un instrument nouveau et non financier, destiné à analyser en profondeur la politique des États membres qui le souhaitent et par lequel le pays en question s'engage à respecter un calendrier de réformes. L'un des objectifs de cet instrument de surveillance consiste à déverrouiller le financement privé et des créditeurs officiels, y compris celui passant par des RFA, pour ainsi contribuer à une meilleure collaboration entre les différentes strates du GFSN.

4.2.3 Gouvernance du FMI

Les marchés émergents et les économies en développement ont affiché des taux de croissance impressionnants au cours des dernières décennies et ont ainsi vu leur part du PIB mondial passer de moins de 40 % au début des années 1990 à près de 60 % aujourd'hui⁽¹⁾. En général, leur niveau de représentation au sein d'institutions financières internationales telles que le FMI n'a toutefois pas progressé au même rythme. Actuellement (c'est-à-dire depuis l'entrée en vigueur de la 14^e révision générale des quotes-parts), les quotes parts des pays émergents et des économies en développement représentent 42,4 % du total des quotes-parts au FMI.

Si la crise financière mondiale a créé une dynamique de renforcement des ressources de l'institution et de restructuration du cadre régissant l'octroi de ses prêts, les réformes portant sur sa gouvernance accusent quelque retard. La réforme des quotes-parts et de la gouvernance du FMI proposée en 2010 a certes contribué à opérer un transfert des quotes-parts en faveur des économies de marché émergentes et des économies en développement. Plus précisément, 6 % environ des quotes-parts ont été transférées au profit des marchés émergents et des pays en développement dynamiques et des pays membres surreprésentés vers les pays sous-représentés. Par ailleurs, le Conseil d'administration du FMI devait désormais être composé uniquement d'administrateurs élus⁽²⁾, et les pays européens avancés se sont engagés à réduire de deux sièges leur représentation combinée au Conseil. Il a néanmoins fallu attendre cinq ans, soit janvier 2016, pour que la réforme 2010 des quotes-parts et de la gouvernance

entre en vigueur. La décision du Conseil devait en effet être approuvée par 85 % du total des voix attribuées ; il fallait donc qu'elle soit ratifiée par les États-Unis, qui détiennent un droit de veto pour les décisions importantes (cf. note de bas de page 2 à la page 107). De plus, si les pays membres européens ont effectivement réduit leur représentation au Conseil, grâce notamment à l'accord intervenu entre les Pays-Bas et la Belgique de nommer chacun à leur tour un administrateur (au départ chacun disposait d'un siège au sein de cet organe), l'engagement de transférer deux sièges n'est toujours pas respecté. De nouvelles réformes de la gouvernance font l'objet de discussions dans le cadre de la 15^e révision générale des quotes-parts, qui intègre également des débats sur une nouvelle formule de calcul des quotes-parts. À l'occasion de cette révision, le Comité monétaire et financier international (CMFI)⁽³⁾ s'est engagé à approuver « un réalignement des quotes-parts relatives qui conduira à une augmentation des parts des pays dynamiques conformément à leur poids relatif dans l'économie mondiale et donc probablement de la part des pays émergents et des pays en développement dans leur ensemble, tout en protégeant la participation et la représentation des pays membres les plus pauvres »⁽⁴⁾. La date à laquelle il était initialement prévu que les discussions aboutissent a cependant déjà été considérablement reportée : le FMI a actuellement l'intention de finaliser la révision d'ici ses réunions de printemps (et au plus tard pour son Assemblée annuelle) de 2019.

5. Propositions de réforme du filet de sécurité financière mondial

5.1 Vers un système mondial de réserves plus équilibré

5.1.1 Accroître le rôle du DTS

Nombreux sont les décideurs politiques et les commentateurs à avoir remis en cause la suprématie du billet vert dans les réserves internationales (cf. graphique 3) et, plus généralement, dans le système monétaire international (SMI)⁽⁵⁾, invoquant souvent les risques systémiques que cette situation comporte (cf. section 1.2). Dans un discours devenu célèbre qu'il a prononcé en mars 2009, le gouverneur de la Banque populaire de Chine, Monsieur Zhou Xiaochuan, a plaidé pour « la création d'une monnaie de réserve internationale qui soit déconnectée de l'un ou l'autre pays et qui puisse rester stable à long terme, éliminant ainsi les carences inhérentes à l'utilisation de devises nationales basées sur le crédit » (Zhou, 2009, p. 2). Dans son plaidoyer en faveur d'une monnaie de réserve supranationale, il a fait référence au projet « bancor » de

(1) Pourcentages basés sur les chiffres relatifs au PIB en parité de pouvoir d'achat, tirés de la base de données des Perspectives de l'économie mondiale du FMI.

(2) Avant l'entrée en vigueur de la réforme 2010 des quotes-parts et de la gouvernance, les cinq pays membres du FMI ayant les quotes-parts les plus élevées nommaient un administrateur.

(3) Le CMFI donne des avis et fait rapport au Conseil des gouverneurs du FMI concernant la surveillance et la gestion du système monétaire et financier international.

(4) Cf. notamment le communiqué de la 35^e réunion du CMFI du 22 avril 2017.

(5) Le SMI, dont le GFSN ne constitue qu'un élément, peut en gros être décrit comme étant « l'ensemble des dispositifs et des institutions facilitant le commerce international et la répartition des capitaux d'investissement entre les nations » (Bush *et al.*, 2011, p. 4 ; cf. aussi IMF, 2016c).

John Maynard Keynes, qui proposait de créer une unité monétaire internationale liée à un panier de 30 matières premières représentatives, et a souligné que le DTS a le potentiel de remplir un rôle similaire⁽¹⁾. Zhou (2009) était partisan d'une centralisation (partielle) de réserves internationales par le FMI, qui créerait un fonds ouvert libellé en DTS, autorisant des souscriptions et des rachats volontaires en monnaies de réserve existantes.

Des débats semblables portant sur l'idée de remplacer les actifs libellés en dollars des États-Unis par une unité de réserve émise par le FMI s'étaient en fait déjà tenus du temps du système de Bretton Woods et avaient conduit à la création du DTS en 1969. Comme l'expliquent McCauley et Schenk (2015), la manière dont le DTS a été pensé à l'origine a marqué le triomphe de l'ambiguïté et du compromis sur la clarté des objectifs, ce qui a par la suite sapé son rôle au sein du SMI. Le DTS a été conçu comme un outil, non pas de transformation des *stocks* existants d'instruments de réserve, mais plutôt de coordination multilatérale du *flux* de création future de réserves. Peu de DTS ont en fin de compte été émis. Depuis 1969, le FMI a procédé à seulement trois attributions générales et une attribution spéciale de DTS, le tout représentant 204 milliards de DTS, soit à peu près 285 milliards de dollars des États-Unis (cf. section 4.2.1. et note de bas de page 4 à la page 108). Les DTS n'ont donc pas notablement contribué à amplifier les réserves mondiales, et encore moins à réduire le rôle du dollar des États-Unis en tant qu'instrument de réserve⁽²⁾. Un projet plus ambitieux de création d'un « compte de substitution » auprès du FMI, permettant aux banques centrales de remplacer une partie non négligeable de leurs réserves en dollars des États-Unis par des DTS, a été lancé

dans les années 1970 et 1980 mais s'est heurté à des obstacles techniques, financiers et politiques (McCauley et Schenk, 2015). Dans le sillage de la crise mondiale, l'idée d'un compte de substitution a été remise sur la table par, entre autres, Zhou (2009), Ocampo (2010, 2015) et le FMI lui-même (IMF, 2011b), sans toutefois que cela n'ait entraîné de conséquences pratiques à ce jour⁽³⁾. Le FMI (IMF, 2016d) souhaite étudier plus avant s'il faudrait et si on pourrait envisager des options spécifiques de réforme visant à accroître le poids du DTS en tant qu'instrument officiel de réserve⁽⁴⁾.

Les propositions qui précèdent n'apportent toutefois pas de solution directe à une seconde préoccupation importante liée aux réserves mondiales, à savoir leur répartition très inégale entre les pays (cf. graphique 2). En effet, certains pays semblent détenir un excès de réserves, alors que d'autres n'en possèdent pas assez. Ce problème pourrait être résolu, jusqu'à un certain point du moins, en changeant la manière dont les DTS sont alloués. Le mode actuel d'allocation des DTS en fonction de la quote-part d'un pays auprès du FMI implique que les grandes économies avancées, dont font partie les pays émetteurs de monnaie de réserve, reçoivent la majorité des DTS alloués. On pourrait tenter de mieux apparier l'offre de DTS à la quantité de monnaie de réserve dont les pays ont réellement besoin. Williamson (2010) propose par exemple de répartir les DTS à allouer entre deux groupes, comprenant, d'une part, les économies avancées et, d'autre part, les pays émergents et en développement, le quota attribué à chaque contingent étant proportionnel à l'accroissement observé de ses réserves sur une période de référence donnée précédant l'allocation des DTS. Williamson (2010) soutient qu'on peut considérer cet accroissement comme une approximation grossière de la demande de réserves et montre qu'elle a été bien plus importante dans le groupe des pays émergents et en développement. Au sein de chaque groupe, les allocations de DTS se feraient toujours en fonction de la quote-part de chaque pays. Allouer les DTS selon cette règle occasionnerait, certes, un déplacement des réserves des pays avancés vers les économies émergentes et en développement, mais ne remédierait pas à l'inégalité de répartition des réserves au sein de ce second groupe. Pour y parvenir de façon directe, il s'agirait de suspendre le droit d'un pays à se voir allouer des DTS s'il détient déjà un niveau excessif de réserves (Ocampo, 2010), le terme « excessif » pouvant être défini par rapport aux indicateurs d'adéquation des réserves mis au point par le FMI (cf. section 1.1). Quelles que soient les modifications apportées au système d'allocation des DTS, il est certain qu'elles n'auront d'effet perceptible que s'il est procédé à ces allocations plus régulièrement que ce n'est actuellement le cas (IMF, 2011b).

(1) Il convient d'à nouveau souligner que le DTS n'est pas une monnaie, mais plutôt une créance potentielle sur les avoirs des pays membres du FMI en monnaies nationales librement utilisables (c'est-à-dire des devises qui sont dans les faits largement utilisées et échangeables). Les DTS peuvent être échangés contre ces monnaies par leurs détenteurs au travers d'accords d'échange volontaire entre pays ; si l'échange volontaire ne suffit pas, le FMI peut appeler des pays présentant une position extérieure forte à acheter des DTS à des pays dont la position extérieure est faible. La différence fondamentale entre les DTS et les autres instruments internationaux de réserve réside dans le fait qu'ils sont « alloués », suivant les quotes-parts du FMI, plutôt qu'accumulés par le biais d'excédents de la balance des paiements (IMF, 2016d).

(2) En d'autres mots, le DTS est actuellement loin d'atteindre l'objectif fixé dans les statuts du FMI (article VIII, section 7) de devenir « le principal instrument de réserve du système monétaire international ».

(3) Une partie de la série d'emprunts bilatéraux ad hoc signés par le FMI en 2009-2010 (cf. section 4.2.1) ont été réalisés grâce à l'émission de billets libellés en DTS. Pour être plus précis, la Chine, l'Inde et le Brésil ont signé avec le FMI des conventions d'achat de billets par lesquelles ces pays s'engageaient à acheter des billets jusqu'à un montant prédéfini au cas où le FMI aurait besoin de ressources supplémentaires (de façon similaire aux prêts bilatéraux directs consentis au FMI en 2009-2010 par d'autres pays membres). Étant donné que, une fois activées, ces conventions amènent les pays à échanger une partie de leurs réserves (en dollars des États-Unis) contre des instruments fondés sur le DTS, Ocampo (2010) considère que ce mécanisme constitue un premier (petit) pas vers la création d'un véritable compte de substitution. Aussi dans ses séries 2012 et 2016 d'emprunts bilatéraux, le FMI a conclu des conventions d'achat de billets avec de grandes économies émergentes.

(4) Un moyen plus indirect, de bas en haut, d'accroître le rôle du DTS au sein du SMI est d'amener le secteur privé à s'impliquer davantage dans les DTS. Des acteurs des marchés privés ont mis à l'essai des instruments financiers libellés en DTS (appelés DTS-M par opposition aux DTS officiels ou DTS-O), mais après avoir connu un certain engouement initial dans les années 1970 et au début des années 1980, le marché est resté léthargique. Outre le fait qu'il existe d'autres instruments présentant les mêmes caractéristiques de couverture/diversification, le développement de marchés des DTS-M est freiné par l'absence d'infrastructures de marché, telles que des systèmes de compensation et de règlement et d'une courbe de rendement liquide (IMF, 2016d).

5.1.2 Un système mondial de réserves multidevises

On pourrait bien sûr avancer que, même si on applique la politique du laisser-faire et si on ne renforce pas le rôle du DTS, un système mondial de réserves multidevises va progressivement se mettre en place. Bien que le dollar des États-Unis conserve son statut inégalé au sein du SMI, et davantage encore parmi les réserves mondiales⁽¹⁾, les éléments d'un tel système sont dans une certaine mesure déjà en place. Si le fait d'accroître le rôle de l'euro, du renminbi et/ou d'autres devises ne relâcherait pas les tensions inhérentes à un système de réserves mondial basé sur des monnaies nationales, il permettrait aux détenteurs de réserves de change de les diversifier plus aisément et atténuerait le risque d'encourir d'importantes pertes de valorisation (Ocampo, 2010; cf. section 1.2).

Bien qu'il soit quasiment impossible de prédire de quelle manière la constellation actuelle de monnaies de réserve évoluera au cours des années et des décennies à venir, rien ne semble indiquer aujourd'hui que l'hégémonie du billet vert prendra bientôt fin⁽²⁾. Au contraire, lorsque les marchés américains ont manqué de s'effondrer en 2008, les investisseurs étrangers, et notamment les gestionnaires de réserves, ont paradoxalement cherché refuge dans le dollar en procédant à des achats considérables de bons du Trésor américain et en contribuant à l'appréciation de cette devise. Son statut de valeur refuge s'explique en partie par le fait que les États-Unis peuvent se vanter de déterminer les marchés financiers affichant le plus haut niveau de capitalisation et de liquidité, ce qui permet aux détenteurs de bons du Trésor américain de les revendre facilement s'ils le souhaitent. Jouent également en sa faveur les freins et contrepoids du système politique américain, ainsi que la part appréciable de la dette américaine détenue par les retraités, les fonds de pension et d'assurance, les institutions financières et autres investisseurs nationaux, dont le poids politique fournit aux étrangers une certaine garantie que leurs investissements états-uniens seront à l'abri d'une forte inflation ou d'un défaut (Prasad, 2014)⁽³⁾. À l'avenir, le dollar pourrait également tirer parti de sa suprématie actuelle.

(1) À la fin de 2016, selon les données recueillies par la BCE (ECB, 2017), le dollar des États-Unis représentait 64 % environ des réserves mondiales de change, soit respectivement 63 et 59 % de l'encours de titres de dette et de prêts internationaux, 44 % du volume des opérations de change et 42 % du total des paiements internationaux.

(2) Pour d'autres points de vue, le lecteur se référera, entre autres, à Eichengreen (2011) et Subramanian (2011).

(3) Le caractère hautement crédible du mandat accordé à la Réserve fédérale de maintenir la stabilité des prix contribue également à apaiser les craintes d'inflation.

(4) Cette évolution pourrait être soutenue par l'inclusion récente du renminbi dans le panier de monnaies par rapport auquel la valeur du DTS est déterminée. Cf. section 1.1 et note de bas de page 3 à la page 108.

(5) À la fin de 2016, toujours selon la BCE (ECB, 2017), l'euro représentait 20 % environ des réserves mondiales de change, soit respectivement 22 et 21 % de l'encours de titres de dette et de prêts internationaux, 16 % du volume des opérations de change et 31 % du total des paiements internationaux. Dans tous ces domaines, l'euro dépasse, de loin, le yen et le renminbi.

Malgré que la Chine ait pris plusieurs mesures (notamment des accords bilatéraux de swap) visant à promouvoir l'usage international de sa devise et qu'un nombre croissant de pays diversifient effectivement une partie de leurs réserves en se tournant vers le renminbi (cf. section 1.1)⁽⁴⁾, la montée en puissance de cette devise pour devenir une monnaie de réserve mondiale importante est entravée par l'approche *stop-and-go* adoptée par le pays vis-à-vis de la libéralisation de son secteur financier et des mouvements de capitaux. A fortiori, le renminbi est peu susceptible de jouir d'un statut de valeur refuge semblable à celui conféré au dollar, aussi longtemps que les autorités chinoises continueront de gérer avec poigne les taux de change (Prasad, 2017).

En revanche, l'euro a rapidement acquis et conservé une nette seconde place au sein du SMI, notamment en ce qui concerne les réserves mondiales (cf. graphique 3)⁽⁵⁾. S'appuyant sur la base de données COFER du FMI et des techniques économétriques de prévision, Chinn et Frankel (2008) avaient prédit que l'euro pourrait dès 2015 prendre la place du dollar des États-Unis en tant que principale monnaie de réserve mondiale. Le fait que ces prédictions aient (de loin) manqué de se réaliser a peut-être tenu aux graves difficultés financières auxquelles l'euro a été confronté ces dernières années et aux faiblesses institutionnelles qu'elles ont révélées. En fait, la part de l'euro dans les réserves de devises recensées dans la base de données COFER est retombée de plus de 27 % à la fin du premier trimestre de 2010, soit juste avant que les inquiétudes concernant une crise de la dette souveraine européenne ne s'intensifient, à moins de 20 % à la fin du premier trimestre de 2017. Parmi les autres facteurs qui ont pu limiter la progression de l'euro, citons l'absence d'actif sans risque unique à la zone euro et une intégration imparfaite des marchés financiers des différents États membres, ce qui a réduit la taille et la liquidité du marché. Bien que l'internationalisation de l'euro ne compte pas au nombre de ses objectifs stratégiques, la BCE (ECB, 2017) considère qu'un achèvement de l'union bancaire européenne et un engagement sur la voie d'une union européenne des marchés des capitaux pourraient renforcer le niveau de capitalisation et de liquidité des marchés financiers en Europe et donc, indirectement, le rôle international de l'euro.

5.2 Coordination des accords de swap bilatéraux

Plusieurs propositions visant à mieux coordonner les swaps bilatéraux entre banques centrales (autres que l'accord de swap permanent conclu entre les banques centrales émettrices de monnaies de réserve) ont été

formulées ces dernières années, allant d'un cadre général souple au sein duquel on continuerait de négocier chaque swap bilatéral indépendamment, à un modèle multilatéral impliquant une prise de décision commune, un partage des risques et/ou un lien avec les financements consentis par le FMI. Les partisans d'un cadre commun régissant les swaps entre banques centrales avancent que cette structure, a fortiori si elle était rendue publique, tendrait à réduire ex ante les incertitudes pesant sur l'offre de swaps, l'un des principaux inconvénients que présentent ces instruments pour les bénéficiaires potentiels (cf. section 2.2), et lancerait un signal fort indiquant aux marchés financiers que les banques centrales sont prêtes à coopérer. Ses détracteurs attirent en revanche l'attention sur les inconvénients qu'un cadre commun (public) de swap pourrait entraîner : augmentation de l'aléa moral des bénéficiaires de swap et des banques, exposition éventuellement accrue des banques centrales au risque de crédit et incompatibilité avec l'indépendance et les mandats nationaux des banques centrales (qui ont joué un rôle majeur dans l'allocation de swaps bilatéraux). Ils affirment également que, même sans cadre de coordination, les banques centrales ont déjà démontré, durant la crise financière mondiale et par la suite, leur capacité d'intervenir et d'assurer la liquidité du marché des swaps dans un délai très court.

Edwin M. Truman (2011, 2013) est sans doute la personne qui s'est fait le plus fortement entendre durant le débat. Il propose de mettre en place un réseau de swap institutionnalisé au sein duquel le FMI jouerait un rôle d'envergure et double (cf. également Henning, 2015 et Weder di Mauro et Zettelmeyer, 2017). Premièrement, se basant sur des critères objectifs, le FMI donnerait le signal d'un manque général de liquidité au plan mondial et recommanderait aux banques centrales d'apporter cette liquidité. Deuxièmement, le FMI aiderait les principales banques centrales fournisseuses de swaps à en sélectionner les bénéficiaires potentiels en soumettant ses membres à des tests de pré-qualification. On pourrait par exemple présumer que les pays répondant aux critères d'octroi d'une LCM par le FMI pourraient également prétendre à des swaps de banque centrale. Les banques centrales seraient pressées de donner suite aux recommandations du FMI, mais conserveraient leur pouvoir de décision ultime. Elles garderaient aussi la possibilité de conclure des accords de swap en dehors du cadre de coordination. Selon Truman (2011, 2013), Henning (2015) et Weder di Mauro et Zettelmeyer (2017), une telle approche aurait plusieurs mérites. Elle apporterait aux pays

dignes de bénéficier de swaps une moindre « ambigüité constructive » (cf. section 2.2) et un accès à davantage de liquidités que ne le feraient une LCM ou un swap de banque centrale autonome. Ceci pourrait à son tour aider le FMI à accroître l'effet de levier de ses ressources et à diminuer la stigmatisation associée à un appel fait au FMI. Les banques centrales fournissant des swaps seraient en mesure de recourir sans contrepartie aux moyens de surveillance et d'analyse du FMI et pourraient être à l'abri du risque de crédit si les lignes de swap à court terme étaient adossées à une LCM à moyen terme.

La proposition de Truman ne semble pas répondre de manière suffisante aux préoccupations légitimes que les banques centrales nourrissent à l'égard de leur indépendance et de leur mandat national. Il serait peut-être plus réaliste d'aborder la question en élaborant un cadre commun minimum, convenu entre banques centrales et de préférence validé par le FMI, la BRI, le G20 et/ou d'autres institutions multilatérales. Destais (2016) suggère qu'on pourrait y adjoindre la création, au FMI ou à la BRI par exemple, d'un inventaire de swaps de banques centrales ainsi que des dispositions visant à garantir dans la durée un degré minimum de stabilité, à éviter une éviction « injuste » d'attributaires de swaps et à inciter les bénéficiaires de swaps à adhérer aux normes financières internationales. On pourrait ajouter à cela le partage d'informations, de meilleures pratiques et d'évaluations de swap entre banques centrales.

5.3 Coopération entre le FMI et les dispositifs de financement régionaux

5.3.1 Bien-fondé d'une coopération renforcée

Certains commentateurs ont soutenu que le GFSN actuel était devenu trop fragmenté et que, par conséquent, il était nécessaire d'établir une meilleure coopération entre ses différentes strates. L'un des principaux arguments en faveur d'une collaboration plus étroite est qu'elle permet d'utiliser les ressources des différents intervenants de manière plus efficace, réduisant ainsi la taille requise de la part de chacune de ses composantes⁽¹⁾. Tel est particulièrement le cas de la coopération entre le FMI et les RFA, un point qui a fait l'objet d'une attention accrue à mesure que le nombre de RFA a augmenté dans le sillage de la crise financière mondiale. Le fait qu'une meilleure coopération entre ces deux niveaux du filet de sécurité permettrait d'empêcher un pays de procéder aux arbitrages ou au *facility shopping* et d'ainsi faire appel à une aide qui lui impose moins de contraintes mais n'apporte pas une solution pérenne à ses problèmes, constitue un argument de poids en sa faveur. De même, une surveillance régionale

(1) On peut remarquer que les pays dépendent souvent de plusieurs strates du GFSN en même temps. Pour des exemples concrets, le lecteur se référera à Villard Duran (2015).

et mondiale commune et un partage d'expertise entre les RFA et le FMI pourraient contribuer à mieux prévenir les crises. Par ailleurs, la mise en place d'une collaboration plus structurée entre le FMI et les RFA améliorerait la prévisibilité des cofinancements FMI-RFA, ce qui rendrait les efforts de lutte contre les crises plus efficace. Donc, même si un renforcement de la coopération entre le FMI et les RFA semble certainement bien fondé, leur collaboration n'ira peut-être pas de soi, ces institutions étant chacune guidées par leurs propres mandats, politiques et procédures. De plus, compte tenu de la très grande hétérogénéité régnant parmi les RFA (cf. tableau 1), on ne sait pas précisément quelle forme cette collaboration devrait prendre.

5.3.2 Formaliser la coopération : pistes envisageables

Des tentatives de formalisation de la coopération entre le FMI et les RFA ont déjà été menées. En 2011, le G20 a approuvé un ensemble de principes directeurs non contraignants⁽¹⁾. En résumé, ces principes posent que la coopération devrait être adaptée à chaque RFA de manière souple, en se fondant sur les avantages comparatifs de chaque institution et sans manquer de respecter son rôle, son indépendance et son processus de prise de décision. En outre, la collaboration devrait débiter à un stade précoce et les conditions de prêt devraient être aussi cohérentes que possible pour éviter les arbitrages et le *facility shopping*. Enfin, les principes requièrent des RFA qu'ils respectent le statut de créancier privilégié du FMI.

Toutefois, ces principes sont sans doute trop généraux pour être utiles. Compte tenu de leurs configurations variées, il est néanmoins possible qu'une approche unique applicable à tous les RFA ne soit ni faisable, ni souhaitable. Dans ce contexte, on pourrait dès lors envisager une collaboration structurée sur la base de différents modèles de convention possibles, parmi lesquels un RFA pourrait faire son choix selon le degré de coopération souhaité ou requis. C'est également dans ce sens que travaille actuellement le FMI. Suivant le mandat et les moyens de chaque institution, les modalités de coopération proposées iraient d'une collaboration en matière de renforcement des capacités ou de contrôle à de véritables prêts conjoints.

Au minimum, ainsi que les principes du G20 le reconnaissent également, on pourrait affirmer qu'un *échange d'informations* régulier entre le FMI et les RFA, en dehors des temps de crise, serait utile. Ce dialogue et cet échange d'informations réguliers permettraient de tirer parti des capacités de surveillance des deux institutions.

Les RFA pourraient bénéficier de l'expertise mondiale du FMI, tandis que la surveillance du Fonds serait enrichie par les connaissances régionales du RFA. En contribuant à une détection rapide des risques et des retombées, cette forme de coopération pourrait considérablement renforcer les capacités de prévention des crises mondiales. Dans l'ensemble, le renforcement de la collaboration en dehors des temps de crise accroîtrait déjà considérablement la probabilité d'apporter une réponse adéquate et rapide en cas de choc éventuel.

De plus, en fonction du niveau d'engagement recherché par le RFA, la coopération pourrait être étendue de manière à ce que le FMI offre une *assistance technique* ou un *suivi des politiques*, mais ne fournisse pas d'aide financière. Cette dernière forme d'assistance a été utilisée dans le cadre du soutien apporté par le MES au secteur bancaire espagnol. D'autres expériences ont également été menées, au cours desquelles le FMI a fourni une assistance technique aux RFA, par exemple dans le contexte de l'Initiative de développement du marché de la dette arabe lancée en 2009 pour renforcer le marché de la dette publique et des entreprises dans les pays du FMA. La participation de délégués de l'UE et du FLAR aux programmes de formation du FMI en est un autre exemple.

Le point le plus controversé concerne le *cofinancement* FMI-RFA. Compte tenu de la pluralité de mandats, de politiques et de procédures, la coopération en période de crise implique un processus de coordination intense, et tous les RFA pourraient ne pas être aptes ni disposés à amener la collaboration à ce niveau. Dans un programme commun, il serait nécessaire d'harmoniser autant que possible les conditions du programme d'aide financière (échéance, calendrier de réexamen du programme, frais, etc.). En outre, les conditions imposées par les deux institutions doivent être cohérentes et seraient idéalement basées sur les domaines dans lesquels chaque institution dispose d'un avantage comparatif. Lorsque le RFA dispose de ses propres moyens de contrôle, les chevauchements entre les domaines d'expertise des institutions peuvent donner lieu à des problèmes de coordination.

En outre, comme la collaboration entre le FMI et les RFA européens est déjà bien avancée, cette expérience pourrait servir de contribution à l'élaboration d'orientations opérationnelles sur la coopération FMI-RFA. Même si la coopération entre le FMI et les institutions européennes a été globalement concluante, il s'est agi d'un processus d'apprentissage par la pratique et, comme le FMI lui-même le reconnaît (IMF, 2013b), elle restera complexe compte tenu des divergences de vues que des mandats et des priorités institutionnels, fondamentalement différents, font naître.

(1) Cf. <http://www.g20.utoronto.ca/2011/2011-finance-principles-111015-en.pdf>.

Partant d'une coopération au cas par cas, moins structurée, lors des premiers dossiers, la collaboration entre le FMI et les institutions européennes a évolué au fil du temps vers un processus de coopération plus charpenté, incluant des négociations sur les programmes basées sur le cadre établi par la Troïka et menées par des équipes du FMI, de la Commission européenne et de la BCE dans le cas de programmes de financement impliquant des pays de la zone euro (IMF, 2013b). Bien que la conditionnalité soit établie conjointement par les trois institutions et que les décaissements soient coordonnés, les pays emprunteurs concluent des accords de financement distincts avec le FMI et le MES (ou, précédemment, le FESF), chacun étant assorti de ses propres conditions (échéance, calendrier de remboursement, frais, etc.). Lorsque le cofinancement concerne des pays de l'UE hors zone euro, les discussions sur les programmes se déroulent sur une base trilatérale entre les autorités nationales, la Commission européenne et le FMI. Le partage des charges a considérablement varié entre les différents dossiers, le FMI fournissant seulement 10 % du financement dans le cas de Chypre, alors qu'il a apporté plus de 60 % des fonds pour les programmes hongrois et roumain.

Si on exclut le partenariat du FMI avec les institutions européennes, les prêts accordés conjointement par le FMI et les RFA ont été beaucoup moins fréquents. Les autres RFA d'importance, la MICM et le CRA, n'ont jamais été activés à ce jour. Dans les deux cas, un cofinancement avec le FMI est prévu au cas où le montant de l'aide financière qu'un pays membre peut obtenir du RFA dépasse 30 % de sa limite d'accès. À l'instar de Kawai et Lombardi (2012), on a souvent avancé que c'était précisément en raison de la participation du FMI au-delà de ce seuil – et des craintes de stigmatisation associées – que ces RFA n'ont jamais été activés à ce jour. Bien que les prêts consentis à des membres de RFA plus petits l'aient souvent été en parallèle à des tirages sur les lignes du FMI, cela ne s'est pas à proprement parler produit dans le cadre d'un programme cofinancé.

Néanmoins, il existe des signes indiquant que la coopération entre le FMI et d'autres RFA est également en train de s'améliorer. En 2016, par exemple, le FMI et la MICM ont participé à une « simulation » d'un programme fictif cofinancé par le FMI et la MICM. Le test a mis en lumière certaines différences-clés entre le Fonds et la MICM concernant les politiques et les procédures qui devraient être appliquées afin d'assurer une coordination efficace dans un cas réel (IMF, 2017b). En outre, des représentants de l'AMRO, du MES et du FLAR se sont réunis

en octobre 2016 pour discuter du rôle des RFA dans le GFSN, et plus particulièrement de la coopération entre leurs propres RFA et le FMI. Ils ont convenu qu'il existe un grand potentiel de progression de la coopération en matière de surveillance économique, de gestion des crises, de recherche, de renforcement des moyens et d'assistance technique, et ont dès lors décidé de se réunir chaque année⁽¹⁾. Lors d'un débat portant sur la collaboration entre le FMI et les RFA qui s'est tenu en juillet 2017, le Conseil d'administration du FMI a par ailleurs décidé que le Fonds entretiendrait un dialogue permanent avec les RFA.

Conclusion

Le présent article a traité des évolutions récentes et de l'état actuel du GFSN, c'est-à-dire de l'ensemble des institutions et des mécanismes de financement visant à prévenir et à résoudre les crises et qui, idéalement, devraient faciliter les ajustements nécessaires et encourager la conduite de politiques prudentes aux niveaux national et multilatéral. Nous avons montré de quelle manière le GFSN a vu son ampleur et, surtout depuis la crise financière mondiale, sa portée augmenter considérablement. Si les réserves internationales restent la première et principale strate du GFSN et si le FMI fait toujours office de dernier recours décisif, les swaps bilatéraux de change entre banques centrales et les RFA ont acquis une certaine importance.

La pluralité des strates formant le GFSN peut être considérée comme un atout plutôt que comme une source de dispersion en soi. Bien qu'il soit largement possible de renforcer et d'améliorer la coopération entre les différentes strates, nous sommes d'avis qu'une pleine intégration du GFSN n'est ni réalisable ni souhaitable. Chacun des différents éléments du GFSN a ses forces et ses faiblesses et sert souvent des objectifs et des groupes de pays distincts. Par conséquent, ils ne se suppléent pas nécessairement bien mais, plus souvent, se complètent.

L'auto-assurance par le biais des réserves internationales permet un accès rapide et flexible à des liquidités, mais coûte relativement cher au détenteur et, à un niveau agrégé, peut augmenter le risque systémique pour l'économie mondiale. Les réserves qu'un pays accumule de son propre chef sont également moins adaptées pour faire face à des crises prolongées. Les swaps bilatéraux accordés par les banques centrales sont un instrument efficace permettant de libérer rapidement des montants importants à un coût financier et politique limité pour le bénéficiaire. Cependant, les swaps ont été accordés de manière très sélective, essentiellement pour répondre aux considérations de politique intérieure de la banque

(1) Cf. <http://www.flar.net/files/large/cb0bf656ae3258b>.

centrale les fournissant, à des fins très précises et pour de courtes durées seulement. Si ce n'est pour quelques pays (émetteurs de monnaies de réserve), l'accès futur aux swaps est extrêmement incertain en raison de leur nature contractuelle. Bien que les RFA soient très hétérogènes, ils participent tous à l'une ou l'autre forme de mise en commun des ressources destinée à réduire le coût du financement des crises et, par rapport au FMI, ils ont tendance à avoir une plus grande autonomie et de plus grandes connaissances spécifiques à la région. L'inconvénient des RFA est qu'ils disposent en général de moyens de contrôle et de surveillance moins élaborés que le FMI, qu'ils ne sont pas adaptés pour faire face aux crises régionales et, par définition, qu'ils ne répondent qu'aux seuls besoins de leurs membres. Enfin, le FMI est le seul mécanisme du GFSN qui organise véritablement un partage des risques au niveau mondial. Son mandat international, son taux d'adhésion quasi universel et son expérience de longue date en matière de surveillance et de conditions attachées à des programmes impliquent que le FMI est bien placé pour maîtriser les aléas moraux et pour encourager des politiques saines et cohérentes sur un plan multilatéral. Cela étant, le FMI a été stigmatisé à la suite du mécontentement relatif à la manière dont l'institution a géré certaines crises antérieures, à sa gouvernance et à ses procédures de prêt conditionnel. On pense qu'une telle insatisfaction a pu être un facteur important au développement des autres strates du GFSN.

Le présent article a également passé en revue une série de réformes qui ont été proposées pour colmater les brèches que le GFSN comporte encore. Nous avons tout d'abord examiné de quelle manière le DTS et les mécanismes multidevises pourraient contribuer à une progression vers un système mondial de réserves plus équilibré. Il ne fait pas de doute que seules des réformes plus ambitieuses des systèmes d'allocation et/ou d'échange de DTS pourraient avoir une incidence réelle sur l'état des réserves mondiales. Ces réformes mériteraient d'être appliquées, mais la faisabilité de leur mise en œuvre doit faire l'objet d'études plus approfondies. Il est difficile de prédire quand un véritable système mondial de réserves multidevises se fera jour mais, à court terme, le dollar des États-Unis devrait selon nous rester la première monnaie de réserve et la principale valeur refuge au monde. L'euro est dès à présent un important concurrent du dollar des États-Unis au sein du SMI et le renminbi pourrait également le devenir, à condition que le secteur financier et les

mouvements de capitaux chinois soient libéralisés davantage en temps voulu.

Nous avons par ailleurs évalué des propositions visant à accroître la coordination des swaps bilatéraux de banques centrales. Bien qu'il puisse être utile d'établir un cadre commun souple et mutuellement convenu entre banques centrales pour faciliter le partage d'informations et l'harmonisation des termes de swap, d'importantes réserves sont émises concernant les réformes qui placeraient les swaps de banques centrales sous la tutelle du FMI ou de toute autre organisation multilatérale. Le FMI ne peut ni remplacer ni régir les liquidités fournies par les émetteurs de monnaies de réserve et autres banques centrales (et ne doit pas essayer de le faire), car cela semble très difficile à concilier avec l'indépendance et les mandats nationaux de ces banques.

Le troisième domaine objet de réformes que nous avons abordé est la collaboration entre le FMI et les RFA. L'améliorer permettrait de mieux utiliser et d'optimiser les ressources disponibles, de rationaliser les conditions de prêts et d'éviter que des emprunteurs potentiels se livrent au *facility shopping*. Une approche prometteuse allant au-delà des principes directeurs trop généraux du G20, tout en reconnaissant l'hétérogénéité des RFA, consiste à structurer la collaboration FMI-RFA selon différents modèles d'implication, allant d'un partage d'informations au cofinancement, en passant par l'assistance et/ou le suivi technique(s). L'idée serait de laisser chaque RFA décider des domaines dans lesquels il souhaite coopérer avec le FMI et du degré de coopération qu'il désire établir avec ce dernier, puis de prendre cette décision comme point de départ pour élaborer un accord bilatéral plus détaillé sur la mise en œuvre pratique de la collaboration FMI-RFA.

Dans l'ensemble, il apparaît que des étapes importantes ont déjà été franchies pour rendre le GFSN plus efficace. Le GFSN que nous connaissons aujourd'hui est une version très différente et clairement améliorée de celui qui existait avant la crise financière mondiale. Toutefois, il ne faudrait pas que les résultats atteints récemment conduisent à un excès d'optimisme. Il reste beaucoup à faire pour améliorer la coopération entre les différentes strates du GFSN et exploiter pleinement son potentiel actuel. Nous nous attendons à ce que les réformes que nous avons abordées dans cet article, ainsi que d'autres propositions, soient examinées et étudiées plus avant dans les années à venir.

Bibliographie

- Aizenman J., Y. Jinjark et D. Park (2011), « International reserves and swap lines: substitutes or complements ? », *International Review of Economics and Finance*, 20(1), 5-18.
- Aizenman J. et J. Lee (2007), « International reserves: Precautionary versus mercantilist views, theory and evidence », *Open Economies Review*, 18(2,), 191-214.
- Aizenman J. et G. K. Pasricha (2010), « Selective swap arrangements and the global financial crisis: Analysis and interpretation », *International Review of Economics and Finance*, 19(3), 353-365.
- Aizenman J. et Y. Sun (2012), « The financial crisis and sizable international reserves depletion: From 'fear of floating' to 'fear of losing international reserves' ? », *International Review of Economics and Finance* 24, October, 250-269.
- Andries A. M., A. M. Fischer et P. Yesin (2017), « The asymmetric effect of international swap lines on banks in emerging markets », *Journal of Banking and Finance* 75, February, 215-234.
- Baba N. et F. Packer (2009), « Interpreting deviations from covered interest parity during the financial market turmoil of 2007-08 », *Journal of Banking and Finance*, 33(11), 1953-1962.
- BCE (2016), « Les différentes strates du filet de sécurité financière mondiale: état des lieux », *Bulletin économique*, 2016(5), Article 1, 43-62.
- Bordo M. D., O. F. Humpage et A. J. Schwartz (2015), « The evolution of the Federal Reserve swap lines since 1962 », *IMF Economic Review*, 63(2), 353-372.
- Bush O., K. Farrant et M. Wright (2011), *Reform of the international monetary and financial system*, Bank of England Financial Stability Paper 13.
- Butzen P., M. Deroose et S. Ide (2014), « Déséquilibres mondiaux et flux bruts de capitaux », BNB, *Revue économique*, septembre, 41-60.
- Cheng G. (2016), *The global financial safety net through the prism of G20 summits*, ESM Working Paper Series 13.
- Cheung Y.-W. et X. Qian (2009), « Hoarding of international reserves: Mrs Machlup's wardrobe and the Joneses », *Review of International Economics*, 17(4), 824-843.
- Chinn M. et J. Frankel (2008), « Why the euro will rival the dollar », *International Finance*, 11(1), 49-73.
- Denbee E., C. Jung et F. Paternò (2016), *Stitching together the global financial safety net*, Bank of England Financial Stability Paper 36.
- Destais C. (2016), « Central bank currency swaps and the international monetary system », *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(10), 2253-2266.
- Dominguez K. M. E., Y. Hashimoto et T. Ito (2012), « International reserves and the global financial crisis », *Journal of International Economics*, 88(2), 388-406.
- Dooley M. P., D. Folkerts-Landau et P. M. Garber (2004), « The revived Bretton Woods system », *International Journal of Finance and Economics*, 9(4), 307-313.
- Durdu C. B., E G. Mendoza et M. E. Terrones (2009), « Precautionary demand for foreign assets in sudden stop economies: An assessment of the new mercantilism », *Journal of Development Economics*, 89(2), 194-209.

- ECB (2017), *The international role of the euro*, ECB, Report, July.
- Eichengreen B. (2011), *Exorbitant privilege: The rise and fall of the dollar and the future of the international monetary system*, Oxford : Oxford University Press.
- Eichengreen B. et D. Lombardi (2017), « RMBI or RMBR? Is the renminbi destined to become a global or regional currency? », *Asian Economic Papers*, 16(1), 35-59.
- Essers D. et S. Ide (2017), *The IMF and precautionary lending: an empirical evaluation of the selectivity and effectiveness of the flexible credit line*, NBB Working Paper Series 323, June.
- FMI (2009), *Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale*, Sixième édition (MBP6).
- Garcia-Herrero A. et L. Xia (2015), « RMB bilateral swap agreements: How China chooses its partners? », *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 22(4), 368-383.
- Ghosh A. R., J. D. Ostry et C. G. Tsangarides (2017), « Shifting motives: Explaining the buildup in official reserves in emerging markets since the 1980s », *IMF Economic Review*, 65(2), 308-364.
- Goldberg L. S., C. Kennedy et J. Miu (2011), « Central bank dollar swap lines and overseas dollar funding costs », *FRBNY Economic Policy Review*, 17(1), 3-20.
- Henning R. (2015), *The global liquidity safety net: Institutional cooperation on precautionary facilities and central bank swaps*, CIGI New Thinking and the New G20 Paper Series 5, March.
- IEO (2013), *The role of the IMF as trusted advisor*, Independent Evaluation Office, Evaluation Report.
- IEO (2016), *The IMF and the crises in Greece, Ireland, and Portugal: an evaluation by the Independent Evaluation Office*, July.
- IMF (2011a), *Assessing reserve adequacy*, IMF Policy Paper, February.
- IMF (2011b), *Enhancing international monetary stability – A role for the SDR?*, IMF Policy Paper, January.
- IMF (2013a), *Assessing reserve adequacy – Further considerations*, IMF Policy Paper, November.
- IMF (2013b), *Stocktaking the Fund's engagement with regional financing arrangements*, IMF Policy Paper, April.
- IMF (2015), *Review of the method of valuation of the SDR*, IMF Policy Paper, November.
- IMF (2016a), *Guidance note on the assessment of reserve adequacy and related considerations*, Staff Report, June.
- IMF (2016b), *Adequacy of the global financial safety net*, IMF Policy Paper, March.
- IMF (2016c), *Strengthening the international monetary system – A stocktaking*, IMF Policy Paper, March.
- IMF (2016d), *The role of the SDR – Initial considerations*, Staff Note for the G20, July.
- IMF (2017a), *Assessing reserve adequacy template*. Disponible via le lien suivant : <http://www.imf.org/external/datamapper/ARA/aradata.xlsx> (Dernière mise à jour : 18 avril 2017).
- IMF (2017b), *Collaboration between regional financing arrangements and the IMF*, IMF Policy Paper, July.

Ito T. (2012), « Can Asia overcome the IMF stigma ? », *American Economic review: Papers & Proceedings*, 102(3), 198-202.

Jeanne O. et R. Rancière (2011), « The optimal level of international reserves for emerging market countries: A new formula and some applications », *Economic Journal*, 121(555), 905-930.

Kawai M. (2009), *Reform of the international financial architecture: An Asian perspective*, Asian Development Bank Institute Working Paper Series 167.

Kawai M. et D. Lombardi (2012), « Financial regionalism », *Finance & Development*, 49(3), 23-25.

Lane P. R. et G. M. Milesi-Ferretti (2017), *International financial integration in the aftermath of the global financial crisis*, IMF Working Paper 17/115.

Li C. (2015), *Banking on China through currency swap agreements*, Federal Reserve Bank of San Francisco Pacific Exchange blog, 23 October. Disponible via le lien suivant : <http://www.frbsf.org/banking/asia-program/pacific-exchange-blog/banking-on-china-renminbi-currency-swap-agreements>.

Liao S. et D. McDowell (2015), « Redback rising: China's bilateral swap agreements and renminbi internationalization », *International Studies Quarterly*, 59(3), 401-422.

Liao S. et D. McDowell (2016), « No reservations: International order and demand for the renminbi as a reserve currency », *International Studies Quarterly*, 60(2), 272-293.

McCauley R. N. et C. R. Schenk (2015), « Reforming the international monetary system in the 1970s and 2000s: Would a special drawing right substitution account have worked ? », *International Finance*, 18(2), 187-206.

McDowell D. (2012), « The US as 'sovereign international last-resort lender': The Fed's currency swap programme during the Great Panic of 2007-09 », *New Political Economy*, 17(2), 157-178.

McDowell D. (2017a), *Brother, can you spare a billion? The United States, the IMF, and the international lender of last resort*, New York, Oxford University Press.

McDowell D. (2017b), « Emergent international liquidity agreements: Central bank cooperation after the global financial crisis », *Journal of International Relations and Development*, forthcoming.

McGuire P. et G. von Peter (2009), « The US dollar shortage in global banking », *BIS Quarterly Review*, March, 47-63.

McKay J., U. Volz et R. Wölfinger (2011), « Regional financing arrangements and the stability of the international monetary system », *Journal of Globalization and Development*, 2(1), Article 5.

Moessner R. et W. A. Allen (2012), « International liquidity provision and currency-specific liquidity shortages », *Journal of Financial Transformation*, 34, 31-41.

Obstfeld M., J. C. Shambaugh et A. M. Taylor (2009), « Financial instability, reserves, and central bank swap lines in the panic of 2008 », *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 99(2), 480-486.

Obstfeld M. et K. Rogoff (2010), « Global imbalances and the financial crisis: Products of common causes », *Asia Economic Policy Conference Volume: Asia and the global financial crisis*, San Francisco, Federal Reserve Bank of San Francisco, 131-172.

Obstfeld M. (2014), « International monetary system: Living with asymmetry », In: Feenstra, R. C. et A. M. Taylor (Eds.), *Globalization in an age of crisis: Multilateral economic cooperation in the twenty-first century*, Chicago, University of Chicago Press, 301-336.

- Ocampo J. A. (2010), « Building an SDR-based global reserve system », *Journal of Globalization and Development*, 1(2), Article 14.
- Ocampo J. A. (2015), *Reforming the global monetary non-system*, WIDER Working Paper 2015/146, Helsinki, UNU-WIDER.
- Pisani-Ferry J., A. Sapir et G. B. Wolff (2013), *EU-IMF assistance to euro area countries: An early assessment*, Bruegel Blueprint Series.
- Prasad E. S. (2014), *The dollar trap: How the U.S. dollar tightened its grip on global finance*, Princeton, Princeton University Press.
- Prasad E. S. (2017), *Gaining currency: The rise of the renminbi*, New York, Oxford University Press.
- Portes R. (2009), « Global imbalances », In: Dewatripont M., X. Freixas et R. Portes (Eds.), *Macroeconomic stability and financial regulation: Key issues for the G20*, London, CEPR, 19-26.
- Reichmann T. et C. de Resende (2014), *The IMF's lending toolkit and the global financial crisis*, IEO Background Paper, 14/11, October.
- Rodrik D. (2006), « The social cost of foreign exchange reserves », *International Economic Journal*, 20(3), 253-266.
- Rose A. K. et M. M. Spiegel (2012), « Dollar illiquidity and central bank swap arrangements during the global financial crisis », *Journal of International Economics*, 88(2), 326-340.
- Scheubel B. et L. Stracca, (2016), *What do we know about the global financial safety net? Rationale, data and possible evolution*, ECB Occasional Paper Series 177, September.
- Steiner A. (2014), « Reserve accumulation and financial crises: From individual protection to systemic risk », *European Economic Review*, 70, August, 126-144.
- Subramanian A. (2011), *Eclipse: Living in the shadow of China's economic dominance*, Washington D.C., Peterson Institute of International Economics.
- Triffin R. (1960), *Gold and the dollar crisis: The future of convertibility*, New Haven, Yale University Press.
- Truman E. M. (2011), *Three evolutionary proposals for reform of the international monetary system*, Extension of prepared remarks delivered at the Bank of Italy's Conference in Memory of Tommaso Padoa-Schioppa, 16 December. Disponible via le lien suivant: <https://piie.com/sites/default/files/publications/papers/truman12162011.PDF>.
- Truman E. M. (2013), *Enhancing the global financial safety net through central-bank cooperation*, VoxEU.org, 10 September. Disponible via le lien suivant: <http://voxeu.org/article/enhancing-global-financial-safety-net-through-central-bank-cooperation>.
- van Doorn R., V. Suri et S. Gooptu (2010), *Do middle-income countries continue to have the ability to deal with the global financial crisis?*, World Bank Policy Research Working Paper 5381.
- Villard Duran C. (2015), *The international lender of last resort for emerging countries: A bilateral currency swap?*, University of Oxford Global Economic Governance Working Paper 108.
- Weder di Mauro B. et J. Zettelmeyer (2017), *The new global financial safety net: Struggling for coherent governance in a multipolar system*, CIGI Essays on International Finance, Vol. 4, January.

Wildau G. (2017), *China forex reserves dip under \$ 3tn to touch 5-year low*, Financial Times, 7 February. Disponible via le lien suivant : <https://www.ft.com/content/39b97f86-ed18-11e6-930f-061b01e23655>.

Williamson J. (2010), « The future of the reserve system », *Journal of Globalization and Development*, 1(2), Article 15.

Wyplosz C. (2007), *The fuss about foreign exchange reserves accumulation*, VoxEU.org, 28 May. Disponible via le lien suivant : <http://voxeu.org/article/forex-reserves-weapons-or-insurance>.

Yang J. et L. Han (2013), « Optimal size of currency swap between central banks: evidence from China », *Applied Economics Letters*, 20(3), 203-207.

Zhou X. (2009), *Reform the international monetary system*, Speech, 23 March. Disponible via le lien suivant : <http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>.

Sites internet

AMRO : <http://www.amro-asia.org>.

Commission européenne : <https://ec.europa.eu>

Fonds eurasiatique de stabilisation et de développement (EFSD) : <https://efsd.eabr.org>.

FMI : <http://www.imf.org>.

Fonds latino-américain de réserve (FLAR) : <http://www.flar.net>.

Fonds monétaire arabe (FMA) : <http://www.amf.org.ae>.

Mécanisme européen de stabilité (MES) : <https://www.esm.europa.eu>.

Treaty for the Establishment of a BRICS CRA : <http://www.brics.utoronto.ca/docs/140715-treaty.html>.