

MONNAIES DE RÉSERVE ET STABILITÉ FINANCIÈRE INTERNATIONALE

ÉDOUARD VIDON *

La prépondérance du dollar comme monnaie internationale s'étend à bien des domaines : devise de libellé des transactions commerciales, devise véhicule pour les opérations de change et les émissions de titres. Ce statut se traduit également par un rôle qui demeure prédominant pour la monnaie américaine dans la composition des réserves officielles de change.

219

La montée en puissance du rôle de l'euro est néanmoins telle que, pour certains observateurs, la prépondérance du dollar est susceptible d'être remise en cause pour la première fois depuis Bretton Woods. Ainsi, Chinn et Frankel (2008) estiment que l'euro pourrait prendre la place du dollar dans les réserves de change à un horizon de quinze ans.

La position officielle de l'Eurosystème à l'égard de ces évolutions est celle de la neutralité. Le développement du rôle international de l'euro n'est ni encouragé, ni découragé. Il s'agit ultimement d'un processus de marché.

Les banques centrales ne sont toutefois pas indifférentes aux conséquences que peuvent avoir l'émergence, l'existence, ou le déclin de monnaies de réserves pour la stabilité financière internationale.

La compréhension des enchaînements macrofinanciers qui ont amené à la crise financière actuelle nécessite sans doute de mettre en lumière la place unique des actifs financiers libellés en dollars dans le système monétaire international.

* Banque de France.

Ce rôle central se manifeste également par la persistance de l'ancrage au dollar du taux de change de certaines économies. Le principe de ces ancrages soulève des problèmes dans la conduite des politiques monétaires et le contrôle des pressions inflationnistes globales. L'accumulation de réserves de change qui y a été associée et les modalités de gestion de ces avoirs ne sont, en outre, pas neutres pour le fonctionnement des marchés de capitaux internationaux.

Enfin, les répercussions de la crise financière américaine amènent à s'interroger sur les avantages que pourrait présenter la perspective d'un monde à plusieurs grandes monnaies de réserve internationales.

STATUT DU DOLLAR ET DÉFICIT EXTÉRIEUR AMÉRICAIN

La préoccupation souvent manifestée, par les autorités monétaires internationales et une partie du monde académique, à l'égard des déséquilibres de paiements courants internationaux était généralement centrée sur le scénario d'un ajustement brutal du déficit extérieur américain, associé à une forte volatilité du dollar. La crise que nous connaissons ne correspond pas à ce scénario, même si elle se manifeste notamment par une grande variabilité des taux de change entre grandes devises flottantes. Il apparaît néanmoins que le déséquilibre extérieur américain constituait un symptôme de l'accumulation de déséquilibres internes qui ont pu être alimentés par la relative facilité d'endettement extérieur des États-Unis.

220

Le consommateur américain et la globalisation financière

Le débat récurrent sur la question des déséquilibres mondiaux s'est essentiellement articulé autour du rôle respectif des facteurs cycliques et structurels. Certaines analyses jugent que les politiques macro-économiques conjoncturelles ont pu exercer une influence en induisant une pénurie d'épargne aux États-Unis ; d'autres mettent l'accent sur le rôle de l'asymétrie des potentiels de croissance et/ou des structures de marchés financiers sur les déficits des soldes courants en tant que phénomène d'équilibre, que l'on pourrait donc, en un certain sens, juger efficient. Le consensus, résumé par Blanchard (2007), s'accorde sur la nécessité de prendre en compte une combinaison de facteurs pour appréhender la question dans son ensemble :

- une épargne faible des ménages aux États-Unis ;
- une forte épargne en Asie et dans les pays exportateurs de matières premières ;
- la préférence des investisseurs pour les actifs financiers américains.

Le taux d'épargne des ménages américains, qui dépassait 5 % de leur revenu disponible au milieu des années 1990, s'est inscrit en baisse

tendancielle depuis plus de dix ans, prenant à l'occasion des valeurs négatives, notamment en 2005.

Dynan et Kohn (2007) ont étudié les facteurs explicatifs du faible taux d'épargne des ménages américains et de leur comportement d'endettement : ils mettent en évidence le rôle de la hausse des prix immobiliers et de l'innovation financière. Le boom immobilier américain a alimenté la croissance de la consommation des ménages aux États-Unis. Ce phénomène résulte sans doute pour une grande part d'une croissance très forte du crédit, alimentée par une politique monétaire longtemps très accommodante, l'appréciation du patrimoine des ménages jouant un rôle circulaire dans la formation des excès.

Du début 2000 au début 2008, l'endettement des ménages américains est ainsi passé de 100 % à 140 % de leur revenu disponible. La croissance de l'endettement immobilier (qui a atteint à lui seul 100 % du revenu disponible depuis mi-2006) a été facilitée par l'innovation financière à un double titre :

- du côté de l'accès au crédit, par la croissance de l'activité marginale auprès des emprunteurs les plus risqués ;
- du côté du financement du crédit, par le développement des modalités de titrisation.

Mais cette dynamique n'aurait sans doute pas été aussi forte si le consommateur américain n'avait pas trouvé, au travers de la globalisation financière, des investisseurs internationaux prêts à lui faire (indirectement) crédit. De fait, l'endettement immobilier des États-Unis a été facilité par le placement international des titres adossés à des créances hypothécaires, dans un contexte de liquidités mondiales abondantes.

Le consommateur américain a été par conséquent, jusqu'à la crise, le premier bénéficiaire de la globalisation financière. Mais les modalités de financement de son endettement ont alimenté la montée des risques macrofinanciers internationaux.

Le rôle de monnaie internationale du dollar s'est ainsi manifesté dans la plupart des dimensions explicatives des déséquilibres mondiaux :

- la conduite de politiques macroéconomiques aussi favorables à l'expansion du crédit n'aurait sans doute pas été possible dans une économie davantage préoccupée par la valeur externe de sa monnaie ;
- les « excès d'épargne » des économies émergentes ou exportatrices d'hydrocarbures se sont largement accumulés dans la devise de libellé de leurs excédents de compte courant et d'ancrage de leurs régimes de change ;
- les réserves de change accumulées ont été naturellement investies sur des titres américains dont la liquidité était présumée excellente.

La liquidité internationale des titres américains

La préférence des investisseurs pour les actifs financiers américains a une importance cruciale quand on cherche à rendre compte de la persistance du déficit extérieur américain. Elle est illustrée par les travaux académiques qui ont mis en évidence le rôle des asymétries d'offre d'actifs financiers dans la détermination de la direction des flux de capitaux. Une revue de cette littérature a été proposée par Baclet et Vidon (2008).

Rajan (2006) et Caballero (2006) ont ainsi popularisé l'hypothèse de la « pénurie d'actifs » comme explication des déséquilibres mondiaux. Selon Caballero, une forme de pénurie découle de l'incapacité des économies émergentes à produire les actifs financiers de qualité que les acteurs locaux, qui vont des ménages aux banques centrales, utilisent comme support pour stocker leur richesse.

S'appuyant sur cette thèse, Caballero, Fahri et Gourinchas (2006) ont construit un modèle dans lequel l'asymétrie, dans la capacité des pays à émettre des actifs financiers de qualité, génère les déséquilibres de paiements internationaux. Ce modèle lie l'offre d'actifs financiers d'une économie à son degré de développement financier. Il correspond bien à la situation des économies asiatiques à taux d'épargne élevé dont les besoins ne peuvent pas être satisfaits en raison de la liquidité insuffisante de leurs marchés d'actifs. L'excès d'épargne est donc exporté vers les pays où l'offre d'actifs de qualité est abondante.

Mendoza, Quadrini et Rios-Rull (2007) ont pour leur part souligné, dans un modèle théorique, une autre implication importante de l'hétérogénéité des degrés de développement financier des économies confrontées à la globalisation financière. Une économie développée est davantage susceptible de prendre des risques en investissant dans des actifs financiers des économies émergentes, tandis que ces dernières rechercheront des actifs financiers sans risques pour se protéger contre les chocs. À cause de l'asymétrie du développement des marchés financiers, l'épargne excédentaire des économies émergentes est dirigée vers les économies développées.

Ces intuitions théoriques ont été substantiellement corroborées dans les travaux empiriques :

- le fait que les investisseurs étrangers détiennent d'autant plus volontiers des titres américains que leurs propres marchés financiers sont peu développés a été mis en évidence par Forbes (2008) ;
- à l'asymétrie dans la nature des titres émis par différentes zones économiques est associé le phénomène d'un supplément de rendement persistant en faveur des actifs internationaux détenus par les États-Unis, par rapport aux actifs américains détenus par le reste du monde (Gourinchas et Rey, 2005) ;

- enfin, selon Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen (2007), les investisseurs attribuent aux titres du Trésor américain une valeur au-delà de la simple actualisation des flux de revenus futurs : il en résulte une décote sur le rendement actuariel, correspondant au *convenience yield*. Il s'agit là, à proprement parler, d'une prime de liquidité internationale accordée aux titres d'État américains.

Au total, les actifs financiers américains, et tout particulièrement les plus liquides d'entre eux, les obligations du Trésor, disposent bien d'un statut privilégié dans le système financier international, intrinsèquement lié au statut de monnaie de réserve du dollar. Ce statut a pu contribuer à faciliter le financement d'un déficit persistant de la balance des États-Unis.

Toutefois, dans la période qui a conduit à la crise actuelle, la présomption de liquidité internationale des titres financiers américains s'était, semble-t-il, étendue à une gamme d'actifs (adossés sur des créances immobilières notamment) qui, en réalité, ne disposaient pas toujours de cette caractéristique. Cette « illusion » de liquidité, qui n'a pas survécu au stress financier, est sans doute en partie attribuable au fait que ces titres, libellés dans la principale monnaie de réserve internationale, étaient, de par leur notation, réputés peu risqués, à l'instar des titres d'État.

MONNAIES DE RÉSERVE, MONNAIES ANCRES ?

Pour de petites économies ouvertes, émergentes ou en transition, l'ancrage du taux de change a longtemps constitué une recommandation standard de politique économique, destinée à maîtriser l'inflation domestique par l'importation de la crédibilité de la monnaie ancre et de sa politique monétaire. L'expérience des crises de change a souligné la fragilité de cette stratégie. Le consensus a évolué vers des régimes de change plus souples, fondés sur des paniers de référence, l'évolution du taux de change effectif étant appréciée en termes réels. Néanmoins, la persistance de l'ancrage au dollar de nombreuses économies pétrolières ou émergentes porte sa part de responsabilité dans la montée des déséquilibres financiers mondiaux.

Accumulation de réserves de change

L'accumulation massive d'avoirs de réserve internationaux est l'un des symptômes les plus spectaculaires de ces déséquilibres.

Les motifs qui incitent à une épargne nette, et donc un excédent courant très important dans certaines économies émergentes, sont multiples. Quels sont les mécanismes sous-jacents qui font que cette épargne privée se retrouve dans les bilans des banques centrales ou

d'autres entités du secteur public ? Cette forme d'intermédiation publique de l'épargne dans les pays émergents résulte de l'interaction entre deux facteurs fondamentaux : des marchés de capitaux incomplets et des régimes de change non flexibles.

Au-delà des contraintes de crédit, une caractéristique essentielle des marchés de capitaux des économies émergentes est le manque d'actifs financiers domestiques, tels que des titres obligataires. Dès lors, une grande part de l'épargne se retrouve sous forme de dépôts bancaires.

L'autre facteur clé est, bien entendu, le régime de change. Dans de nombreuses économies émergentes, les excédents commerciaux ont pour contrepartie des entrées nettes en devises. Les réglementations du compte de capital imposent parfois des restitutions de ces revenus en devises mais surtout, dans un régime de change fixe ou d'ancrage du taux de change, la banque centrale rachète les devises cédées pour éviter une appréciation de la monnaie locale. Le régime s'appliquant au compte de capital et les contraintes financières des économies en développement conduisent ainsi la banque centrale à « emprunter » auprès du secteur privé en contrepartie domestique de l'accumulation de réserves de change.

Les banques jouent naturellement un rôle central d'intermédiation dans ce mécanisme en collectant des dépôts au titre de l'épargne privée et en acquérant des titres destinés à stériliser les entrées de devises.

Les facteurs à l'origine de l'accumulation délibérée de réserves étaient à l'origine purement liés à des motifs d'assurance contre les crises de la part des pays émergents, dans le contexte de l'ancrage de nombreuses devises au dollar. Dans le sillage des crises financières de la fin des années 1990, qui avaient vu leurs réserves officielles s'épuiser rapidement, ces pays ont rapidement reconstitué leurs avoirs de réserve pour se prémunir contre de nouvelles attaques spéculatives et renforcer leur capacité à absorber les chocs induits par des interruptions brutales d'entrées de capitaux. Il est compréhensible que ces pays aient souhaité se protéger contre les conséquences macroéconomiques désastreuses de crises semblables à celle qu'ils venaient de traverser. Cette auto-assurance visait également à limiter, à l'avenir, la nécessité de recourir à un renflouement par la communauté internationale. Même pour les pays n'ayant pas directement souffert de la crise, ces motivations ont probablement joué un rôle éminent dans la perspective d'une éventuelle libéralisation du compte de capital qui était peut-être alors envisagée.

Jeanne et Rancière (2006) ont défini un cadre normatif visant à quantifier le niveau optimal de réserves de change permettant d'atténuer l'incidence d'une interruption brutale des entrées de capitaux. Leur modèle, qui repose sur des critères de bien-être économique, conclut que l'accumulation de ces réserves a été excessive dans certains pays

d'Asie depuis 1997-1998. Une approche standard suggère ainsi que le niveau des réserves de certains pays est excessif, si l'on s'en tient au motif d'auto-assurance contre les crises.

D'autres explications sont donc nécessaires.

En premier lieu, la crise asiatique avait probablement incité les économies émergentes à réévaluer le risque d'interruptions brutales des entrées de capitaux et l'ampleur des récessions qui peuvent en résulter. Quand règne un degré élevé d'incertitude, l'exercice d'appréciation d'un niveau optimal de réserves de change nous confronte au problème de la prise en compte d'événements catastrophiques. En d'autres termes, même si la probabilité d'une crise financière est très faible, ses conséquences éventuelles peuvent être si dramatiques que les pays émergents pourraient être fondés à accumuler des réserves très importantes.

Une deuxième justification, qui a également été mise en avant par la littérature académique, consistait à reconnaître que la probabilité d'une attaque spéculative pouvait être substantiellement réduite par l'existence d'un stock important de réserves.

Troisièmement, au-delà de la prévention des crises de change, les politiques d'accumulation de réserves ont été interprétées par certains observateurs (notamment Dooley, Folkerts-Landau et Garber, 2003 et 2007) comme faisant partie d'une stratégie de développement. Selon eux, les économies émergentes d'Asie suivraient des politiques de croissance tirées par les exportations en maintenant délibérément une sous-évaluation de leur taux de change, tout en finançant le déficit courant américain, les États-Unis étant l'un de leurs principaux débouchés. Ils supposent également que d'importantes réserves de change peuvent avoir été accumulées en « garantie » des investissements directs étrangers.

Enfin, dans une contribution récente, Obstfeld, Shambaugh et Taylor (2008) mettent en avant l'objectif de stabilité financière des banques centrales émergentes comme motif d'accumulation continue de réserves. Leur argument est que le risque de crise jumelle (bancaire et de change) a été considérablement accru dans ces économies par la combinaison de l'ancrage persistant du taux de change, du développement rapide du secteur bancaire des pays émergents et d'une inclination renouvelée en faveur de la libéralisation des flux de capitaux.

L'extension récente de la crise financière à de nombreuses économies émergentes justifie sans doute une telle préoccupation. Les économies les plus dotées en réserves paraissent, de fait, mieux à même de faire face aux difficultés.

Il n'en demeure pas moins que l'accumulation démesurée de réserves de change émergentes a constitué, pour une part, la contrepartie

comptable de la montée des déséquilibres dans certaines économies développées, aux États-Unis notamment.

De surcroît, cette accumulation présente des risques spécifiques pour la stabilité monétaire et financière internationale :

- le risque politique (évoqué par Aizenman, 2007) de voir l'accumulation des réserves exacerber la concurrence commerciale et accentuer les tensions régionales ;
- le risque macroéconomique lié aux difficultés de maîtrise des pressions inflationnistes dans les pays ancrés au dollar ;
- les risques microéconomiques (impact de marché) liés aux modalités de gestion de ces avoirs.

Monnaies ancrées et inflation

Si l'ancrage à une monnaie forte a pu être souvent recommandé comme stratégie de désinflation, il apparaît aujourd'hui qu'un ancrage inapproprié peut, à l'inverse, contribuer à alimenter des tensions inflationnistes. C'est le cas lorsqu'il aboutit à pérenniser une sous-évaluation par rapport à l'ancre et en termes effectifs. C'est aussi le cas quand l'importation d'une politique monétaire inadaptée aux conditions domestiques conduit à accumuler les déséquilibres.

226

L'accumulation excessive de réserves de change est en effet susceptible d'entraîner des déséquilibres financiers internes. Ces derniers peuvent résulter d'une stérilisation incomplète ou inefficace (Mohanty et Turner, 2006). Bien que théoriquement réalisables par l'émission de titres de la banque centrale, les stérilisations de grande envergure s'avèrent, en pratique, problématiques, tout particulièrement dans les économies émergentes qui ne disposent pas toujours de suffisamment d'instruments de marché pour leur mise en œuvre. Pour contrôler efficacement une expansion exubérante du crédit, ces économies ont souvent eu recours à un relèvement important du taux des réserves obligatoires ou même à des instruments réglementaires, comme le rationnement du crédit. Quand le crédit et les taux d'intérêt sont largement administrés, le coût budgétaire de la stérilisation peut être efficacement transféré au secteur bancaire, puis finalement répercuté sur la clientèle des banques et sur les actionnaires, mais cela ne supprime pas pour autant le coût d'opportunité de la stérilisation pour le secteur privé, ni les risques monétaires résultant d'une stérilisation incomplète. En réalité, dans les économies où l'accumulation massive de réserves de change nécessite leur stérilisation, il est très probable que l'efficacité de l'allocation du capital diminuera, en particulier s'il est nécessaire de recourir à des instruments réglementaires.

En outre, les pays ancrés au dollar ont souvent été amenés à adopter une politique monétaire adaptée pour les États-Unis, mais excessi-

vement accommodante pour des pays émergents. Il est difficile d'argumenter que la zone dollar constitue une zone monétaire optimale, tant les chocs auxquels peuvent être confrontés les États-Unis, d'une part, et les pays émergents dollarisés, d'autre part, sont de natures différentes.

Dollar, pétrole et fonds souverains

Avec le taux de change du dollar, le cours du pétrole est aujourd'hui l'un des prix d'actifs déterminants de la stabilité financière internationale. Leur volatilité respective et la nature de leur corrélation est l'une des clés de la compréhension des turbulences sur les marchés de change et d'actifs.

Longtemps, la relation empirique a été celle d'une corrélation positive entre dollar et pétrole. Sur la période récente, elle est toutefois devenue fortement négative. Comment comprendre la relation entre dollar et pétrole ? Coudert, Mignon et Penot (2007) fournissent d'utiles éléments d'analyse et notent en particulier que :

- à long terme, l'impact du prix du pétrole sur le taux de change du dollar dépend en principe de la part du pétrole dans les importations américaines, par rapport à la part des États-Unis dans les importations des pays producteurs ;
- à court terme, toutefois, le degré de préférence des pays exportateurs de pétrole pour les actifs financiers en dollars est déterminant.

Ceci conduit naturellement à la problématique d'investissement à long terme de produits de la rente pétrolière, qui a donné naissance aux fonds souverains. Plus récemment, ils ont aussi constitué un cadre de gestion des excédents de réserves de change accumulées en Asie du Sud-Est. Les motifs de leur mise en place sont variés. Mais les risques financiers liés aux modalités de gestion de ces avoirs soulèvent des problèmes communs.

À ce stade, les actifs gérés par les fonds souverains demeurent relativement peu importants au regard de la capitalisation totale des marchés d'actions et d'obligations. Ils restent très faibles par rapport aux actifs détenus par les grands gérants institutionnels. Toutefois, les actifs gérés par ces fonds sont concentrés dans un petit nombre d'entités souveraines. Leurs transactions peuvent donc être de montant élevé et, par conséquent, avoir potentiellement un impact sur les marchés. À l'occasion de plusieurs interventions publiques récentes, le gouverneur de la Banque de France a soulevé la question : dans quelles conditions la gestion publique d'actifs peut-elle aller de pair avec un fonctionnement ordonné des marchés financiers ? (Noyer, 2007a et 2007b).

De fait, une incidence sur les prix d'actifs n'est pas exclue, dès lors que les fonds d'investissement souverains détiennent des portefeuilles

dont le couple rendement/risque est plus élevé que dans le cas des fonds classiques de gestion des réserves de change. En particulier, l'incidence des placements effectués par les fonds d'investissement souverains sur certains marchés financiers étroits et non liquides pourrait être importante.

Les critères utilisés pour déterminer l'allocation stratégique des actifs dans un portefeuille souverain peuvent, du reste, ne pas trouver uniquement leur origine dans le souci de créer de la valeur, mais recouvrir également d'autres objectifs. Il peut être intrinsèquement difficile aux États de déconnecter leurs décisions de gestion d'actifs de leurs choix de politique économique.

Compte tenu des spécificités des portefeuilles souverains, il est donc légitime de s'interroger sur les défis posés par leur croissance à la communauté financière internationale. Certains ont déjà adopté ces bonnes pratiques. À la demande du G7, le FMI a, en outre, rendu publics les « Principes de Santiago » (IWG, 2008) qui fournissent un code de conduite volontaire pour ces acteurs majeurs. Dans le contexte de marché actuel, leur rôle a d'ailleurs été vu d'un œil plus favorable, notamment de la part d'établissements financiers qui les ont fait entrer dans leur capital. Néanmoins, le scénario d'une prise de contrôle de certaines entreprises nationales par des capitaux publics en provenance d'économies émergentes demeure politiquement problématique, notamment s'il se matérialise à l'occasion de conditions de marché qui peuvent être jugées largement déconnectées des fondamentaux.

228

MONNAIES DE RÉSERVE ET STABILITÉ FINANCIÈRE

La crise financière remet-elle en cause le statut du dollar ?

Si l'on s'en tient aux évolutions récentes du taux de change du dollar, il n'est pas manifeste que son statut international ait été remis en cause par la crise financière. Le dollar est, certes, passé par une phase de forte dépréciation en termes effectifs, à mesure que le scénario macroéconomique américain était révisé à la baisse début 2008. Mais la période d'intensification de la crise a, au contraire, été caractérisée par une forte réappréciation de la devise américaine. Le fait est que les turbulences financières bénéficient très généralement aux monnaies de réserve qui jouent alors pleinement leur rôle de valeur-refuge.

Outre l'appréciation de sa devise, une crise a généralement un deuxième effet sur l'économie d'un pays émetteur d'une monnaie de réserve : l'appréciation de ses titres obligataires d'État. La baisse des taux d'intérêt sur sa dette publique contribue alors de façon contracyclique à un assouplissement des conditions monétaires et financières de l'économie.

En revanche, lorsqu'une crise financière frappe directement un pays qui jusque-là disposait d'une monnaie internationale, il est légitime de s'interroger sur les conséquences pour la place de cette monnaie dans le système financier international.

Dès lors que la crise financière actuelle a trouvé son origine dans la défaillance d'emprunteurs, puis d'établissements financiers américains, l'impact négatif sur le statut international du dollar est susceptible de se manifester au travers de trois mécanismes :

- la remise en cause de la présomption de liquidité des titres de dette émis en dollars ;
- l'accroissement très sensible de l'endettement public américain ;
- les risques sur la détention d'actifs de réserve en dollars.

Le premier mécanisme est sans doute d'ores et déjà à l'œuvre pour les titres non gouvernementaux. Aujourd'hui, le financement du déficit extérieur américain par les banques centrales étrangères semble s'être sensiblement recentré sur les titres du Trésor, au détriment des instruments présentant le moindre risque de crédit. La question est de savoir si ce phénomène n'est qu'une manifestation temporaire des difficultés de refinancement que rencontrent la plupart des émetteurs non souverains, ou bien s'il s'agit là d'un changement de perception durable, susceptible de modifier structurellement les conditions d'endettement extérieur des États-Unis.

229

Le deuxième mécanisme est la résultante des décisions prises par les autorités budgétaires américaines, au travers des mesures de stimulation conjoncturelle, d'une part, et d'injection de capitaux publics dans le secteur financier, d'autre part. Le contribuable américain ne sera pas nécessairement perdant, dès lors que ces mesures contribuent à remettre l'économie des États-Unis sur un sentier de moyen terme plus favorable. Mais le fait est qu'elles se traduiront, dans l'immédiat, par un relèvement de plusieurs points de PIB de la dette publique américaine.

Quel peut en être l'impact sur la prime de liquidité dont bénéficient les bons du Trésor américain ? Selon Krishnamurthy et Vissing-Jorgensen (2007), le *convenience yield* des titres du Trésor est d'autant plus important que le stock de dettes est faible. Ils estiment qu'une augmentation de 1 point de pourcentage du ratio dette/PIB américain à partir de son niveau actuel se traduirait par une hausse de plusieurs points de base des taux d'État à long terme. Compte tenu du fait que ces effets ne sont pas nécessairement linéaires, l'impact cumulé sur le rendement des titres américains pourrait ne pas être indifférent.

Le troisième mécanisme serait celui d'une évolution de la composition par devise des réserves de change mondiales au détriment du dollar. Des ajustements de portefeuilles sont toujours possibles, dans

le cadre d'une gestion fine du profil rendement/risque optimal (Beck et Rahbari, 2008). Un scénario de réallocation massive reste toutefois extrêmement douteux, dans la mesure où il irait à l'encontre de l'intérêt patrimonial des grands détenteurs de réserves.

Sur le plan théorique, néanmoins, les conséquences potentielles d'une perte de statut de monnaie de réserve du dollar méritent d'être étudiées. Dans un modèle simple, Canzoneri et *al.* (2008) montrent que la liquidation, par les banques centrales, des actifs en dollars accumulés depuis cinq ans aurait un impact dramatique sur les États-Unis, du fait du transfert de richesse associé à la fin du « privilège exorbitant » : la consommation dans le pays émetteur de la devise internationale chuterait de 1 %, et ce, de manière persistante. Les autorités monétaires internationales sont conscientes de ce risque, ce qui rend le scénario d'autant moins vraisemblable.

Les déterminants du rôle international de certaines monnaies sont bien connus. Ils ont été rappelés notamment par Bini Smaghi (2008) à l'occasion de la conférence du Peterson Institute consacrée à cette question : la taille des économies, aussi bien que les conditions politiques et institutionnelles y jouent un rôle prééminent. Par conséquent, les évolutions ne peuvent être que très progressives, à moins d'événements politiques extraordinaires. L'inertie joue d'autant plus en faveur de la monnaie dominante que celle-ci bénéficie d'effets de réseau très puissant, du fait du caractère généralisé de son usage.

L'analyse de cette question par les modèles de *search* monétaire montre d'ailleurs que l'émergence d'une monnaie internationale est un phénomène sujet à des équilibres multiples. Il n'y a toutefois pas d'obstacle théorique à la coexistence de plusieurs monnaies de référence. L'équilibre à deux monnaies, par exemple, est théoriquement possible sous une condition de taille suffisante des économies émettrices (Matsuyama, Kiyotaki et Matsui, 1993).

Historiquement d'ailleurs, la contestation par le dollar du rôle dominant de la livre sterling a donné lieu à une coexistence de deux monnaies de réserve et à des aller-retour dans la prédominance de l'une ou l'autre (Eichengreen et Flandreau, 2008).

À terme, une éventuelle transition vers un équilibre dans lequel plusieurs monnaies joueraient un rôle international comparable sera déterminée par la croissance relative des grandes économies régionales et par la convergence de la qualité de leurs systèmes financiers. La question qui doit être posée dans cette perspective est la suivante : un monde à plusieurs monnaies de référence serait-il moins sujet à des épisodes d'instabilité financière ?

Les travaux de Canzoneri et *al.* (2008) montrent que des chocs qui trouvent leur origine dans le pays émetteur de la monnaie internationale

ont des effets plus importants, tant dans ce pays qu'à l'étranger, que les chocs que connaissent les autres pays. Il s'agit notamment d'effets de portefeuilles : des changements dans l'offre et la valorisation des actifs émis dans la monnaie de réserve. Les pays qui émettent des monnaies internationales peuvent donc être à l'origine d'une plus grande instabilité. Les politiques monétaires et budgétaires de ces pays ont un impact plus important à l'étranger.

Dans une économie mondiale où plusieurs grandes zones émettraient des monnaies internationales, il est possible que l'impact global des chocs trouvant leur origine dans chaque zone se trouve atténué, tant pour chacun des « centres » que pour la « périphérie ». Ceci dépendra largement du degré de synchronisation des cycles macroéconomiques internationaux, et l'on sait que la mondialisation a des effets ambivalents à cet égard.

Il n'est pas certain qu'un système monétaire international multipolaire soit nécessairement plus stable. Mais il impliquerait à coup sûr une responsabilité collective des grandes zones d'émission de monnaies de réserve internationale dans la stabilité financière globale. C'est l'un des enjeux des réflexions qui s'engagent pour un « nouveau Bretton Woods ».

BIBLIOGRAPHIE

- AIZENMAN J. (2007), « Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture », *NBER Working Paper*, n° 13277, juillet.
- BACLET A. et VIDON E. (2008), « Liquid Assets, Liquidity Constraints and Global Imbalances », *Banque de France Financial Stability Review*, n° 11, février, pp. 111-122.
- BECK R. et RAHBARI E. (2008), « Optimal Reserve Composition in the Presence of Sudden Stops : the Euro and the Dollar as Safe Haven Currencies », *ECB Working Paper*, n° 916, juillet.
- BINI SMAGHI L. (2008), « The Internationalization of Currencies - A Central Banking Perspective », discours à la conférence « The Euro at 10 : the Next Global Currency », 10 octobre.
- BLANCHARD O. (2007), « Current Account Deficits in Rich Countries », *NBER Working Paper*, n° 12925, février.
- CABALLERO R. (2006), « On the Macroeconomics of Asset Shortages », *NBER Working Paper*, n° 12753, décembre.
- CABALLERO R., FAHRI E. et GOURINCHAS P.-O. (2006), « An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates », *NBER Working Paper*, n° 11996, février.
- CANZONERI M. et al. (2008), « The Macroeconomic Implications of a Key Currency », *NBER Working Paper*, n° 14242, août.
- CHINN M. et FRANKEL J. (2008), « The Euro May over the Next 15 Years Surpass the Dollar as the Leading International Currency », *NBER Working Paper*, n° 13909, avril.

- COUDERT V., MIGNON V. et PENOT A. (2007), « Oil Price and the Dollar », *Energy Studies Review*, vol. 15, n° 2, pp. 48-65.
- DOOLEY M., FOLKERTS-LANDAU D. et GARBER P. (2003), « An Essay on the Revived Bretton Woods System », *NBER Working Paper*, n° 9971, septembre.
- DOOLEY M., FOLKERTS-LANDAU D. et GARBER P. (2007), « The Two Crises of International Economics », *NBER Working Paper*, n° 13197, juin.
- DYNAN K. et KOHN D. (2007), « The Rise of US Household Indebtedness : Causes and Consequences », *FEDS Working Paper*, n° 37, août.
- EICHENGREEN B. et FLANDREAU M. (2008), « The Rise and Fall of the Dollar, or When Did the Dollar Replace Sterling as the Leading International Currency ? », *NBER Working Paper*, n° 14154, juillet.
- FORBES K. (2008), « Why Do Foreigners Invest in the United States ? », *NBER Working Paper*, n° 13908, avril.
- GOURINCHAS P.-O. et REY H. (2005), « From World Bank to World Venture Capitalist : US External Adjustment and the Exorbitant Privilege », *NBER Working Paper*, n° 11563, août.
- INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (IWG) (2008), *Santiago Principles*, disponible sur le site : www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf
- JEANNE O. et RANCIÈRE R. (2006), « The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries : Formulas and Applications », *IMF Working Paper*, n° 06/229, octobre .
- KRISHNAMURTHY A. et VISSING-JORGENSEN A. (2007), « The Demand for Treasury Debt », *NBER Working Paper*, n° 12881, janvier.
- MATSUYAMA K., KIYOTAKI N. et MATSUI A. (1993), « Toward a Theory of International Currency », *Review of Economic Studies*, vol. 60, n° 2, avril, pp. 283-307.
- MENDOZA E., QUADRINI V. et RIOS-RULL J. V. (2007), « Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances », *CEPR Discussion Paper*, n° 6149, mars.
- 232 MOHANTY M. et TURNER P. (2006), « Foreign Exchange Reserve Accumulation in Emerging Markets : What Are the Domestic Implications ? », *BIS Quarterly Review*, septembre.
- NOYER C. (2007a), « Réflexions sur la stabilité financière internationale », discours à la Société d'économie politique, 18 décembre.
- NOYER C. (2007b), « Foreign Reserve Accumulation : some Systemic Implications », discours au Salzburg Global Seminar, 1^{er} octobre.
- OBSTFELD M., SHAMBAUGH J. et TAYLOR A. (2008), « Financial Stability, the Trilemma and International Reserves », *CEPR Discussion Paper*, n° 6693, février.
- RAJAN R. (2006), « Is There a Global Shortage of Fixed Assets ? », discours au G30 de New York, FMI, 1^{er} décembre.