

CONTROLLER LA LIQUIDITE GLOBALE
DANS UN SYSTÈME MONETAIRE INTERNATIONAL
MULTIDEVISES

André ICARD

Introduction

- Internationaliser l'Euro contribue à accentuer l'évolution vers un SMI multidevises
- Depuis 2015, les financements en Euros des non banques non résidentes ont cru plus vite que ceux en dollar (Ph Turner)
- Ils représentent maintenant un tiers environ de ceux libellés en monnaie américaine
- La même proportion est constatée pour les monnaies de réserves (21%/58%)
- L'internationalisation de l'Euro est donc engagée, même si elle doit se poursuivre
- Dans des conditions opaques, la Chine fournit aussi des financements aux pays engagés dans le programme des « Routes de la Soie » et en cas de défaut de paiement organise des plans de soutien coûteux hors du « Club de Paris » (240 Mds de \$ de facilités de secours depuis 2000) (1)

1) Comment concilier un SMI multipolaire avec des échanges globalisés?

- L'évolution vers un SMI multidevises est bien engagé; elle ne pourra que se poursuivre, compte tenu des tendances au déclin du multilatéralisme.
- Mais la globalisation n'a pas implosé, même si on observe une tendance à la régionalisation des échanges.
- `Comment concilier un SMI multipolaire avec des structures économiques interconnectées globalement?
- Des conditions monétaires adéquates au niveau individuel des grandes économies peuvent se traduire par des déséquilibres au niveau mondial.
- Les mandats des banques centrales visent uniquement les objectifs internes.
- Un suivi de la liquidité globale pouvant déboucher sur des décisions concernées est donc stratégique

2) La liquidité globale, un concept récent encore largement inexploré

- Définition difficile: acceptabilité des actifs, confiance dans les contreparties.
- Les facteurs psychologiques jouent un rôle important.
- Un prêteur en dernier ressort crédible renforce la confiance.
- La théorie économique est d'un faible recours pour appréhender le concept de liquidité globale.
- Aucun problème de liquidité globale jusqu'au premier choc pétrolier.
- Puis croissance rapide des activités financières internationales émaillées de crises périodiques de plus en plus fortes touchant surtout les pays émergents.

3) Liquidité et crise des marchés émergents

- Le plus souvent, problème de structure par échéances de la dette.
- Mais durant les premières crises « Amérique latine 1982) problèmes macroéconomiques dominants.
- Lors des crises les plus récentes les politiques macroéconomiques étaient souvent adaptées mais inadéquation des échéances de la dette.
- Crise coréenne: 100 Mds de dettes privées en \$ à moins d'un an d'échéance.
- Des problèmes de liquidité ont été plus ou moins présents lors des crises des pays émergents mais cantonnés au niveau national ou régional
- La crise de 2007-2008 a été la première au caractère global indiscutable, crise profonde de liquidités à travers le monde. (4)

4) La crise de 2007-2008 et la prise de conscience de l'importance du concept de liquidité globale (1)

- Grave crise de confiance au sein du système bancaire mondial après l'épisode des subprimes et surtout la faillite de Lehman Brothers
- Arrêt des flux internationaux de capitaux, gel des prêts interbancaires, assèchement des ressources en dollars des banques non américaines.
- La ligne de partage entre risque de liquidité et risque de crédit devenue incertaine.
- Les mouvements mondiaux de capitaux qui représentaient 20% du PIB mondial avant la crise sont tombés à 2% au plus fort de celle-ci.
- Intenses blocages des marchés interbancaires en monnaie nationale que les banques centrales ont eu bien du mal à résoudre.

./.

(5)

4) La crise de 2007-2008 et la prise de conscience de l'importance du concept de liquidité globale (2)

- Les difficultés se sont poursuivies jusqu'en Décembre 2008 et la mise en place de 600 Mds de \$ de swaps entre la FED et 14 autres banques centrales en vue d'alimenter en\$ les banques internationales non américaines.
- Emission de près de 183 Mds de DTS en Aout 2009.
- La pratique des swaps entre banques centrales s'est depuis renforcée
- L'Initiative du Palais Royal (IPR) a proposé en 2011un plan de profondes réformes du SMI et a consacré un des six chapitres de son rapport à la liquidité globale.
- Concept mal défini, faute d'un appareil statistique et analytique adéquat.
- Appelle le FMI et la BRI à un effort structurant dans ces domaines et suggère aux autorités monétaires et prudentielles à une coopération étroite sur le sujet (6)

5) Il reste encore beaucoup de chemin à parcourir

- Après l'appel de l'IPR, Groupe de travail à la BRI sous la présidence de J.P. Landau.
- Fixe les bases du système statistique, complété depuis.
- Plusieurs publications de la BRI mais il reste beaucoup de chemin à parcourir.
- Peu d'intérêt des milieux économiques comme des instances décisionnelles.
Seule la BRI a réagi
- L'éclatement du SMI en plusieurs blocs impose un sursaut.
- Mettre à profit le fait que les évolutions structurelles sont lentes

6) La liquidité globale: une responsabilité partagée (1)

- Rôle essentiel des banques centrales : Les conditions monétaires conditionnent la liquidité, action sur le crédit, sans qu'il soit possible de faire le partage entre les composantes nationale et internationale de ces effets.
- Problème des mandats des banques centrales.
- Rôle essentiel de prêteur en dernier ressort pour assurer la liquidité internationale au moyen de swaps entre banques centrales mais compatibilité incertaine avec les mandats. La FED a eu des réactions décisives mais risque de critiques du Congrès
- Avant de lancer un programme ambitieux d'internationalisation des opérations en Euros, il conviendrait que la BCE clarifie ses marges de manœuvre à cet égard.

6) Gérer la liquidité globale: une responsabilité partagée (2)

- Les Trésoreries et les instances réglementaires jouent aussi un rôle important.
- Trésoreries: les décisions dans les domaines budgétaire et de balance des paiements conditionnent le volume des titres à long terme offerts aux investisseurs; les structures financières dépendent de décisions législatives; définition du régime de change; maître d'œuvre dans les accords internationaux constitutifs du SMI.
- Autorités prudentielles et réglementaires agissent sur la capacité de prêts par les ratios de capital et de liquidité, influencent le rôle l'intermédiaire entre marchés nationaux et internationaux.
- Banques centrales, Trésoreries, Autorités de réglementation exercent chacune une influence sur la liquidité globale mais aucune ne peut en assurer seule le réglage. Nécessité d'une coopération aux niveaux national et international. (9)

7) Les propositions de RTI: Tirer le meilleur part des institutions en place.

- L'IPR a fait clairement ressortir l'importance d'assurer un réglage adéquat de la liquidité globale; quelques années plus tard, groupe de travail de RTI.
- Le recul rapide du multilatéralisme rend impossible l'espoir à horizon prévisible d'une réforme fondamentale du SMI
- Force est de tirer le meilleur parti des institutions en place
- Analyses périodiques et propositions du FSB, transmises pour considération et décisions s'il y a lieu au Comité des Ministres et Gouverneurs du G20, assorties des commentaires éventuels du FMI et de la BRI. Publication des documents correspondants.
- Aucun aménagement institutionnel ne serait nécessaire, simple nouvel alinéa sur les ordres du jour, application immédiate possible.

Conclusion

- L'internationalisation plus marquée des opérations en Euros accentuerait l'évolution vers un SMI multidevises.
- Nécessité de prévoir sans tarder les structures permettant un fonctionnement adéquat d'un tel système
- Le suivi et la maîtrise de la liquidité globale constitue un préalable aux initiatives envisagées.
- Un autre outil éminemment souhaitable dans le cadre d'un SMI multidevises pour éviter la volatilité des rendements et réduire les coûts serait de mettre à la disposition des marchés une référence fondée sur un panier de monnaie. Les DTS constitueraient un instrument adéquat, RTI a fait des propositions à ce sujet.