

# Gérer la liquidité globale : un impératif de stabilité financière

André Icard

Dans le contexte actuel de marchés internationaux de capitaux hyper développés et innovants, d'instruments de marchés à la sophistication croissante s'inscrivant de plus en plus souvent en substitut aux produits intermédiés, d'institutions financières non bancaires peu contraintes et peu transparentes venant en concurrence avec les établissements réglementés, le concept de liquidité globale s'avère difficile à définir : un actif est liquide tant qu'un consensus existe parmi les opérateurs quant à son acceptabilité, un marché interbancaire est liquide tant que les opérateurs considèrent leurs contreparties comme solvables<sup>1</sup>. Mais les retournements peuvent être brutaux. Les facteurs psychologiques jouent donc un rôle essentiel ; en ce sens, on peut dire que la liquidité est un état de pensée fondé sur la confiance. L'existence d'un prêteur en dernier ressort crédible est un élément essentiel au maintien de cette confiance et une abondante littérature existe à ce propos, mais ce point particulier étant mis à part, il faut bien reconnaître que la théorie économique est d'un faible secours pour appréhender le concept de liquidité globale.

Pourtant, si l'on se reporte soixante-quinze ans en arrière, ce sujet était inscrit au cœur du débat qui a opposé Keynes à White à propos de la conception du système monétaire international de l'après-guerre. En proposant, en substitution à l'or, la création du *bancor* comme unité internationale de réserve et de compte, émise et calibrée par un organisme international ayant pratiquement un statut de banque centrale internationale, Keynes envisageait bien un mécanisme précis de gestion de la liquidité globale calqué sur celui d'une banque centrale nationale, en charge de la liquidité bancaire sur son territoire de compétence. Cette proposition ne fut pas retenue au profit du « plan White » conduisant à l'instauration du Gold

---

1 M. AGLIETTA, « The preponderance of the Financial cycle and the persistence of Financial fragilities in neo-liberal capitalism », présentation au groupe de travail RTI, site *RTI-Global liquidity*, 2019.

Exchange Standard : le dollar, et non le *bancor*, devenait le standard international, la Réserve fédérale américaine, et non une institution internationale, siégeait au centre du système et la liquidité globale se confondait avec celle du dollar. En dépit des débats suscités par le « dilemme de Triffin » dès la fin des années 1950 et la création du DTS par le FMI en 1969, qui en résulte, il faudra attendre la crise financière de 2007-2009 pour que la question de la liquidité globale revienne avec brutalité sur le devant de la scène, même si on peut déceler des signes avant-coureurs dans les crises répétées et de plus en plus profondes des dettes des pays émergents dans les années 1980-1990 (I). Depuis lors, même s'il en est rarement question, elle demeure un problème essentiel auquel les autorités monétaires internationales devraient porter une attention vigilante. Au vu des statistiques disponibles, pourtant encore parcellaires, on observe, en effet, la réapparition de vulnérabilités pouvant conduire à de nouvelles tensions qu'il serait imprudent de négliger (II). Ceci pose le problème délicat et urgent des procédures de surveillance et d'action à mettre en place au sein d'un système monétaire international (SMI) à ce jour inadapté à cette problématique (III).

## I. DE BRETTON WOODS À LA CRISE FINANCIÈRE : DE L'OUBLI AU RÉVEIL

Même affectée par les défauts profonds du système et même si, à la fin des années 1950, des craintes ont pu apparaître quant à un risque de « dollar gap », vite effacées par la montée en puissance du déficit extérieur américain, la gestion des liquidités internationales n'a pas posé de grand problème jusqu'au premier choc pétrolier de 1973. Jusqu'alors, les pays confrontés à des déficits de paiements courants avaient pu assurer le financement de ces derniers au moyen de transferts de capitaux officiels, d'aide internationale, d'investissements directs et de crédit à l'exportation. À partir de 1974, les banques internationales ont commencé à assurer à une échelle sans précédent le financement général des balances de paiements des pays importateurs de pétrole, en particulier des pays en développement non membres de l'OPEP. Ce fut le début d'une croissance exponentielle des activités financières internationales, émaillées depuis 1982 jusqu'au début du XXI<sup>e</sup> siècle de crises périodiques de plus en plus fortes touchant surtout les pays émergents.

On observera que parmi les causes souvent multiples de ces épisodes, apparaît toujours, mais de manière plus ou moins marquée, un problème de structure par échéances de la dette. Par exemple, les financements bancaires à l'origine de la crise latino-américaine de 1982 ont souvent pris la forme de crédits syndiqués à échéances rapprochées, ce qui permettait au prêteur un ajustement rapide aux variations de taux et un report sur le débiteur des risques liés à ces fluctuations. Certains

analystes avaient d'ailleurs attribué cette crise à des problèmes de liquidité plutôt que de solvabilité mais l'opinion majoritaire a surtout insisté sur l'importance des dettes accumulées et l'inadéquation des politiques macroéconomiques conduites<sup>2</sup>. Quoi qu'il en soit, les programmes de résolution de crises, celle de 1982 comme les suivantes, ont toujours comporté une restructuration des échéances de dettes et le maintien de financements adaptés durant la période d'ajustement, témoignant du souhait d'assurer une liquidité adéquate durant celle-ci. On peut aussi évoquer la question de la gestion de la liquidité durant les diverses phases de montée des difficultés : au cours de ces périodes, les créanciers hésitaient à s'engager à long terme, sauf à appliquer des taux d'intérêt très élevés ; en réaction, pour contourner la restriction quantitative ou une charge d'intérêts pénalisante, les débiteurs tendaient alors à s'engager dans des refinancements de plus en plus courts, conduisant à aggraver leurs problèmes de liquidité<sup>3</sup>. Lors des crises les plus récentes, l'asiatique en particulier, il est apparu aussi que les politiques macroéconomiques conduites étaient dans l'ensemble adéquates<sup>4</sup> et que les difficultés provenaient plutôt de problèmes d'inadéquation des échéances de la dette, ayant conduit à une crise de confiance auto entretenue<sup>5</sup>. Ce fut en particulier le cas pour la crise coréenne puisque la moitié des 100 milliards de dettes privées en dollar avait une maturité d'un an ou moins<sup>6</sup>.

Au total, on peut conclure que des problèmes de liquidité ont toujours été plus ou moins présents lors des nombreux épisodes de crises des pays émergents ; ils ont même été déterminants dans certains des cas les plus tardifs. Toutefois, leur caractéristique est d'être restés cantonnés au niveau national, ou régional, à la différence de la crise financière de 2007-2009, au caractère global indiscutable.

Déclenchée en 2007 par un effondrement du marché des *subprimes* américains aux conséquences déjà fortement dommageables pour les institutions financières américaines et européennes largement engagées sur ce marché, la crise a gravement affecté la liquidité du marché interbancaire américain à l'été 2008 avant de connaître peu après une extraordinaire accélération liée à la faillite de Lehman Brothers (15 septembre 2008). Cette faillite a provoqué une grave crise de confiance au sein du système bancaire mondial conduisant à un arrêt des flux internationaux de capitaux, un gel des prêts interbancaires et, tout particulièrement, à un

2 H. BOURGUINAT, « L'économie internationale d'endettement au tournant », dans H. BOURGUINAT et J. MISTRAL (dir.), *La crise de l'endettement International Acte II*, Economica, 1986.

3 A. ICARD, *Stabilité financière et banques centrales*, Economica, 2007, p. 18-29.

4 A. LAMFALUSSY, *Financial crises in emerging markets*, Yale University Press, 2000.

5 G. ORTIZ, « Recent Emerging markets crisis : What have we learned ? », Per Jacobson Lecture, 7 juill. 2002.

6 J. GRAVEREAU, « La crise Asiatique Rupture, rebond, émergence » dans J. GRAVEREAU et J. TRAUMAN, *Crises financières*, Economica, 2001.

assèchement des ressources en dollars des banques non américaines engagées dans les opérations internationales. La ligne de partage entre liquidité et risque de crédit est alors devenue incertaine : plus personne ne savait quels actifs étaient encore sains et quelles banques étaient encore solvables<sup>7</sup>. Partie des États-Unis, la crise a rapidement touché le secteur financier européen avant de s'étendre à l'ensemble du globe<sup>8</sup>. Sur l'ensemble des places financières, les marchés interbancaires en monnaie nationale ont connu d'intenses blocages que les banques centrales locales ont eu du mal à résoudre ; au niveau international, il faudra attendre la mise en place de près de 600 milliards de dollars de swaps entre la FED américaine et quatorze banques centrales étrangères, en décembre 2008, pour que l'approvisionnement en dollars des banques internationales non américaines soit assuré. Dans le même esprit, une allocation de près de 183 milliards de DTS sera proposée au G20 de Londres en avril 2009 et endossée formellement par le FMI en août 2009.

Tirant les leçons de la crise, l'initiative du Palais Royal (IPR), qui a réuni, fin 2010, dix-huit anciens ministres, gouverneurs et responsables d'institutions nationales et internationales, a proposé un plan de profondes réformes du système monétaire international et a consacré une des six sections de son rapport à la question de la liquidité globale<sup>9</sup>. Ce groupe a rappelé que les mouvements mondiaux de capitaux qui représentaient 20 % du PIB mondial avant la crise étaient tombés à 2 % à peine au plus fort de celle-ci. Il a aussi constaté que les causes et le déroulement de tels phénomènes aux conséquences majeures pour l'économie mondiale et pour la stabilité financière des différents pays restaient largement incompris, faute d'un appareil statistique et analytique adéquat. Il a appelé le FMI et la BRI à un effort structurant dans ces deux domaines et incité les banques centrales et les autorités responsables des politiques macroprudentielles des principaux pays à une coopération plus étroite afin de veiller à ce que les conditions de liquidité au plan mondial soient compatibles avec une stabilité systémique durable. Le groupe a aussi insisté sur le fait que des conditions monétaires adéquates au niveau individuel des différentes grandes économies peuvent se traduire, sous l'effet des flux de capitaux internationaux, par des excès ou des insuffisances de liquidités au niveau mondial.

L'appel ainsi lancé par l'IPR fut suivi à la BRI par l'instauration d'un groupe de travail présidé par M. Jean-Pierre Landau, sous-gouverneur de la Banque de France. Le rapport de ce groupe *Global Liquidity : concept, measurement and*

7 Y. ORITANI, *The Japanese central banking system compared with its European and American counterparts : a new institutional economic approach*, Springer, 2019.

8 A. SHENG, *From Asian to global financial crisis*, Cambridge, 2009.

9 J. BOORMAN et A. ICARD (dir.), *Reform of the international monetary system : The Palais Royal Initiative*, Sage Publications, 2011, p. 18-21.

*Policy implications*<sup>10</sup>, publié en novembre 2011 mit nettement l'accent sur l'importance quantitative des liquidités fournies au travers des marchés financiers internationaux par les flux de capitaux depuis les économies émettrices de monnaies internationales vers les pays emprunteurs. De ce fait, les statistiques établies par la BRI dans le prolongement de ces travaux font une distinction entre le compartiment des réserves officielles et celui relevant du secteur « privé »<sup>11</sup>. Ces statistiques ont été progressivement développées et améliorées, en particulier par l'incorporation des encours d'obligations internationales qui connaissent un développement rapide. Des lacunes subsistent cependant dans le domaine des encours portés par le secteur non bancaire et celui des échéances pour les encours autres qu'obligataires. Prolongeant les travaux du groupe Landau, la BRI a aussi publié bon nombre d'études théoriques sur la liquidité globale et les autorités de l'institution se sont souvent prononcées sur ce thème.

Le FMI a aussi produit des statistiques, établies toutefois sur une base différente de celles de la BRI. En dehors des inconvénients résultant de ce manque d'homogénéité, cette différence d'approches est riche d'enseignements dans une matière complexe et fluctuante et, dans les faits, les deux statistiques apparaissent souvent complémentaires. Il est regrettable toutefois que le FMI ait décidé de mettre un terme à la diffusion de ces données, qu'elle continue toutefois à produire. Il faut espérer que le FMI reviendra sur sa décision et qu'au terme d'une coopération accrue avec la BRI un appareil statistique unique, cohérent et plus complet qu'aujourd'hui pourra voir le jour, comme l'avait souhaité l'IPR. Depuis 2011, date de la publication du rapport Landau, des progrès ont certes été accomplis en vue d'une meilleure connaissance statistique et analytique de la liquidité globale mais il reste encore beaucoup de chemin à parcourir. À ce jour, on peut s'étonner du peu d'intérêt porté à ces questions par les milieux académiques et il faut surtout regretter que, seule ou presque au sein des milieux officiels, la BRI se soit exprimée sur le sujet et que jamais celui-ci n'ait été pris en considération au niveau des instances décisionnelles. Or les informations disponibles, même parcellaires, font ressortir clairement une montée préoccupante des vulnérabilités, appelant à une vigilance accrue.

10 Banque des règlements internationaux, J.-P. LANDAU (dir.), *Global liquidity: Concept, measurement and Policy implications*, CGFS papers, n° 45, nov. 2011.

11 Dans la suite de cette étude nous utiliserons le terme « liquidité privée » pour désigner le segment de liquidité globale résultant du fonctionnement des marchés mondiaux de capitaux, quantitativement de loin le plus important.

## II. LA MONTÉE RÉCENTE DES VULNÉRABILITÉS

Dans le prolongement du rapport de l'IPR, l'association Robert Triffin International (RTI) a mis en place un groupe de travail dont le rapport *Managing Global Liquidity as a Global Public Good*<sup>12</sup> a été rendu public en décembre 2019. Utilisant les statistiques de la BRI et bénéficiant de celles du FMI, non publiques, ce groupe a identifié un certain nombre de vulnérabilités résumées ci-après et a formulé des propositions, décrites succinctement en conclusion, en vue d'une prise en compte effective par les autorités internationales des questions liées à la liquidité globale.

La décennie qui s'est écoulée depuis la fin de la grande crise financière a été caractérisée pour le secteur financier international par deux mouvements concomitants : d'une part, des politiques monétaires extraordinairement accommodantes et, d'autre part, un resserrement marqué des réglementations bancaires. Avec des taux d'intérêt maintenus pendant des années à des niveaux proches de zéro, voire négatifs, et une augmentation très significative de la taille de leur bilan par rapport au PIB (de 2008 à 2019, ce ratio a été multiplié par près de trois pour la FED comme pour la BCE), les principales banques centrales mondiales ont créé une masse importante de liquidités. En même temps, les réglementations bancaires ont été fortement resserrées au niveau international ; en particulier les ratios de capital ont été nettement relevés et de nouveaux ratios de liquidité ont été introduits. Il en est résulté une extension rapide des activités financières du secteur non bancaire non astreint à ces réglementations : une étude de Mc Kinsey Global Institute (2018)<sup>13</sup> évalue à 135 trillions de dollars les actifs des institutions non bancaires tels que fonds mutuels, de pensions ou d'investissements, compagnie d'assurances ou *exchange trade funds*, ce montant excédant désormais celui des banques (127 trillions de dollars). L'intermédiation s'est également déplacée depuis les prêts bancaires vers les marchés financiers aux niveaux national et international. Ces évolutions sont certes insuffisamment prises en compte dans les statistiques globales disponibles, mais on en trouve une trace évidente dans les données de la BRI relatives au marché obligataire international. En tout état de cause, elles ont grandement changé la nature de la liquidité globale, créant de nouveaux risques et rendant plus incertaines les voies de l'ajustement en cas de crise car si les mesures d'urgence à prendre à l'égard du secteur financier réglementé sont bien référencées, celles relatives aux marchés financiers désintermédiés et au secteur non bancaire le sont beaucoup moins.

12 Robert Triffin International (RTI), B. SNOY, A. ICARD et P. TURNER (dir.), *Managing global liquidity as a global public good*, site RTI-Global liquidity, 2019.

13 Mc Kinsey Global Institute, *Banks in a changing world of financial intermediation*, nov. 2018.

De 2011 à 2019, les crédits en dollars aux non-banques à l'extérieur des États-Unis ont augmenté fortement, passant de 8 à 12 trillions ; sur la même période, la part des obligations dans ce total est passée de 43 % à 52 %, sous l'effet principalement des émissions du secteur privé des pays émergents. Dans le même temps, la qualité moyenne des débiteurs s'est dégradée, comme le montre une étude de l'OCDE<sup>14</sup> qui évalue à 54 % la proportion des obligations du secteur privé cotées BBB, et la maturité moyenne des titres s'est allongée, ce qui est logique en période de taux bas. Ces deux tendances accroissent les risques de crédit et de taux pris par les investisseurs. De plus en plus souvent ces titres sont détenus par des fonds qui les placent auprès du public et affichent des prix quotidiens, créant par là même une illusion de liquidité pour des produits qui n'ont pas cette qualité et sur lesquels les risques pris sont loin d'être négligeables.

Une autre source de risques résulte de l'usage grandissant des produits structurés. Les prêts à effet de levier à taux flottants, de qualité inférieure aux obligations classiques, excèdent maintenant de 2 trillions de dollars l'encours constaté en 2007 aux États-Unis et en Europe. Nombre d'investisseurs ont été attirés par ces produits par crainte d'une hausse soudaine des taux à long terme. Une bonne part de ces prêts sont titrisés dans des *collateralised loan obligations (CLO)* et cédés à des banques, fonds d'investissement ou compagnies d'assurances<sup>15</sup>. La connaissance statistique de ces opérations et l'évaluation des risques qui y sont attachés sont encore embryonnaires.

L'évolution future des taux longs est aussi un sujet d'inquiétude. Une étude conduite en 2018<sup>16</sup> par les principales banques centrales, sous l'égide de la BRI, évalue les conséquences de trois scénarios sur une période courant jusqu'en 2027 : dans l'hypothèse où les taux à dix ans sur les *Treasury Bonds* américains resteraient durablement bas (2,4 % en fin de période), les fonds d'investissement ou de pensions et les compagnies d'assurances seraient mis en grande difficulté ; dans l'hypothèse inverse où les taux s'élèveraient significativement à partir de 2022 (6,2 % en 2027) les banques seraient fortement affectées par des pertes sur leurs investissements et par des coûts de financement accrus. Au total, seul un scénario de remontée graduelle des taux longs sur l'ensemble de la période permettrait un ajustement progressif par des réallocations échelonnées de portefeuille et une réévaluation du coût du risque de crédit. Les banques centrales seront-elles à même de conduire les taux sur cette voie prudente ?

<sup>14</sup> OCDE, *Economic Outlook*, mai 2019.

<sup>15</sup> H. TRAN, « New risks to global Financial stability », note préparée pour le groupe de travail RTI, site RTI-Global liquidity, 2019.

<sup>16</sup> Banque des règlements internationaux, U. BINDSEIL et S. KAMIN (dir.), *Financial stability implications of a prolonged period of low interest rates*, CGFS Papers, n° 61, juill. 2018.

Le développement des opérations financières en dollars hors des États-Unis pose aussi question. Les encours d'obligations en dollars émises par des non-banques non américaines, spécialement dans les pays émergents, ont triplé depuis 2010 et les dettes en dollars des non-banques hors du territoire américain, rapportées au PIB mondial, présentent un ratio de 14 %, contre 10 % en 2007. Pour leur part, les engagements en dollars des banques non américaines dépassent maintenant ceux des banques américaines elles-mêmes. De plus, une étude conduite par le FMI, publiée en octobre 2019 dans le *Global Financial Stability Report*<sup>17</sup> fait ressortir qu'ils sont loin d'atteindre le montant total des actifs libellés dans cette même devise : utilisant un échantillon regroupant un encours de passif en dollars de 11 trillions, l'étude fait ressortir que les mêmes établissements cumulaient des actifs en devise américaine de 12,4 trillions, laissant apparaître une impasse en dollars de 1,4 trillion, soit 11 % du montant des actifs et environ le double en montant de celui constaté en 2010.

Ces quelques chiffres illustrent l'étendue des responsabilités de la FED américaine en vue du maintien d'une liquidité adéquate en dollars pour des opérations délocalisées ou pour des opérateurs étrangers. Or il faut prendre en compte que les pouvoirs de prêteur en dernier ressort de la FED auprès des banques résidentes ont été restreints par les réformes mises en place après la crise de 2007-2009<sup>18</sup>. Pour ce qui est de la liquidité en dollars des banques non américaines, les accords permanents de swaps qui ont été passés entre la FED et cinq autres banques centrales (BCE, BNS, banques d'Angleterre, du Japon et du Canada), offrent en principe une bonne protection, bien qu'ils ne soient pas automatiques. Il faut tenir compte, toutefois, de ce que la fourniture de dollars aux banques centrales étrangères n'est guère populaire aux États-Unis et qu'elle a souvent provoqué des réactions défavorables au Congrès. Ceci nous conduit à examiner plus avant l'adéquation du « filet de sécurité » en regard des risques encourus.

Les indicateurs de la BRI permettent une comparaison commode entre l'encours des crédits internationaux, la liquidité « privée » et la taille des ressources devant permettre le maintien d'un niveau satisfaisant de liquidités en cas de crise. Au deuxième trimestre 2019, la composante « privée » de la liquidité globale ressortant des statistiques de la BRI s'élevait à 12 trillions de dollars. En regard de ce montant, la liquidité officielle comprenait les quotas du FMI (\$ 634 milliards), les capacités d'emprunts du FMI (662 milliards de dollars), les accords de swaps entre banques centrales, qui se sont élevés à 583Mds en 2008, et les accords régionaux (Chian Mai initiative [240 milliards de dollars] et Mécanisme de

<sup>17</sup> FMI, *Global Financial Stability Report*, oct. 2019.

<sup>18</sup> T. GEITHNER, « Are we safer? The case for strengthening the Bagehot arsenal », Per Jacobson Lecture, 8 oct. 2016.

Stabilité Européen [500 milliards de dollars]). La comparaison entre ces deux masses montre que les ressources officielles susceptibles d'être mobilisées en cas de crise ne représentent qu'environ un cinquième du montant des prêts et crédits internationaux si l'on tient compte de ce que les accords régionaux ne couvrent que les risques affectant un nombre limité de pays et ne sont pas des ressources globales. Certes, en cas de crise, les réserves officielles de change entreraient aussi en ligne de compte pour les pays qui les détiennent (celles possédées par les principaux pays émergents s'élèvent, or compris, à 5 trillions de dollars, dont deux tiers appartiennent à la Chine) mais ces avoirs peuvent difficilement être considérés comme étant disponibles pour la coopération internationale. La faible proportion de la liquidité officielle en regard des encours de crédits internationaux ne permet pas de garantir le maintien en toutes circonstances d'un niveau adéquat de liquidité globale ; compte tenu des vulnérabilités constatées, il devrait être urgemment procédé à un renforcement substantiel de ces ressources, or les mesures de ce type envisagées à ce jour par les autorités compétentes sont loin de combler le fossé.

Une gestion adaptée de la liquidité globale conditionne la sauvegarde d'une stabilité financière durable. Comment y procéder dans un monde affecté par un profond déclin de la coopération multilatérale ?

### III. GÉRER LA LIQUIDITÉ GLOBALE : UNE RESPONSABILITÉ PARTAGÉE

Il ne fait pas de doute que les politiques macroéconomiques suivies par les pays émettant les principales monnaies internationales sont à l'origine de la création de liquidités et du développement du crédit au niveau mondial. C'est en particulier le cas pour les États-Unis, compte tenu du rôle international du dollar. Ce l'est aussi, dans une moindre mesure, pour l'euro. La liquidité augmente quand la Banque centrale assouplit ses conditions monétaires ou quand le déficit budgétaire s'aggrave, accroissant l'offre de titres à long terme sur les marchés. Ces conditions se diffusent à l'étranger par les flux internationaux de capitaux, commandés par des facteurs multiples, en particulier réglementaires. Il en résulte qu'il peut exister un dangereux contraste entre des conditions de liquidité adéquates au niveau national et une liquidité globale inadaptée. Cette remarque est au cœur du « dilemme de Triffin ». On ne peut l'éviter qu'en changeant drastiquement l'organisation du système monétaire international ou, dans le cadre actuel de celui-ci, en renforçant considérablement la coopération internationale pour tendre vers une gestion collective de la liquidité globale, en faisant en sorte que les politiques nationales dans les domaines monétaire, budgétaire et réglementaire prennent en compte cet important facteur.

Les banques centrales influencent très largement les conditions dans lesquelles la liquidité globale « privée » est créée et conditionnent les taux d'intérêt qui y sont appliqués. Soit directement, soit au travers des marchés de capitaux, la politique monétaire influence le passif des bilans bancaires. Ceci s'applique bien évidemment aux établissements nationaux mais lorsque la monnaie a un statut international, la même politique monétaire influencera aussi les établissements étrangers engagés dans la même devise sur les marchés mondiaux. Dans ce cas, les décisions monétaires influenceront à la fois les marchés nationaux et internationaux. Une politique expansionniste facilitera le financement du crédit et donc sa croissance ; à l'inverse, une politique restrictive limitera la capacité d'extension des passifs bancaires et réduira l'offre de crédit sans qu'il soit possible de faire aisément le partage entre les composantes nationale et internationale de ces effets, sous l'influence des flux de capitaux. Une bonne maîtrise de la liquidité globale impliquerait donc que les banques centrales concernées prennent en compte dans leurs décisions l'impact que celles-ci peuvent avoir aux niveaux à la fois national et global.

Un tel changement d'approche se heurte toutefois au fait que les mandats des banques centrales définis par les législations sont exclusivement orientés vers des objectifs nationaux. Ceci limite inévitablement la capacité des instituts d'émission agissant seuls à prendre en compte des objectifs internationaux. Sauf à changer les lois, ce qui paraît difficile, la seule voie praticable dans l'environnement actuel serait de renforcer la coopération internationale et la communication au niveau national jusqu'au point où la prise en compte des objectifs globaux apparaîtrait clairement en conformité avec les intérêts nationaux. Cela impliquerait certes un degré de coopération nettement renforcé au niveau des banques centrales mais aussi à celui des gouvernements, ce qui n'est guère dans l'air du temps.

Au-delà de l'impact des politiques monétaires nationales, il faut aussi reconnaître que la gestion de la liquidité globale n'est pas exclusivement entre les mains des banques centrales : les Trésoreries et les instances réglementaires jouent aussi un rôle important.

Agissant pour le compte des gouvernements, les Trésoreries des grands pays influencent la liquidité globale par leurs décisions dans les domaines budgétaire, de politique économique interne et externe, de réglementation des changes et de contributions aux accords internationaux. Les déficits budgétaires et de balance courante, souvent jumeaux, définissent le niveau de la demande de financement et donc le volume des titres à long terme offerts aux investisseurs. Les changements dans l'offre de titres d'États à long terme, actifs généralement considérés comme les plus sûrs et les plus liquides, ont un effet direct sur la liquidité des marchés obligataires. Si la devise dans laquelle ils sont libellés a un statut international,

le volume et le fonctionnement des marchés mondiaux de capitaux s'en trouveront influencés.

Dans les pays emprunteurs, spécialement les émergents, les décisions en matière de politique des changes ou dans la gestion des positions nationales en devises modifient la demande de crédits internationaux ; il en va de même pour les contrôles de capitaux visant à protéger l'économie contre les flux entrants ou sortants non désirés.

Du côté de l'offre de capitaux, les structures financières dépendent largement de décisions législatives. Par exemple, un changement dans les conditions d'accès des agents économiques aux activités financières influencera le nombre et la nature des institutions à même d'intervenir sur les marchés ; des décisions de cet ordre permettraient sans doute une tutelle souhaitable des institutions financières non bancaires dont on a constaté précédemment les vulnérabilités que leurs activités pouvaient générer.

On observera enfin que les Trésoreries sont les maîtres d'œuvre dans les accords internationaux constitutifs du « filet de sécurité » dont nous avons déjà vu l'importance stratégique ; c'est tout particulièrement le cas en ce qui concerne la définition des moyens d'action du FMI. Les autorités prudentielles et de réglementation agissent aussi fortement sur le fonctionnement des institutions financières ; en visant leur capacité de prêts, elles peuvent influencer leur rôle d'intermédiaires entre les marchés nationaux de capitaux et le marché global.

Le ratio de capital a un effet majeur sur l'équilibre entre les actifs bancaires et le minimum de capital requis, limitant ainsi l'offre de crédit des agents financiers, en particulier vers les débiteurs les plus risqués. De même le ratio de levier encadrera l'offre de crédit en proportion des fonds propres et contribuera à la fois au contrôle de la taille et à la stabilité de la liquidité globale « privée » car les risques d'instabilité de celle-ci sont d'autant plus grands que l'effet de levier est largement pratiqué par les prêteurs.

Les autorités réglementaires peuvent aussi influencer directement l'offre de crédit par un ratio de liquidité. Le respect d'un minimum requis pour la détention d'actifs liquides de haute qualité, comme c'est obligatoire depuis 2018, réduit en proportion la capacité de prêts des institutions financières et donc l'offre de liquidité globale.

En vertu de ses articles, le FMI devrait avoir en théorie tous les moyens pour être l'autorité macroprudentielle globale. En pratique toutefois, sa capacité d'action, en particulier celle d'agir dans le réglage de la liquidité globale, se trouve entravée par ses principaux actionnaires et par le déclin du multilatéralisme. Par exemple, le FMI n'a pas un mandat suffisamment large pour surveiller les flux internationaux de capitaux et pour influencer les politiques nationales en matière de contrôle des

capitaux. De même la surveillance que le Fonds pourrait exercer sur les politiques de ses membres dans les domaines touchant à l'offre de liquidité globale ne peut s'exercer du fait des obstacles qui lui sont opposés pour exercer un droit de regard sur les décisions macroéconomiques des principaux pays. De même, nous l'avons vu, ses moyens d'action en cas de crise demeurent quantitativement limités en regard de la taille des marchés internationaux. En dépit de ses faiblesses, le FMI demeure néanmoins par ses statuts et son expertise un facteur incontournable de stabilité financière mondiale.

Ainsi, ne saurait-on prétendre que le réglage de la liquidité globale relève exclusivement des politiques monétaires des grands pays, avec le concours ou non du FMI. Certes les banques centrales jouent un rôle essentiel en la matière mais on ne saurait négliger celui assumé aussi par les Trésoreries et les autorités de réglementation. En fait si chacune de ces institutions exerce une influence sur la liquidité globale dans son segment officiel ou dans l'offre et la demande qui déterminent son segment « privé », aucune d'entre elles n'a la capacité d'en assurer seule le réglage. Un intense effort de coopération est donc nécessaire et l'organisation à mettre en place doit permettre d'impliquer chacune d'entre elles, dans le respect de leurs compétences respectives.

\*

Au cours de cette étude, nous avons constaté l'importance que revêt dans le fonctionnement de l'économie mondiale le concept de liquidité globale apparu dans toute son ampleur, pour la première fois depuis les accords de Bretton Woods, à l'occasion de la grande crise financière de la décennie passée. Nous avons vu aussi l'étendue des vulnérabilités révélées par l'étude des données statistiques disponibles, pourtant partielles. Enfin, il est apparu que le réglage de la liquidité globale devait passer par une instance de coopération associant les banques centrales, les Trésoreries et les autorités de réglementation.

Comment concilier l'urgence d'une prise en compte de ces problèmes par les autorités compétentes, suggérée avec force par les vulnérabilités constatées, avec la nécessité lourde de chercher un arrangement institutionnel adéquat ? La perspective d'une réforme fondamentale du système monétaire international, celle en particulier visant à instaurer une monnaie internationale gérée par le FMI sur le modèle de ce que Keynes avait envisagé, apparaît aujourd'hui hors d'atteinte, même si ce serait la meilleure option. L'IPR (2011) et d'autres propositions plus récentes<sup>19</sup> envisagent quant à elles une approche de coordination fondée sur un

<sup>19</sup> M. CAMDESSUS et A. SINGH, « Reforming the International Monetary System – A sequenced agenda », I, « The world in 2050, striving for a more just, prosperous, and harmonious global community », H. S. KOHLI (ed.), *Emerging Markets Forum*. Oxford university press, 2016.

renforcement du rôle du FMI, associée à une réforme profonde de sa gouvernance. De même on peut citer diverses publications plaçant pour un usage accru du DTS : en 2013, RTI a mis en place un groupe de travail dédié au rôle du DTS comme actif de réserve, moyen potentiel d'améliorer la gestion des liquidités globales et d'instaurer un véritable prêteur en dernier ressort international ; par la suite des suggestions dans le même domaine ont été formulées par André Icard<sup>20</sup>, John Williamson<sup>21</sup>, Jean-Claude Trichet<sup>22</sup> et Joseph Gagnon<sup>23</sup>. Ces diverses propositions – renforcement du FMI, rôle accru du DTS –, toutes fondées sur une coopération internationale renforcée, paraissent plus facilement envisageables qu'une réforme complète du système. Toutefois, le recul rapide du multilatéralisme dans les relations internationales actuelles rend impossible l'espoir d'une issue positive à temps pour contenir la montée des vulnérabilités. Force est donc de tirer le meilleur parti des institutions en place.

C'est l'orientation prise par le groupe de travail créé par RTI<sup>24</sup>, dont le rapport a été publié dans le même temps qu'était rédigé cet article. Outre une demande insistante pour qu'un effort soit entrepris en vue du développement d'un appareil statistique plus complet et plus cohérent sur la liquidité globale et une proposition de mener à bien des « stress tests » à partir des données collectées, le rapport propose une démarche mettant en jeu le Conseil de stabilité financière – CSF – (*Financial Stability Board*) et le Comité des ministres et gouverneurs du G20. À l'avance des réunions de ce comité, le CSF, serait chargé de rédiger un rapport, fondé sur les statistiques préalablement renforcées de la BRI, du FMI, et éventuellement de l'OCDE, faisant le point sur le niveau, la nature et l'évolution de la liquidité globale. Compte-tenu des risques recensés, des actions appropriées seraient suggérées. Le FMI et la BRI seraient ensuite appelés à compléter ce rapport de leurs propres commentaires et suggestions. L'ensemble serait enfin transmis au Comité des ministres et gouverneurs du G20 pour considération et décision s'il y a lieu, puis rendu public afin de stimuler un utile débat sur ce sujet, jusqu'ici trop souvent négligé.

Cette proposition, en tous points conforme aux préconisations de l'Eminent Persons Group on Global Financial Governance (EPG) présentées au G20 en octobre 2018, ne demanderait aucun aménagement institutionnel, simplement

20 A. ICARD, « Faire du DTS le principal actif de réserve internationale », *Revue d'économie financière*, n° 119, sept. 2015.

21 J. WILLIAMSON, *International monetary reform : a specific set of proposals*, Routledge, 2016.

22 J.-C. TRICHET, « Strengthening and deepening the International Financial Architecture », Banque de France G7 conférence « 75 years after Bretton Woods », juill. 2019.

23 J. GAGNON, « SDR bonds and SDR payment system would make the IMS more symmetric », dans *The international Economy, What to make of the dollar shortage*, Washington DC, été 2019.

24 Robert Triffin International – RTI, *Managing global liquidity as a global public good*, op. cit.

un alinéa de plus sur l'ordre du jour du G20 ; elle pourrait donc être d'application immédiate. Elle permettrait aussi de faire en sorte que la gestion de la liquidité globale soit pleinement reconnue comme un élément essentiel de stabilité financière et traitée comme telle par les décideurs et les analystes.

Décembre 2019