

Cultiver

LA COOPÉRATION FINANCIÈRE MONDIALE



La crise en cours montre l'urgence de renforcer l'architecture financière mondiale

Barry Eichengreen

La pandémie de COVID-19 est le pire des tests de résistance de l'économie mondiale, en particulier pour les pays émergents et les pays en développement. On avait espéré au début que le virus pourrait contourner les pays à faible revenu, qui ont moins de liaisons aériennes avec le reste du monde, ou qu'il pourrait être endigué dans les pays ayant une expérience des épidémies — en Afrique subsaharienne, par exemple. Ces espoirs ont été déçus. On sait aujourd'hui que le virus menace toute la planète. En outre, même lorsque les pays ont pu éviter une crise sanitaire de grande ampleur, les répercussions financières ont été très graves.

Cet impact financier a précédé l'arrivée physique de la COVID-19 dans les pays en développement. Entre février et avril, plus de 100 milliards de dollars de capitaux ont fui les pays émergents et préémergents, soit cinq fois plus que dans les trois premiers mois de la crise financière mondiale. La Banque mondiale prévoit une nouvelle baisse de 100 milliards de dollars des envois de fonds des travailleurs à l'étranger en 2020 (quatre fois plus que pendant la crise financière mondiale) et une chute du commerce mondial encore plus rapide qu'en 2009. Les cours des produits de base se sont effondrés dans le sillage de la récession mondiale, tandis que les monnaies des pays émergents et des pays en développement se sont dépréciées face au dollar.

L'ampleur de ce choc est sans précédent. Les gouvernements ont réagi par des mesures d'urgence en faveur des ménages et des entreprises. Les banques centrales des pays émergents ont abaissé les taux d'intérêt et, dans certains cas, ont entrepris d'acheter des titres. Grâce à ces mesures, les répercussions négatives sur les économies et les systèmes financiers ont été un peu moindres que ce qu'on anticipait initialement.

Pour les pays émergents, ces mesures étaient sans précédent, et elles étaient à l'opposé de celles qu'ils avaient été contraints de prendre lors des crises antérieures. Ce contraste était un signe des progrès réalisés en termes de marge de manœuvre budgétaire et de crédibilité de la lutte contre l'inflation. Les mesures déployées par les banques centrales des pays émergents ayant adopté un cadre formel de ciblage de l'inflation afin de renforcer leur crédibilité sont une indication : durant les cinq premiers mois de l'année 2020, ces banques centrales ont pu abaisser les taux d'intérêt de 40 à 50 points de base de plus que leurs homologues qui n'ont pas d'objectif d'inflation.

Il ne s'agit pas de nier les difficultés financières, mais la vague des défaillances sur prêt, d'effondrement des monnaies et d'écroulement des systèmes financiers que certains avaient prédite ne s'est pas produite. Tout au moins pas encore.

Domination du dollar

Certes, les pays émergents et les pays en développement ont évité le pire, mais ils n'ont pas échappé aux difficultés. Les répercussions financières de la COVID-19 ont mis en avant les défauts résiduels de l'architecture financière mondiale et souligné la nécessité de les corriger.

Pour commencer, la pandémie nous rappelle à quel point l'économie mondiale — et celle des pays émergents en particulier — dépend du dollar pour la liquidité internationale. Le marché interbancaire international, sur lequel les banques empruntent et prêtent les unes aux autres, fonctionne majoritairement en dollars. Le dollar intervient dans 85 % des opérations de change dans le monde. C'est de loin la première monnaie employée pour les facturations et les règlements commerciaux. Une fraction démesurée des obligations commercialisées et vendues aux investisseurs étrangers est libellée en dollars.

Les pays peuvent se protéger de brusques pénuries de liquidités, lorsque les banques refusent de prêter, en détenant des réserves en dollars. De nombreux États et banques centrales ont agi en ce sens ces dernières décennies, ce qui explique au moins en partie que la pénurie de dollars induite par la pandémie et les difficultés financières n'aient pas été plus graves.

Mais une explication plus importante de l'absence de perturbations liées à une pénurie de dollars est l'extraordinaire action de la Réserve fédérale américaine (Fed), qui s'est engouffrée dans la brèche avec des swaps en dollars et des facilités de rachat d'obligations du Trésor pour les banques centrales étrangères. La Fed a acheté un large éventail d'actifs à revenu fixe, inondant les marchés financiers de liquidités et ramenant les écarts de crédit aux niveaux d'avant la crise. Pour les investisseurs en quête de rendements plus élevés, il ne restait que les pays émergents, dont la dette était un des actifs à revenu fixe que la Fed n'achetait pas. Cela explique en grande partie le retour des capitaux dans les pays émergents après la période de tension initiale.

Si l'action énergique de la Fed a empêché la paralysie des marchés financiers mondiaux, elle a aussi pointé une ombre au tableau financier international.



La Fed n'a fourni des swaps qu'à certains pays et les critères de sélection n'étaient pas transparents. Et il n'est pas dit non plus que le conseil d'administration de la Fed sera toujours assez prévoyant pour agir de même lors d'une crise future.

Cela a amené certains observateurs à suggérer que la Fed, et peut-être aussi les banques centrales d'autres pays avancés, doit déléguer la décision de consentir des swaps à un arbitre impartial, tel que le FMI. Les banques centrales n'étant pas membres du FMI, ce sont les États qui devraient prendre cette décision — ce qui pose un problème. En effet, les États, surtout ceux dont la monnaie joue un rôle stratégique à l'échelle internationale, ne souhaitent pas céder le contrôle du bilan de leur banque centrale à la communauté internationale.

Rôle du FMI et de la Banque mondiale

Cette mention du FMI pointe une autre source de dollars pour les pays émergents et les pays en développement : les facilités de prêt du FMI. Le FMI a agi rapidement face à la pandémie pour créer la ligne de liquidité à court terme, une nouvelle facilité pour décaisser un soutien de liquidité, tout en renforçant l'accès aux facilités existantes, dont certaines permettent de prêter sans programme à part entière. Au premier semestre de 2020, il a reçu plus de 100 demandes de financement d'urgence.

La capacité de prêt totale du FMI est limitée à 1 000 milliards de dollars. Cette somme ne sera peut-être pas suffisante pour gérer toutes les conséquences de la pandémie et ce qui adviendra ensuite. La réduction des ressources du FMI a été évitée par une renégociation des accords d'emprunt multilatéraux et bilatéraux, y compris les nouveaux accords d'emprunt. Cependant, les efforts pour accroître ces ressources par une augmentation des quotes-parts n'ont pas donné de résultat. En outre, il n'y a pas eu l'accord requis d'une supermajorité de pays sur une nouvelle allocation de droits de tirage spéciaux (DTS), en dépit des appels généralisés de la communauté officielle et scientifique. La réforme de la gouvernance du FMI dans le contexte de la révision générale des quotes-parts et le renforcement du rôle international des DTS sont des questions posées de longue date. La crise de la COVID-19 nous rappelle que ces efforts sont incomplets et que le filet de sécurité financière mondiale s'en trouve fragilisé.

L'institution sœur du FMI, la Banque mondiale, pourrait désigner les obligations pandémie comme sa contribution à la résistance à la crise. En 2017, face à l'épidémie d'Ébola en Afrique de l'Ouest, la Banque mondiale, avec le soutien financier d'un ensemble de pays avancés donateurs, a émis des obligations à placer

auprès d'investisseurs privés assorties d'un mécanisme de versement en cas de pandémie. *A priori*, cet instrument semblait idéalement adapté pour fournir aux pays pauvres une assurance contre les chocs sanitaires.

Cela n'a pas été le cas. Il semble aujourd'hui que les obligations aient été trop sophistiquées, et leur documentation était si complexe que ni les investisseurs ni les États ne savaient ce qu'ils obtenaient. Les strictes conditions déclenchant les paiements n'ont été remplies que 132 jours après le début de l'épidémie et après plus de 2 millions de cas déclarés dans le monde. L'une des variables déclenchant le paiement était le nombre de cas recensés et déclarés au niveau national, or les pays pauvres étaient les moins capables de recenser et de déclarer les cas. Contrairement aux obligations catastrophe, qui prévoient un paiement en cas d'ouragan ou de tremblement de terre touchant un ou quelques pays, les obligations pandémie ont déclenché de nombreux paiements simultanés, parce que la pandémie de COVID-19 était mondiale. Conséquence, ceux qui avaient investi dans ces obligations ont perdu la totalité de leur mise.

La répugnance des pays en développement et des investisseurs à l'égard de cette structure est apparue cette année lorsque la Banque mondiale a abandonné le projet d'une nouvelle émission liée à la pandémie. L'idée d'une forme ou une autre d'assurance financière contre la pandémie est bonne, mais l'on n'a pas encore trouvé de structure satisfaisante.

Gérer la dette

Enfin se pose la difficulté du service de la dette lorsque les cours des produits de base et le commerce mondial se sont effondrés. Conscient de ces réalités, le FMI, en avril 2020, a accordé un allègement du service de la dette pour une durée initiale de six mois à 29 pays à faible revenu auxquels des prêts avaient été octroyés. En outre, la directrice générale, Kristalina Georgieva, a appelé les États ayant consenti des prêts bilatéraux aux pays à faible revenu et les créanciers du secteur privé à suspendre les remboursements. À la suite d'une réunion des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales, le Groupe des Vingt (G-20) a publié une déclaration, le « Plan d'action du G-20 », exprimant un soutien à ces idées.

Ces initiatives se sont toutefois heurtées à des problèmes d'action collective. Pour les créanciers bilatéraux officiels, il n'y avait pas de sens à suspendre les paiements si les autres États ne le faisaient pas eux aussi. Dans ce cas, le débiteur ne recevrait qu'une aide limitée, et les États qui acceptaient devraient payer la note.

Depuis les années 50, la communauté officielle gère cette question dans le cadre du Club de Paris, un groupe de pays créanciers initialement composé du

Groupe de Sept, dont le président est un fonctionnaire du Trésor français. Malheureusement, la Chine, qui est aujourd'hui le premier créancier de la dette bilatérale officielle des pays pauvres couverte par l'initiative du G-20, devant tous les autres pays créanciers réunis, n'en est pas membre. La Chine a accepté de suivre les conditions d'allègement de la dette du Club de Paris, mais on ne sait pas si cet engagement s'étend aux prêts consentis par les banques d'État et par les entreprises publiques. On ne sait même pas quelle somme les pays pauvres doivent au secteur officiel chinois. Toutes ces questions auraient été plus faciles à gérer si la Chine était membre à part entière du Club de Paris, mais elle ne l'est pas — un échec de plus de l'adaptation de l'architecture financière mondiale aux réalités du XXI^e siècle.

Dans le cas de la dette privée, la tâche consistant à fixer les conditions et à organiser les négociations a été confiée à l'Institut de la finance internationale (IIF), l'association des investisseurs institutionnels. En somme, cela revenait à lâcher le loup dans la bergerie. L'IIF a mis en garde les pays émergents contre le fait qu'une restructuration de leur dette pourrait compromettre leur accès au marché. Il a averti que les investisseurs institutionnels avaient une responsabilité vis-à-vis de leurs clients, non vis-à-vis des États ni de la communauté mondiale. Les efforts pour renégocier les obligations argentines ont été bloqués par les dispositions contractuelles contradictoires régissant les différentes émissions, reflet de l'absence de norme unique pour les clauses des contrats obligataires. Les avancées ont été ralenties par les obstacles dressés par les créanciers récalcitrants.

On n'avait pas l'impression que le mécanisme *ad hoc* en place avait la capacité de traiter un déluge d'affaires. L'absence de facilité internationale ou même de procédure standard pour gérer une vague de restructurations était flagrante.

L'ordre du jour

Alors, qu'avons-nous appris sur l'architecture financière dans le sillage de la pandémie de COVID-19 ? Celle-ci nous a rappelé que la résilience commence par le renforcement des institutions et des ressources internes. Les gouvernements qui disposaient d'une marge de manœuvre budgétaire ont pu la mettre à profit. Dans les pays où les anticipations d'inflation sont solidement ancrées, les banques centrales ont pu soutenir les marchés financiers et l'économie. Un nombre surprenant — à l'aune des crises passées — de pays émergents ont pu instaurer des mesures de soutien. Cette capacité témoinne de leur réussite à bâtir des institutions monétaires, budgétaires et financières plus robustes.

L'expérience à l'échelle internationale est moins encourageante. Les opérations financières internationales

restent basées sur le dollar. Il y a des raisons de penser que cela changera, mais rien ne permet de dire que cela changera rapidement. Alors que la demande de dollars est mondiale, l'offre reste nationale : elle dépend des politiques menées par la Fed. Il y a d'autres sources potentielles de dollars — à commencer par le FMI, qui pourrait élargir l'accès à travers ses programmes et facilités de prêt existants s'il avait davantage de ressources. Une nouvelle allocation de DTS est une autre possibilité. Malheureusement, il n'y a pas encore de consensus sur la manière de procéder.

Bien que la performance des obligations pandémie ait été décevante, l'idée d'utiliser des instruments financiers et les marchés pour s'assurer contre ces risques paraît sensée. Une conception rationalisée de ces instruments et un accroissement de la composante dons fournie par les donateurs pourraient renforcer leur at-

La crise nous a rappelé que la résilience commence par le renforcement des institutions et des ressources internes.

trait auprès des États comme des investisseurs. Reste à savoir si cela suffirait.

Enfin, il faut renforcer les dispositifs de gestion de la dette. La structure du Club de Paris doit être adaptée aux réalités du XXI^e siècle. Les institutions officielles doivent jouer un rôle plus important dans les négociations sur la restructuration de la dette privée. Elles peuvent fixer des règles pour ces renégociations. Elles peuvent encourager les organismes de réglementation à imposer le respect de ces normes aux investisseurs institutionnels. Les États et les organismes de réglementation peuvent exiger des dispositions dans les contrats de prêt (dites clauses d'agrégation unique) qui encouragent une restructuration rapide en cas de pandémie ou de crise mondiale d'un autre type. Ils peuvent interdire la négociation d'obligations qui ne comportent pas ces dispositions. Cette stratégie pourrait fonctionner. Dans le cas contraire, les appels à une approche plus autoritaire, impliquant une forme ou une autre de tribunal international de la faillite pour les émetteurs souverains, reviendront. **FD**

BARRY EICHENGREEN est professeur d'économie et de sciences politiques, titulaire de la chaire George C. Pardee et Helen N. Pardee à l'Université de Californie, Berkeley.