

## Vers une gouvernance monétaire et financière internationale sous l'égide des banques centrales ?



**André Cartapanis**

Professeur à Sciences Po Aix-en-Provence,  
Chercheur au GREDEG, UMR 6126, CNRS -  
Université de Nice Sophia Antipolis, et au CHERPA,  
EA 4261, Sciences Po Aix-en-Provence

*Cet article examine l'état de la gouvernance monétaire et financière internationale à partir des enseignements tirés de la crise et propose d'accorder un rôle accru aux banques centrales dans la coordination internationale des politiques de stabilité monétaire et financière..*

Mots clés: gouvernance économique internationale, stabilité monétaire, stabilité financière, banques centrales

Code JEL: E4, E5, F5

*This paper examines international monetary and financial governance based on lessons learned from the crisis and proposes to give a greater role for central banks in the international coordination of monetary and financial stability policies.*

### I - Où en est la gouvernance économique mondiale ?

Malgré la crise financière et les innombrables contagions qui ont amplifié son ampleur, malgré le degré élevé d'intégration internationale, la gouvernance économique mondiale reste encore un projet. Le G20 s'est avéré fort utile au plus fort de la crise, à l'automne 2008 et début 2009, en mobilisant tous les pays du G20 dans la mise en œuvre des politiques de sauvetage des banques et des stratégies de soutien de la demande. Egalement, en lançant plusieurs chantiers, en particulier celui des nouvelles régulations financières qui se concrétisera avec l'accord de *Bâle III*, adopté lors du Sommet de Séoul, en novembre 2010. Mais dans le même temps, du côté des gouvernements, les progrès enregistrés sur la voie d'une gouvernance macroéconomique mondiale sont bien plus ténus.

Prenons l'exemple de l'avant-dernier Sommet du G20, qui s'est tenu à Cannes en novembre 2011. On attendait de ce G20 qu'il apporte des réponses résolues face à l'aggravation de la

situation financière en Europe, depuis l'été 2011, et face au risque d'un très net ralentissement de l'économie mondiale que laissaient craindre toutes les prévisions officielles. Certes, dans le Communiqué final, on pouvait lire que *les pays développés s'engagent à adopter des politiques de nature à renforcer la confiance et à soutenir la croissance*. Mais cet engagement est resté lettre morte. Dans le domaine de la gouvernance mondiale, le Communiqué indiquait qu'en fonction de leur situation nationale, *les pays dont les finances publiques demeurent solides s'engagent à laisser fonctionner les mécanismes de stabilisation automatiques et à prendre des mesures discrétionnaires pour soutenir la demande intérieure si la situation économique devait s'aggraver fortement. Les pays affichant des excédents courants s'engagent à mettre en œuvre des réformes destinées à accroître la demande intérieure, associées à une plus grande flexibilité des taux de change*. Derrière cette position de principe figuraient implicitement deux pays : l'Allemagne, dont on attendait donc qu'elle mène une politique salariale et budgétaire plus accommodante ; et la Chine, appelée à laisser s'apprécier significativement son taux de change face au dollar ou à l'euro. Or, ces deux pays n'ont infléchi leurs politiques qu'à la marge et nul ne peut croire qu'ils s'attacheront, dans un avenir immédiat, à l'application de tels engagements, si contraires à leurs options de politique économique depuis une dizaine d'années.

Le Communiqué issu du dernier Sommet du G20, les 18 et 19 juin 2012, à Los Cabos, au Mexique, est dans le même ton : les pays européens feront tout leur possible pour *encourager les ajustements internes à la zone et pour promouvoir la demande et la croissance dans les pays excédentaires*. Autrement dit, l'Allemagne doit créer un choc de demande interne ! Quant à la Chine, elle s'engage à nouveau à libéraliser un peu plus son régime de change... C'est du déjà vu ! Au-delà des postures formelles figurant dans les communiqués du G20, le *statu quo* non coopératif l'emporte toujours du côté intergouvernemental malgré la récession en Europe, le ralentissement de la croissance mondiale, le maintien de très importants déséquilibres de balances des paiements courants et l'importance des distorsions de taux de change réels.

Le bilan est tout différent s'agissant des banques centrales. Ce sont principalement les banques centrales, mais aussi le *Conseil de stabilité financière*, la BRI et toutes les structures qui lui sont adossées, en particulier le *Comité de Bâle*, qui se sont trouvées au cœur de la gestion d'urgence et de la résolution des crises de liquidité, avant de définir les nouveaux standards prudentiels. Elles l'ont fait de façon bien plus discrète que les chefs d'Etats et de gouvernements siégeant au G20, mais avec une efficacité indiscutable, par exemple en activant à plusieurs occasions, pour des montants considérables, les *lignes de swaps* en dollars pour répondre aux crises de liquidité, notamment en Europe, ou encore en menant des politiques monétaires non-conventionnelles et en maintenant les taux directeurs à des niveaux très bas. Par leur rapidité d'action, par leurs échanges d'informations en temps continu, par la coordination de leurs interventions, les banques centrales ont évité l'implosion pure et simple du système financier mondial. Depuis, elles ont même regagné certains pouvoirs, à l'image de la Banque d'Angleterre qui a récupéré les fonctions de supervision qui lui avaient été soustraites au profit du FSA, ou de la *Fed* qui officie désormais dans la supervision des institutions bancaires systémiques. Quant à la BCE, les gouvernements de la zone euro s'approprient à lui confier la supervision bancaire en Europe et le mode de résolution des faillites bancaires. En ce sens, selon l'expression de Claudio Borio, *les banques centrales ne sont plus les mêmes*. Elles sont pleinement conscientes que le *principe de séparation*, distinguant de façon étanche l'objectif de stabilité monétaire et l'impératif de stabilité financière, est caduc. Mais elles ne pourront pas échapper à une coordination internationale beaucoup plus approfondie de leurs politiques afin de juguler *ex ante* les fragilités financières.

Pourquoi, alors, ne pas faire des banques centrales le cœur de la gouvernance monétaire et financière internationale ? Référons-nous aux grands modèles de gouvernance mondiale proposés dès 2002 dans un rapport du *Conseil d'analyse économique*. Si l'on exclut l'*autorégulation privée* dont les insuffisances sont patentées aux yeux de tous depuis la crise financière, si l'on écarte également le *gouvernement mondial*, dénué de tout réalisme, et si l'on relève les insuffisances, malgré le renouveau du G20, à l'automne 2008, de la *coopération institutionnalisée des gouvernements*, soit sous une forme discrétionnaire, soit au sein d'une institution internationale comme le FMI, alors c'est la solution d'une *mise en réseau d'autorités indépendantes* qui a le plus de chances d'émerger, tout particulièrement en matière de stabilité financière, et cela concerne évidemment les banques centrales. Telle est la problématique envisagée dans cet article.

Mais revenons au préalable sur la configuration actuelle de l'économie mondiale au regard des règles monétaires et financières de nature à coordonner le jeu des marchés et les politiques économiques que mènent les Etats.

## II - Un système monétaire international introuvable...

Depuis l'effondrement du système de *Bretton Woods*, au début des années 1970, la reconstruction du système monétaire international s'apparente à un agenda permanent, sans avancée significative. Dernière en date, l'initiative française d'inscrire la réforme du système monétaire international à l'ordre du jour du G20, lors du Sommet de Cannes, en novembre 2011, a fait long feu et l'on se trouve dans un régime monétaire international hybride et complexe, difficile à caractériser au regard des standards théoriques, on va le voir. Pour autant, cette configuration, depuis 40 ans, n'a pas conduit à un chaos monétaire provoquant une décomposition de l'économie mondiale et un repli des économies nationales sur elles-mêmes, comme on avait pu le voir dans les années 1930. Bien au contraire, l'intégration financière internationale s'est fortement étendue et l'on a même pu parler, dans les années 2000, jusqu'à la crise, d'une *grande modération*, associant maîtrise de l'inflation et croissance élevée, surtout parmi les pays émergents. Mais cela s'est accompagné de crises à répétition, monétaires ou financières, tant parmi les pays émergents qu'en ce qui concerne les économies les plus développées. On peut même considérer que la crise financière systémique qui démarre en 2007-2008 aux Etats-Unis, si elle a obéi à de multiples facteurs internes liés aux innovations financières et à une situation de surendettement généralisé, a été facilitée, si ce n'est engendrée, par l'excès de liquidités internationales et la faiblesse des taux longs induits par les déséquilibres globaux, les distorsions de taux de change, l'ampleur des mouvements internationaux de capitaux, autant de phénomènes rendus possibles par l'absence de règles d'ajustement sur le plan international.

Mais de quoi parle-t-on, au juste, sous le vocable de système monétaire international ? Il s'agit de l'ensemble des règles ou des procédures, des institutions et des politiques qu'acceptent les Etats-Nations dans le domaine des relations monétaires et financières internationales. Car la multiplicité des espaces monétaires crée des externalités et pose la question des modalités de l'action collective des Etats dès lors que nombre de paramètres macroéconomiques, les taux de change ou les mouvements internationaux de capitaux par exemple, concernent deux Etats-Nations, au moins. Cela recouvre donc différents volets : le régime de change et le type d'ancrage des monnaies nationales ; les règles de convertibilité des monnaies et la liberté plus ou moins étendue de les échanger contre d'autres devises, pour des motivations commerciales ou financières, ce qui recouvre la question du contrôle éventuel des mouvements de capitaux ; le choix d'une ou de plusieurs monnaies internationales et les conditions d'émission et de régulation de la liquidité internationale, par *beau temps* mais aussi en situation de crise monétaire ou financière ; les processus d'ajustement des déséquilibres de balances des

paiements, sous une forme discrétionnaire ou en référence à des règles, tout cela étant adossé ou non à une surveillance multilatérale et à des politiques d'ajustement menées sous l'égide d'institutions internationales, comme le FMI...

Dans ce cadre, si l'on se réfère au dispositif de *Bretton Woods*, et donc au régime monétaire de l'après-guerre, les principaux caractères du système monétaire international se définissaient aisément : taux de change fixes ; ancrage sur le dollar et, indirectement, sur une parité-or ; dollar jouant quasi-exclusivement le rôle de monnaie internationale et liquidité mondiale alimentée par les déséquilibres des paiements américains ; ajustement par les changements de parités, les dévaluations notamment, sous le contrôle du FMI, celui-ci disposant des moyens d'accompagner ce type de situation en accordant des *facilités* soumises à conditionnalité ; maintien de contrôles sur les mouvements internationaux de capitaux et, donc, convertibilité partielle des monnaies périphériques ; rôle hégémonique des Etats-Unis, autant dans le pilotage du FMI que pour ce qui est des asymétries de contraintes d'ajustement, le dollar cumulant les fonctions de monnaie américaine et de monnaie internationale... Tout cela est bien connu.

Aujourd'hui, la configuration monétaire internationale est bien plus complexe à cause de l'hétérogénéité des situations nationales et du caractère hybride des règles suivies par les Etats-Nations, dans un contexte de globalisation lui-même évolutif. Le dollar maintient sa place au titre de monnaie internationale incontestée et l'euro se trouve cantonné à une position de brillant second, tandis que le yuan amorçe à peine son internationalisation. Entre les monnaies des pays industriels, la flexibilité des taux de change s'est généralisée et l'ancrage nominal s'opère par le jeu des politiques de ciblage de l'inflation confiées à des banques centrales indépendantes. Mais il n'en n'est pas de même dans les pays émergents, en Chine de toute évidence, où subsistent la *peur du flottement* et la manipulation des taux de change par le jeu des politiques d'intervention à vaste échelle, se traduisant d'ailleurs par une accumulation démesurée de réserves de change en dollars. La liquidité internationale, pour les banques centrales mais également pour les agents privés, est très largement libellée en dollars et son expansion dépend des déficits des paiements américains et de la politique d'injection de liquidités de la *Fed*. Mais l'intermédiation financière internationale s'est très largement substituée aux *facilités* pouvant être accordées par le FMI en présence de déficits courants, et l'on doit faire état d'une offre infiniment élastique de financements internationaux, sauf en cas de crise de confiance. Le financement des déséquilibres externes passe donc essentiellement par les *marchés*, ce qui assure une liberté de manœuvre accrue pour les *policy makers*, mais les soumet également à de fortes pressions lorsque la perception des risques se dégrade du côté des investisseurs internationaux. La liberté de circulation des capitaux est donc la règle mais certains pays émergents ne manquent pas d'y déroger, soit en limitant la convertibilité externe de leur monnaie, soit en menant des politiques discrétionnaires de contrôle des entrées de capitaux, notamment en mobilisant les instruments réglementaires de type macroprudentiel, nous y reviendrons plus loin.

Comment qualifier une telle configuration ? On peut parler de *non-système monétaire international*, de *désordre monétaire planétaire*, de régime hybride d'*étalon-dollar incomplet*... Peu importe le vocabulaire. Il est clair qu'il n'y a pas de règles communes unanimement respectées par les Etats-Nations et constituant de ce fait un système monétaire international. Si l'on devait représenter la position des économies nationales (ou celle d'un espace monétaire régional comme la zone euro) sur le *triangle des incompatibilités de Mundell*, combinant le degré de flexibilité des taux de change, l'ampleur de la mobilité des capitaux et l'indépendance plus ou moins forte de la politique monétaire (et même de la politique budgétaire), on se trouverait en présence d'une géographie fortement dispersée des économies nationales.

Il en résulte tout un ensemble de dysfonctionnements ou de déséquilibres que ces *règles hybrides* ne permettent pas de réguler : les *déséquilibres globaux*, c'est-à-dire la quasi-permanence depuis trente ans, et surtout la forte augmentation dans les années 2000, des déséquilibres des paiements courants, pour une large part entre l'Asie et les pays de l'OPEP, d'un côté, et l'économie américaine, d'un autre côté ; s'y trouve adossée une accumulation de réserves de change de précaution libellées en dollars et placées aux Etats-Unis pour des montants considérables de la part, surtout, des émergents asiatiques (à hauteur de 5.112 milliards de dollars, dont 3.181 milliards pour la Chine, fin décembre 2011) ; une liquidité internationale incontrôlée qui alimente des transferts massifs de capitaux de nature à créer des bulles sur les marchés d'actifs mais aussi des renversements soudains ; des distorsions de taux de change réel, tout particulièrement entre le dollar et le yuan, mais aussi, à plusieurs occasions depuis 1999, entre l'euro et le dollar, témoignant du fait que les taux de change ne jouent que très imparfaitement leur rôle d'ajustement et répondent essentiellement à des déterminants financiers issus des comportements de portefeuille des investisseurs ou des intermédiaires bancaires internationaux, tout en étant influencés par les interventions de certains pays sur le marché des changes, laissant craindre une *guerre des monnaies* ; des politiques monétaires qui restent très largement menées, dans les pays industriels, en fonction d'objectifs de ciblage de l'inflation domestique, sans prise en compte des externalités que cela crée, surtout dans le cas de la *Fed*, et donc sans véritable coordination, sauf, à de rares exceptions, en temps de crise de liquidité et de menace d'assèchement des marchés monétaires internationaux... Il y a là autant d'éléments constitutifs du *non-système monétaire international* qui ne facilitent pas la mise en œuvre de politiques coordonnées de sortie de crise.

Ce *non-système monétaire international* peut-il évoluer dans les années qui viennent ? C'est douteux, et tout porte à penser que les taux de change vont rester flottants, sauf du côté chinois, que les déséquilibres globaux vont se maintenir et que les débats sur l'émergence d'un système monétaire multipolaire, donnant plus de place à l'euro, au yuan ou au DTS, se poursuivront sans avancée notable. Faute de voir un pays occuper une place hégémonique et imposer ses vues, comme tel fut le cas lors de la conférence de *Bretton Woods*, compte tenu du caractère multipolaire de l'économie mondiale avec l'arrivée de plusieurs pays émergents dans le cénacle des *big players* (Chine, Brésil, Russie, Inde) dont rend compte la composition du G20, faute d'une reconfiguration d'ensemble qui n'offrirait que des avantages et aucun inconvénient, non seulement sur le plan économique mais aussi en matière de souveraineté nationale, seule la politique des *petits pas* paraît en mesure de remédier aux dysfonctionnements les plus marquants.

Ainsi, depuis le Sommet du G20 de Pittsburgh, en septembre 2009, et plus encore lors de la rencontre de Séoul, en novembre 2010, les conditions d'une *croissance forte, durable et équilibrée* ont été définies et y figure en bonne place la question des déséquilibres globaux. Lors du G20 Finances de Washington (13-14 avril 2011) des *lignes directrices indicatives* ont été adoptées afin de remédier à ces déséquilibres majeurs et persistants, y-compris en visant l'établissement de valeurs de référence, tant pour les déséquilibres courants eux-mêmes que pour tout un ensemble d'indicateurs sous-jacents. C'est dans ce cadre qu'a été discutée la proposition de Timothy Geithner, le secrétaire au Trésor américain, d'adopter une règle commune de limitation, tant des surplus que des déficits, à 4% du PIB de chaque pays. Cette volonté d'adopter des règles de limitation des déséquilibres globaux répond, *a minima*, à deux justifications : non seulement les déséquilibres globaux auraient contribué à la crise financière en renforçant la faiblesse des taux d'intérêt à long terme aux Etats-Unis et en alimentant les excès du crédit et les prises de risque inconsidérées ; mais ils menaceraient désormais la reprise durable de la demande mondiale en laissant craindre un ajustement violent et désordonné des taux de change ou en favorisant les tentations protectionnistes. Car il est très improbable que l'économie mondiale puisse retrouver un trend de *croissance forte, durable et équilibrée* sans

une coordination beaucoup plus volontariste des politiques macroéconomiques. Mais les émergents asiatiques refusent l'ajustement des taux de change réels et accumulent des montants considérables de réserves sous l'argument que les Etats-Unis doivent d'abord assainir leurs finances publiques et augmenter leur taux d'épargne. Les dirigeants américains craignent les effets déflationnistes d'un tel ajustement. Ils y préfèrent les politiques monétaires d'*assouplissement quantitatif*, aux effets externes déstabilisants, et appellent à la suppression des distorsions de change. Aujourd'hui, face au refus de la Chine, des Etats-Unis, et même de la BCE, d'utiliser la politique de change dans un cadre coopératif ou de modifier le régime de change des grandes monnaies, sans doute également parce que l'ampleur des flux financiers internationaux rendrait ces objectifs peu réalistes, une telle stratégie non-coopérative paraît devoir l'emporter.

Malgré les incertitudes qui entourent, sur le plan normatif, la notion de *déséquilibres globaux excessifs*, le G20 a décidé de réfléchir à des critères et à des règles de nature à les réduire. Car l'affichage d'un objectif de résorption des déséquilibres globaux excessifs peut jouer le rôle d'une cible intermédiaire sur la voie d'une coordination accrue des politiques économiques. Mais le *statu quo* non coopératif l'emporte encore, on l'a vu lors des deux derniers Sommets du G20, à Cannes, en 2011, et tout récemment, en juin 2012, à Los Cabos. Cela reflète sans doute, en Allemagne, en Chine, aux Etats-Unis, des contraintes de politique intérieure ou des intérêts potentiellement divergents à court-terme. Mais cela s'explique aussi par l'absence d'ancrage des politiques macroéconomiques à l'échelle globale en référence à des cibles explicites ou à des règles qu'imposerait un véritable système monétaire international qui paraît aujourd'hui introuvable.

Face à la crise, qu'en est-il, maintenant, de l'architecture des régulations financières internationales ?

### **III - La globalisation financière et la crise : vers de nouvelles régulations internationales**

Depuis le début des années 1990, la globalisation financière et la libéralisation des marchés de capitaux n'ont cessé de progresser dans un contexte d'innovation financière et de titrisation des financements. Mais la crise systémique qui s'est déclenchée aux Etats-Unis au cours de l'été 2007, puis, surtout, à l'automne 2008, a démontré aux yeux de tous que l'instabilité financière n'était pas un épiphénomène touchant uniquement les économies émergentes en proie à des erreurs de politique économique ou aux attaques spéculatives des investisseurs internationaux. Elle a pris naissance au cœur du système financier des Etats-Unis, présenté jusqu'alors comme le plus solide et le plus efficient, avant de se transformer en crise systémique à l'échelle planétaire. Cette crise a également illustré la complexité et l'étendue des facteurs générateurs d'instabilité financière. Aux Etats-Unis, mais également au Royaume-Uni, en Irlande ou en Espagne, les inégalités de revenus et l'appauvrissement relatif des salariés ont été compensés par un accès facilité au crédit. Cet endettement a largement soutenu les investissements immobiliers et la consommation des ménages, ce qui a contrebalancé le ralentissement des gains de productivité qui affaiblissait le potentiel de croissance. Ce régime de croissance fondé sur le surendettement n'était pas soutenable et il s'est interrompu brutalement avec la crise immobilière aux Etats-Unis, rapidement suivie d'une crise d'illiquidité, puis d'insolvabilité bancaire. Toujours dans les années 2000, la combinaison d'une croissance relativement soutenue et d'une inflation maîtrisée a également contribué à l'accumulation des tensions financières. En permettant la coexistence durable de taux d'intérêt réels particulièrement bas et d'une expansion extrêmement rapide des crédits sans augmentation des primes de risque,

maintenues à des niveaux très faibles, cette configuration a engendré des bulles sur les marchés d'actifs immobiliers ou boursiers. Là encore, cette dynamique n'était pas soutenable.

Mais cette crise est avant toute chose une crise bancaire dont l'ampleur a été considérablement amplifiée par une série d'innovations, au sein même des systèmes financiers. Aux Etats-Unis, l'abandon, en novembre 1999, du *Glass Steagall Act* mis en place en 1933 afin d'établir une frontière étanche entre les banques de dépôts et les banques d'investissement intervenant sur les marchés d'actifs, a favorisé la titrisation des crédits et la redistribution en chaîne des risques au moyen de nouveaux supports structurés, notamment les CDO (*Collateralized Debt Obligations*). Dans l'ensemble des pays développés, les banques ont considérablement accru leurs activités sur les marchés d'actifs et un nouveau modèle d'intermédiation bancaire, dénommé *originate and distribute*, s'est diffusé : les banques ne conservent plus à leur bilan toutes les créances issues de leurs crédits et elles les redistribuent sur les marchés sous la forme d'actifs structurés. Aux Etats-Unis, les crédits *subprime* ont enregistré une croissance sans précédent et la titrisation des crédits hypothécaires a donné naissance à une expansion phénoménale des CDO ou des produits d'assurance contre le risque de crédit comme les CDS (*Credit Default Swaps*). Les bilans bancaires sont devenus excessivement risqués, compte tenu de la hausse des niveaux de levier, des placements massifs en CDO ou des lignes de crédit accordées aux *Hedge Funds*. Les intermédiaires financiers non-bancaires, les compagnies d'assurance, les *Hedge Funds*, les Fonds de pension, se sont tout autant engagés dans des prises de risques déraisonnables sur les CDS... Un véritable *shadow-banking* s'est mis en place, accumulant les positions à risque et échappant à tout contrôle de la part des autorités prudentielles.

Mais cette *grande crise financière* a provoqué un revirement des gouvernements et des banquiers centraux, très fortement attachés, depuis l'automne 2008, à mieux maîtriser, désormais, les sources d'instabilité financière et d'éviter le déclenchement de nouvelles crises systémiques. Pour ce faire, les recommandations adoptées à l'occasion des Sommets du G20 visent à consolider les réglementations financières internationales en poursuivant plusieurs objectifs : étendre le périmètre des réglementations prudentielles ; contrôler les agences de notation ; atténuer la procyclicité sur les marchés financiers et limiter les effets de levier ; approfondir la supervision bancaire, fondée non plus, seulement, sur l'adéquation des fonds propres en fonction du risque de solvabilité, mais aussi, désormais, en référence au risque de liquidité et à la concentration des risques systémiques. S'agissant des méthodes envisagées, le durcissement et l'extension des réglementations sont systématiquement mobilisés, au détriment de la discipline de marché et de l'autorégulation des prises de risques. De ce point de vue, l'édification d'un cadre réglementaire macroprudentiel constitue une novation radicale. Le but est d'intégrer le risque systémique et la procyclicité de la finance dans les règles prudentielles qui s'imposent aux institutions financières. Tel est l'agenda du nouveau dispositif prudentiel international, communément dénommé *Bâle III*.

Si l'on s'en tient aux principes, ce *package* prudentiel comprendra un ensemble d'innovations réglementaires visant les objectifs suivants :

- Améliorer le volume et la qualité des fonds propres afin que les banques puissent mieux résister à une baisse non-anticipée de la valeur de leurs actifs ;
- Prévenir les situations d'illiquidité en limitant la transformation d'échéances et le recours aux financements interbancaires à court-terme, au moyen de la création de deux nouveaux ratios de liquidité ;
- Mieux prendre en compte les expositions aux risques de contrepartie liés aux dérivés, aux prises en pensions, aux prêts de titres et au développement des structures de titrisation figurant au hors-bilan ;
- Compléter les exigences de fonds propres pondérées par les risques, comme dans le *Pilier I* de *Bâle II*, au moyen d'un autre dispositif, le ratio de levier ;

- Et surtout, mettre en place des volants contracycliques de fonds propres.

Les changements apportés à *Bâle II* porteront le niveau minimal de fonds propres sous la forme d'actions ordinaires de 2% à 4,5%. Les banques devront également disposer d'un *volant de conservation* de 2,5% faisant passer à 7% les exigences minimales en fonds propres de base (*Tier I*). Le ratio minimal du total des fonds propres, au-delà de la composante actions, et incluant le volant de conservation, sera quant à lui porté à 10,5% des expositions pondérées par les risques. Ces ajustements seront introduits progressivement, de 2013 à 2018, le dispositif complet devant être appliqué au 1<sup>er</sup> janvier 2019. En ce qui concerne les dispositifs qui relèvent plus spécifiquement de la logique macroprudentielle, le *Comité de Bâle* a avalisé la création d'un *volant contracyclique* pouvant varier de 0% à 2,5%. Constitué d'actions ordinaires, il sera exigible, à l'initiative des superviseurs, en fonction des conditions conjoncturelles nationales, en l'occurrence en cas d'expansion excessive du crédit, et s'ajoutera alors au ratio minimal total. En outre, un ratio de levier indépendant du risque est créé. Ce ratio de levier minimum de 3%, sur une base *Tier I*, sera testé sur une période d'évaluation allant du début 2013 à la fin 2016, et des ajustements définitifs seront effectués afin d'intégrer ce ratio au *Pilier 1* du dispositif *Bâle III* au 1<sup>er</sup> janvier 2018. Après une période d'observation qui a débuté en 2011, le ratio de liquidité à court-terme (LCR, *Liquidity Coverage Ratio*) sera introduit le 1<sup>er</sup> janvier 2015 et le ratio de liquidité à long terme (NSFR, *Net Stable Funding Ratio*) deviendra une norme minimale le 1<sup>er</sup> janvier 2018. Le détail du calcul comptable de ces deux ratios a été arrêté en décembre 2010 par le *Comité de Bâle*. Enfin, il est acquis que les établissements d'importance systémique devront disposer de capacités d'absorption des pertes supérieures aux normes standards.

La mise en œuvre de cet agenda est en cours. Depuis le G20 de Londres, en avril 2009, c'est le *Comité de Bâle sur la supervision bancaire* qui a été chargé de la refonte du dispositif prudentiel international. Lors de sa réunion du 12 septembre 2010, le *Comité de Bâle* a approuvé ce nouvel arrangement prudentiel, *Bâle III*, qui a été avalisé par les chefs d'Etats et de gouvernements lors du Sommet du G20 de Séoul en novembre 2010. Mais la mise en œuvre à l'échelle planétaire des nouvelles régulations bancaires internationales est encore en chantier, à horizon 2019, et leur stricte application restera soumise à l'agrément des gouvernements et à la responsabilité des banques centrales ou des superviseurs, dans un contexte d'après-crise où les fragilités bancaires sont loin d'avoir disparu, on le voit malheureusement en Europe.

On retrouve alors la question du rôle des banques centrales dans l'architecture monétaire et financière internationale et celle des contours du *new central banking*.

## **IV - La mutation en cours des banques centrales : de la stabilité monétaire à la stabilité financière...**

Depuis la crise financière, il est question d'un *new central banking*, autant sous l'angle des objectifs de la politique monétaire qu'en ce qui concerne la place à accorder aux politiques de stabilité financière. Certes, depuis 2007-2008, sans modification de statut, les banques centrales ont été au cœur de la gestion des crises (crise des *subprimes*, crise de l'endettement souverain dans la zone euro) et elles sont encore aujourd'hui au centre des politiques de soutien apportées aux banques. Mais, dans le même temps, on leur impute une lourde responsabilité dans l'accumulation des fragilités financières d'avant-crise, autant à cause des politiques monétaires accommodantes et des niveaux très bas des taux d'intérêt qu'en raison d'une supervision financière défailante. Si les années 2000 ont pu être considérées comme l'*âge d'or* des banques centrales dans le contexte de la *grande modération* combinant une

faible inflation et une croissance soutenue, la crise financière a démontré que le maintien de la stabilité monétaire n'était en aucune manière le garant de la stabilité financière. D'où le recours aux réglementations macroprudentielles dans *Bâle III*. Cet agenda d'un *new central banking* répond donc à une critique des politiques menées par les banques centrales, surtout par la *Fed*, avant le déclenchement de la crise financière. Tout au long des années 2000, les banquiers centraux ne s'étaient guère préoccupés des innovations à *risque* qui touchaient les systèmes bancaires, notamment de l'application de la *Value at Risk* dans l'évaluation des collatéraux et du recours croissant à la titrisation des crédits, jugeant que ces innovations amélioraient l'efficacité des marchés sans mettre en cause leur capacité à maîtriser l'inflation. C'était patent aux Etats-Unis. Le discours des banquiers centraux a beaucoup changé à cet égard.

Les autorités monétaires, à l'exception de la BCE, ont également été mises en cause en raison de leur politique de taux d'intérêt réels à court-terme maintenus durablement à des niveaux historiquement bas, et parce qu'elles n'ont pas jugé souhaitable, ou possible, de brider la dynamique explosive du crédit. Elles ont laissé se développer des bulles du crédit et des situations de surendettement qui ont alimenté l'instabilité financière et rendu possible le déclenchement de la crise bancaire. Et en matière de réglementation des banques, les autorités prudentielles se sont cantonnées à la dimension microprudentielle de la supervision bancaire. Dans cet *âge d'or des banques centrales*, la stabilité et l'expansion macroéconomique paraissaient durablement garanties et l'évolution des prix d'actifs, des prises de risque ou des leviers bancaires n'avait pas à interférer avec leurs stratégies monétaires. Prévalait donc un *principe de séparation* entre les conditions de la stabilité monétaire et les facteurs de l'instabilité financière. Cela ne s'opposait pas, cependant, aux interventions des banques centrales, en particulier de la BCE, pour maintenir la stabilité financière au sens étroit, en l'occurrence afin d'approvisionner le marché interbancaire en liquidités, et cela à un taux proche des taux directeurs, afin de limiter la volatilité des taux courts.

Il serait excessif d'affirmer que les banquiers centraux n'accordaient aucune attention à la stabilité financière et aux prix d'actifs, au-delà des effets de *feedback* sur l'inflation. Mais sur le plan de l'action monétaire, les banquiers centraux ont continué à se focaliser sur les prix des biens et services et à adresser des signaux aux marchés, par les taux ou par leurs déclarations, dans le seul but de canaliser les anticipations inflationnistes. Ce qui se passait parmi les intermédiaires bancaires ou en matière de surendettement n'avait pas à être pris en compte dans les orientations de la politique monétaire. C'était l'affaire exclusive de la politique prudentielle, dans une perspective microprudentielle. La dimension macroéconomique ou systémique de la réglementation prudentielle était purement et simplement ignorée. Tel était le cadre de référence des banques centrales pendant la *grande modération*.

Le *consensus d'avant-crise*, s'agissant des relations entre la politique monétaire et les questions d'instabilité financière, a fait long feu. Si la stabilité des prix et de l'output reste l'objectif final de la politique monétaire, la stabilité financière ne peut plus être considérée comme une dimension négligeable de la stabilité macroéconomique. Tous les banquiers centraux le reconnaissent. Le *paradigme* macroprudentiel tente de répondre à ce constat, mais de nombreux défis surgissent alors pour les banques centrales. Si les politiques macroprudentielles reposent essentiellement sur des instruments réglementaires, elles interfèrent inévitablement avec la politique monétaire. Le rattachement des volants de sécurité contracycliques au ratio crédit/PIB peut influencer sur les canaux de transmission de la politique monétaire, surtout si l'on se réfère au canal du crédit. Mais une autre raison peut être invoquée. On a, en quelque sorte, *redécouvert* la relation entre le niveau des taux d'intérêt à court-terme et celui des risques bancaires. Ce *risk-taking channel*, qui n'était qu'une hypothèse théorique, notamment dans les analyses à la *Minsky* de l'instabilité financière, semble avoir joué pleinement dans l'avant-crise financière. La qualité des crédits évolue au cours du cycle et en

fonction des taux courts. Cette relation avait été négligée jusqu'ici parce qu'elle relevait de deux approches qui s'ignoraient : l'économie bancaire s'intéressait aux fragilités liées aux imperfections et aux asymétries d'information ; la macroéconomie ne s'intéressait qu'à l'offre de monnaie et non pas à la structure du crédit par niveaux de risques. Or, il y a bien une relation négative entre les taux d'intérêt fixés par les autorités monétaires et la prise de risque des banques, mesurée de différentes manières (*spreads*, *rating* internes des banques). Des taux d'intérêt faibles, non seulement encouragent l'expansion quantitative du crédit, mais ils dégradent également sa qualité intrinsèque en termes de risque. La politique macroprudentielle doit donc contrecarrer de tels phénomènes, issus de la politique des taux.

Mais ces deux volets de l'action des banques centrales, la politique des taux et la politique macroprudentielle, sont au cœur d'innombrables externalités internationales justifiant une gouvernance commune mieux affirmée. Les politiques monétaires non-conventionnelles, pensons aux politiques menées aux Etats-Unis, ont créé des vagues de perturbation dans nombre de pays émergents, provoquant *ex post* le recours à des politiques de contrôle des entrées de capitaux ou à des mesures réglementaires, de type macroprudentiel, qui auraient mérité d'être examinées *ex ante* sur une base coopérative. De la même manière, les politiques de stabilité financière, et en particulier la supervision bancaire, gagneraient beaucoup à être coordonnées. Face aux institutions bancaires systémiques et à l'extrême mobilité des capitaux, à l'ampleur des transferts d'épargne longue et à la volatilité des flux bancaires internationaux, il est difficile d'imaginer que le *new central banking* ne s'accompagne pas d'une coordination internationale accrue des politiques de stabilité financière et de supervision bancaire menées par les banques centrales et l'on retrouve la question de la gouvernance mondiale.

A ce sujet, il est étonnant d'observer qu'il y a là une option que Keynes avait lui-même défendue, dans les années 1930 et au moment de la préparation de la conférence de *Bretton Woods*. D'où l'intérêt d'un rappel de sa position à propos des institutions financières internationales et, donc, selon les termes d'aujourd'hui, à propos des acteurs de la gouvernance économique mondiale.

## V - Relire Keynes à propos des institutions internationales...

En effet, les discussions menées à propos des acteurs de la gouvernance économique et financière internationale rappellent les débats que Keynes avait entamés, autant dans le *Treatise on Money*, publié en 1930, s'agissant des améliorations à apporter au système d'étalon-or, qu'à l'occasion de la conférence de *Bretton Woods*. Certainement pas au sens de l'adoption d'une nouvelle *Clearing Union*, comme dans le *Plan Keynes*, formulé en 1941. C'est plutôt du côté des principes de gouvernance monétaire et financière internationale que l'on peut parler d'un héritage fécond des idées keynésiennes.

Keynes avait affiché plusieurs principes en ce qui concerne les institutions financières internationales. D'abord en exprimant sa méfiance envers des organisations internationales trop autonomes et sujettes à des dérives bureaucratiques, et sa très nette préférence pour ce qu'on appellerait aujourd'hui une mise en réseau des institutions nationales. Ensuite, en soulignant sa préférence pour que les responsabilités en matière monétaire et financière internationale soient confiées aux banquiers centraux plutôt qu'aux représentants des gouvernements. Ainsi, dans le *Treatise on Money*, Keynes aborde la question d'un aménagement de l'étalon-or pour mieux répondre aux besoins de l'économie et il propose deux modèles. D'abord, celui qu'il qualifie de *minimal*, avec le passage à un régime de change-or et la création d'un *Comité des banques centrales*, chargé en particulier de modifier le taux de couverture des monnaies participantes

afin d'éviter une pénurie de monnaie et ses conséquences déflationnistes. Mais sa préférence allait au modèle *maximaliste* impliquant la création d'une monnaie et d'une banque supranationales. La nouvelle monnaie devait être convertible à taux fixe en or, mais elle était appelée à prendre la place du métal précieux dans la plupart des transactions internationales. Surtout, elle pouvait être créée par la banque supranationale sous la forme de *crédits d'escompte* accordés aux banques centrales nationales membres du système. Tout ceci devait permettre d'atteindre un objectif central : stabiliser le pouvoir d'achat de la monnaie supranationale, et donc de l'or, en référence à un indice des prix des produits de base échangés à l'échelle internationale et, donc, empêcher l'apparition de tout processus d'inflation ou de déflation d'origine étrangère.

Quant aux moyens prévus, ils associaient action centralisée et coordination des banques centrales. Dans le *Treatise on Money*, Keynes considérait que *deux types de méthodes seraient mis en œuvre pour atteindre ces objectifs : d'une part en manipulant le taux, les plafonds d'escompte et l'open market de la banque supranationale ; d'autre part - et tout autant - grâce aux consultations et aux actions conjointes entre la banque supranationale et les banques centrales adhérant au système. Celles-ci discuteraient de leurs politiques de crédit particulières aux réunions mensuelles du Conseil de la banque supranationale et devraient agir ensuite, dans la mesure du possible, conformément aux orientations décidées en commun.*

Le projet de *Clearing Union* reprenait les grandes lignes du système que l'on vient de décrire, à savoir un réseau de banques centrales. Au moment de la mise en place du FMI, Keynes s'est d'ailleurs battu pour imposer ce modèle. Outre le choix du siège, qu'il souhaitait localiser à New York, plutôt qu'à Washington, le débat le plus vif a porté sur les organes directeurs du Fonds. Keynes désirait absolument que la responsabilité opérationnelle du FMI fût confiée, certes, à un corps de fonctionnaires internationaux, mais sous l'autorité impérative d'un *Conseil exécutif intermittent*, composé de membres conservant leurs fonctions nationales au sein des banques centrales nationales. Cependant, en mars 1946, à la Conférence de Savannah consacrée à la mise en œuvre opérationnelle de l'accord de *Bretton Woods*, Keynes trouva en face de lui une délégation américaine résolue à imposer un autre mode d'organisation, où le pouvoir reposait principalement sur des directeurs exécutifs à plein-temps, mais restant les représentants de leurs gouvernements respectifs. C'est ce qui fut voté à Savannah et Keynes, réfléchissant *a posteriori* sur ce qu'avaient été les intentions réelles des américains, en conclut que ces derniers avaient voulu *politiser* les organes décisionnels des deux institutions de *Bretton Woods*, afin de mieux asseoir leur contrôle du processus de reconstruction économique du Monde libre.

Comment Keynes aurait-il contribué aux débats actuels ? Sans doute aurait-il souligné que la gouvernance monétaire et financière internationale a d'abord pour fonction d'alimenter l'expansion des affaires et d'assurer la confiance et la liquidité sur les marchés, sans dommage majeur sur un plan systémique. C'est ce qui justifie, au plan domestique, le rôle irremplaçable des banques centrales dans la gestion des systèmes de paiements, l'exercice de la politique monétaire et la fonction de prêteur en dernier ressort. En ce sens, c'est très certainement aux banquiers centraux, plus qu'aux représentants des gouvernements ou au FMI, que Keynes aurait confié la responsabilité de prévenir et de gérer les crises financières internationales, et d'assurer le pilotage du système monétaire international.

## VI - Pour une plus grande coordination internationale des politiques de stabilité monétaire et financière menées par les banques centrales

Les Etats semblent avoir repris leurs vieilles habitudes en se focalisant sur leurs propres contraintes macroéconomiques, sous la menace d'électorats versatiles et susceptibles de les sanctionner, en négligeant les nombreuses externalités adossées aux interdépendances internationales. Faut-il alors conforter la place et les pouvoirs des institutions financières internationales, en l'occurrence, pour l'essentiel, le rôle du FMI, si l'on se préoccupe de la stabilité financière, si l'on s'inquiète des déséquilibres globaux et des *mésalignements* des taux de change ? Ou bien doit-on rechercher de nouveaux dispositifs d'action collective, par exemple en déléguant à des *agences indépendantes* le soin de mener à bien la gouvernance mondiale, en l'occurrence en confortant la mise en réseau et l'exercice procédural et discrétionnaire de la gouvernance monétaire et financière entre les mains des banques centrales ? Cette solution paraît aujourd'hui la plus réaliste, mais cela suppose, d'une part, que le mandat des banques centrales soit redéfini, ce à quoi elles ne pourront pas échapper, tôt ou tard, et que, d'autre part, leurs compétences s'étendent à la coordination internationale des politiques de supervision bancaire et de surveillance des fragilités financières.

Il semble que les banques centrales soient prêtes à assumer de nouvelles responsabilités, tant du côté des objectifs de stabilité financière qu'en ce qui concerne la coordination internationale de leur action. Leur mutation est en cours mais elle est encore inachevée. *Prêtres défroqués de la religion de la stabilité des prix*, selon l'expression de Martin Wolf, le chroniqueur du *Financial Times*, elles ont considérablement adapté leur doctrine et leur action, en menant des politiques monétaires non-conventionnelles et en se tenant prêtes, désormais, à assumer l'objectif de stabilité financière, par exemple, pour la BCE, en assurant à la fois la supervision bancaire et la responsabilité des mécanismes de résolution des faillites bancaires. En réalité, depuis le déclenchement de la crise financière internationale, les banques centrales ont peu ou prou rempli ce rôle sans en avoir véritablement le mandat, sans que des règles d'action aient été explicitement approuvées sur le plan politique, et sans que la coordination s'opère *ex ante*. Mais elles l'ont fait en accordant une place insuffisante aux externalités que leur comportement était de nature à induire dans les autres économies.

Prenons l'exemple des rapports entre la politique monétaire non-conventionnelle menée par la *Fed* et la situation monétaire et financière de nombreux pays émergents. Au sortir de la récession mondiale, après l'été 2009, on a assisté au retour des flux internationaux de capitaux vers les économies émergentes, non seulement en Asie, mais également parmi plusieurs économies latino-américaines, le Brésil en particulier. On a pu y voir la conséquence des injections de liquidités, à des taux proches de zéro, auxquelles procédait la *Fed* auprès des banques américaines. Dans les économies émergentes, ces afflux ont provoqué une appréciation significative des taux de change nominaux et, compte tenu des tentatives menées par les banques centrales locales de limiter cette hausse, cela a suscité également une accumulation de réserves de change en devises et une forte expansion de la liquidité globale, favorisant une accélération de la dynamique du crédit et menaçant la stabilité financière au Brésil, au Chili, en Colombie, en réponse au retour des capitaux en provenance des Etats-Unis. Car ces transferts hypothèquent la maîtrise de l'inflation, créent des tensions très fortes sur les taux de change et, surtout, contribuent à une expansion très rapide du crédit. Cela a créé une situation de *dilemme* pour la politique macroéconomique au sein de ces économies. Une hausse des taux d'intérêt, de nature à modérer les tensions et à freiner le crédit, a toutes les chances de conforter l'attractivité de ces pays et d'amplifier les entrées de capitaux, les IDE certes, mais

aussi les investissements de portefeuille et les flux bancaires, favorisant ainsi la hausse des prix d'actifs, sur les marchés d'actions tout particulièrement. Ce phénomène est amplifié par le fait que ces pays bénéficient d'une très forte baisse des primes de risques sur le marché des financements *corporate* ou des emprunts souverains, couplée au maintien de taux d'intérêt très faibles aux Etats-Unis ou en Europe. A l'inverse, une politique monétaire accommodante et une baisse des taux peuvent éventuellement réduire l'attractivité des actifs domestiques et inverser les anticipations de change. Mais cela peut également accentuer les tensions monétaires et financières internes. D'où le regain d'intérêt porté aux politiques de contrôle des entrées de capitaux que le Brésil a d'ores et déjà expérimentées. Cela concerne également les autres économies latino-américaines intégrées au système financier mondial - le Chili, la Colombie, le Mexique et, à un degré moindre, le Pérou - qui, toutes, ont vu leur monnaie s'apprécier, corrélativement à la hausse des cours boursiers et aux entrées de capitaux sous la forme d'IDE, d'investissements de portefeuille ou de transferts bancaires.

Aucune politique simple ne paraît capable de neutraliser ou, à tout le moins, d'atténuer de tels afflux. Tous les instruments paraissent devoir être mobilisés : une politique monétaire modérément plus restrictive ; une appréciation maîtrisée du taux de change, grâce aux interventions sur le marché des changes ; et, cela, sans infléchissement marqué sur le plan budgétaire compte tenu des difficultés politiques qu'un ajustement drastique pourrait induire. Les contrôles sur les entrées de capitaux peuvent également s'imposer. Mais la solution la plus innovante a consisté à mettre en œuvre des politiques macroprudentielles contracycliques. Conçus afin de limiter le risque d'un nouvel accident systémique au sein des pays industriels, ces dispositifs sont particulièrement adaptés à la situation des économies émergentes et aux nombreux dilemmes qui contraignent la politique macroéconomique en présence d'importantes entrées de capitaux. C'est là un moyen privilégié de contrecarrer le *boom* du crédit et la surréaction des prix d'actifs qui pourraient bien, à un moment ou un autre, provoquer un mouvement de défiance et interrompre la croissance. Comme l'ont fait auparavant les autorités monétaires à Hong-Kong ou en Corée, les gouvernements latino-américains ont donc amorcé l'application de tels instruments macroprudentiels. Le Brésil et le Pérou, parmi les premiers, mais également la Bolivie et la Colombie, ont adopté un renforcement des exigences contracycliques en capitaux propres et ont exigé des provisionnements exceptionnels sur les positions externes en dollars et à court terme des banques. L'enjeu est de taille car la combinaison d'une situation de surchauffe sur le plan macroéconomique et de bulles sur les marchés d'actifs en réponse à la dynamique du crédit augmente considérablement le risque d'une nouvelle crise financière en Amérique latine ou en Asie.

Mais ce qui est regrettable, dans cette configuration, c'est l'absence de coordination tant des politiques monétaires que des politiques prudentielles entre la *Fed* et les banques centrales de ces pays émergents. Ce n'est qu'*ex post*, face aux tensions monétaires et financières touchant les émergents, qu'une sorte de coordination discrétionnaire forcée s'est mise en place. C'est exactement ce qu'une coordination internationale *ex ante* des politiques menées par les banques centrales, sous l'angle monétaire et sous l'angle prudentiel, aurait permis d'assurer dans de bien meilleures conditions.

Il en est de même si l'on veut éviter les *arbitrages réglementaires* des investisseurs internationaux, qui s'apparentent aussi à des *arbitrages entre les superviseurs* si ces derniers appliquent avec une célérité inégale les standards prudentiels internationaux et recourent, là encore de façon inégale, aux sanctions en cas de non-respect de ces ratios. Il ne sert à rien d'adopter des standards internationaux s'ils font l'objet d'une application à géométrie variable. Mais situons-nous quelques instants sur un plan plus général. Dans son dernier ouvrage consacré à la globalisation et à l'avenir de l'économie mondiale, Dani Rodrik émet l'hypothèse d'un *trilemme* fondamental entre trois phénomènes : l'approfondissement de la globalisation ; le maintien des Etats-Nations dans l'exercice de nombreuses fonctions, notamment en matière

monétaire ; et la démocratie, garante du respect des libertés individuelles face aux marchés et aux pouvoirs de toutes sortes. Pour lui, l'extension de la globalisation et l'affirmation de la démocratie exigent un changement d'échelle en matière de gouvernance économique, signifiant une mise en retrait des Etats-Nations. Si l'on choisit à la fois la globalisation et la gouvernance commune des gouvernements au nom des Etats-Nations, pensons alors au FMI ou au G20, alors la démocratie reculera face aux rapports de force internationaux et à l'immobilisme. Enfin, si l'on souhaite conserver le rôle clé des Etats-Nations et leur souveraineté, on doit choisir entre la démocratie et l'approfondissement de la globalisation.

Face au *trilemme* de Rodrik, la mise en réseau discrétionnaire des banques centrales offre un compromis tout à la fois indispensable et politiquement plus facile à mettre en place que la coopération intergouvernementale, si l'on veut conforter la gouvernance mondiale dans le domaine monétaire et financier, face à l'impuissance des gouvernements. La question des formes opérationnelles de la coordination, allant bien au-delà de la coopération et des réunions mensuelles au siège de la BRI, à Bâle, la définition du champ de compétences précis d'un tel réseau de banques centrales indépendantes, tout cela est évidemment ouvert à la discussion... Les banquiers centraux se montrent aujourd'hui favorables à une telle extension de leur coopération, à une internalisation plus affirmée des externalités internationales que leurs décisions impliquent, tout en se montrant réticents devant la formalisation de cette mutation, craignant sans doute la mise en cause de leur indépendance et de leur crédibilité. Il est vrai que cette option exigera que des évolutions soient introduites dans le champ d'action collective des banques centrales et, donc, dans le mandat qui les régit. Car une telle configuration donnerait un pouvoir considérable aux banquiers centraux et à leur expertise. Leur indépendance statutaire devrait sans doute, alors, être contrebalancée par une plus grande exigence démocratique, une plus grande *responsabilité*, au sens anglo-saxon d'*accountability*, avec une obligation de s'expliquer et de rendre des comptes, non seulement vis-à-vis des gouvernements ou des marchés, mais aussi des parlements ou de la société civile. C'est là un agenda qui exigera de multiples approfondissements, tant sur le plan économique qu'en matière politique. Mais c'est une telle configuration que Keynes avait à l'esprit en appelant de ses vœux une institution financière internationale, un *Conseil exécutif*, composé de membres conservant leurs fonctions au sein des banques centrales nationales. On n'a pas fini de redécouvrir la modernité du *Maître de Cambridge* !

## Bibliographie

- ARTUS P., A. CARTAPANIS, "Globalisation financière et croissance dans les économies émergentes. La sous-estimation des contraintes macroéconomiques induites", *Revue Economique*, Vol. 59, N° 6, novembre 2008.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *The Future of Central Banking under Post-Crisis Mandates*, BIS Papers, N° 55, January 2011.
- BENASSY-QUERE A., E. FAHRI, P.-O. GOURINCHAS, J. MISTRAL, J. PISANI-FERRY, H. REY, *Réformer le système monétaire international*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, Paris, La Documentation Française, 2011.
- BETBEZE J.-P., C. BORDES, J. COUPPEY-SOUBEYRAN, D. PLIHON, *Banques centrales et stabilité financière*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, Paris, La Documentation Française, 2011.
- BORIO C., *Central Banking Post-Crisis: What Compass for Uncharted Waters ?*, BIS Working Papers, N° 353, September 2011.

- CARTAPANIS A., "Le dollar incontesté ? Economie politique d'une devise internationale", *Revue d'Economie Financière*, N° 94, juin 2009.
- CARTAPANIS A., "Sous l'égide du G20 : vers une nouvelle architecture de la finance mondiale ?", *Revue de l'OFCE*, N° 110, juillet 2009.
- CARTAPANIS A., "La crise financière et les politiques macroprudentielles : inflexion réglementaire ou nouveau paradigme ?", *Revue Economique*, Vol. 62, N° 3, mai 2011.
- CARTAPANIS A., "Est-ce réellement une bonne idée de vouloir réduire les déséquilibres globaux en temps de crise ?", *Revue d'Economie Financière*, N° 103, octobre 2011.
- CARTAPANIS A., M. HERLAND, "The Reconstruction of the International Financial Architecture: Keynes' Revenge?", *Review of International Political Economy*, Vol. 9, N° 2, May 2002.
- CARUENA J., *Central Bank Cooperation: Reflections on the Experience of the Last Eight Decades*, CEMLA's 60<sup>th</sup> Anniversary Commemorative Conference on Central Bank Cooperation at the Beginning of the 21<sup>st</sup> Century, Mexico, 20 July 2012.
- COHEN B., *The Coming Global Monetary (Dis)order*, mimeo, University of California, Santa Barbara, 2010.
- DUKE E., *Central Bank Cooperation in Times of Crisis*, CEMLA's 60<sup>th</sup> Anniversary Commemorative Conference on Central Bank Cooperation at the Beginning of the 21<sup>st</sup> Century, Mexico, 20 July 2012.
- EICHENGREEN B. et al., *Rethinking Central Banking*, Committee on International Economic Policy and Reform, Washington DC, Brookings Institution, September 2011.
- GOODHART C., *The Changing Role of Central Banks*, BIS Working Papers, N° 326, November 2010.
- JACQUET P., J. PISANI-FERRY, L. TUBIANA, *Gouvernance mondiale*, Rapport du Conseil d'Analyse Economique, Paris, La Documentation Française, 2002.
- KEYNES J.-M., *Treatise on Money*, Vol. 2, *The Applied Theory of Money*, 1930, *The Collected Writings of J. M. Keynes*, A. Robinson and D. Moggridge (Eds.), Cambridge, Macmillan and Cambridge University Press, 1971-1989.
- PADOA-SCHIOPPA T., *Markets and Government Before, During and After the 2007-20xx Crisis*, Per Jacobsson Lecture, Basel, 27 June 2010.
- RODRIK D., *The Globalization Paradox. Democracy and the Future of the World Economy*, W. W. Norton and Company, New York, London, 2011.
- STRAUSS-KAHN D., *A Tale of Three Trilemmas*, Speech at the Cambridge Union Society, UK, March 9, 2012.