

# Crises financières et avenir du multilatéralisme

## Le FMI contre les Banques centrales ?

*par Jérôme Sgard*

---

**Les échanges de liquidités entre banques centrales ont constitué une réponse pragmatique à la crise financière. En contournant le FMI et les règles du jeu multilatéral, ces pratiques pourraient mettre en péril la cohésion des dispositifs de régulation économique internationale.**

---

Deux années durant à partir de l'été 2007, puis à nouveau pendant la crise de la zone euro, les principales Banques centrales ont mobilisé à grande échelle un instrument nouveau, facile à utiliser, qui leur a donné des capacités de réaction inédites face au risque systémique international. Cet instrument qui répond au nom baroque de « swaps de liquidité », formalise en pratique la constitution d'un « prêteur en dernier ressort international ». Ce sujet a fait couler beaucoup d'encre depuis les années 1990. Il s'agit probablement de la principale innovation des vingt dernières années en matière de régulation financière internationale.

L'intuition derrière ces swaps est d'une grande simplicité : ces banques centrales ont échangé à très grande échelle et à court terme des montants équivalents de leurs devises respectives, et, après quelques semaines ou quelques mois, se sont remboursées mutuellement. Le bénéfice de l'opération est que, dans les phases aiguës de ces deux crises, la Banque centrale européenne (BCE) par exemple a disposé de centaines de milliards de dollars, qu'elle a pu offrir aux banques européennes soumises à une demande pressante et massive de dollars, à laquelle les marchés étaient incapables de répondre. C'est ce qu'on appelle une crise de liquidité.

Inversement, la Réserve Fédérale américaine (la Fed) a disposé d'euros qu'elle aurait pu elle aussi apporter aux banques américaines en cas de besoin. Et quand la crise s'est résorbée, les banques commerciales, puis leurs banques centrales respectives ont remboursé ces sommes à leur émetteur primaire, qui a donc ré-absorbé la monnaie créée initialement. Dit autrement, cette dizaine de Banques centrales, en fonctionnant en réseau, se sont transformées en un prêteur en dernier ressort international, chacune d'entre elles devenant un fournisseur de liquidité « multi-guichet » : en dollar et en euro, mais aussi en livre sterling, en franc suisse, en yen japonais, etc.

Ne nous méprenons pas sur l'ampleur de ces opérations. Pendant la crise de 2007-2009, l'équivalent de *centaines de milliards de dollars* ont été échangés par voie de swaps, renouvelés puis remboursés. La ligne la plus importante, passée entre la Fed et la BCE le 15 octobre 2008, s'élevait à elle seule à 170 milliards. Au total, entre le début de novembre 2008 et le début janvier 2009, l'encours total de swaps au bilan de la Fed s'est élevé à plus de 500 milliards, soit un montant du même ordre de grandeur que les prêts en dernier ressort accordés par la même Fed dans ses opérations internes de soutien aux institutions financières domiciliées aux États-Unis.

Autre comparaison, les déboursements bruts du FMI sur la période centrale de la crise (d'août 2008 à janvier 2009) ont représenté en tout 14,8 milliards de dollars. Au début de cette période, les réserves de change mobilisables par les trois principales Banques centrales concernées (Fed, BCE, Bank of England) s'élevaient à 315 milliards de dollars, soit beaucoup moins que les montants qui seront mobilisés dans les mois suivants. En d'autres termes, il n'y avait pas d'alternative aux *swaps*, ou de plan B. Si graves aient été ces deux crises, leurs conséquences auraient été bien plus sérieuses encore sans les swaps.

Toutefois, leur généralisation implique une redéfinition importante de la division du travail entre les banques centrales d'une part et le FMI de l'autre, dans une rupture assez marquée avec les principes du multilatéralisme classique hérités de la Conférence de Bretton Woods (1944)<sup>1</sup>. Le FMI est en effet un des exemples achevés de cette architecture construite par les Américains au lendemain de la Seconde guerre mondiale, alors que les Banques centrales, on va le voir, développent une pratique toute différente de la coopération internationale, dont les implications sont nombreuses et puissantes. Avec les swaps, on est dans l'histoire longue de la finance internationale et de sa difficile régulation.

C'est aussi pourquoi il est intéressant de revenir sur cette expérience qui n'a guère retenu l'attention, sans doute parce qu'elle est un peu trop simple pour les économistes et par trop ésotérique pour les profanes. C'est un des traits les plus curieux de cette histoire : l'introduction des swaps entre Banques centrales s'inscrit dans un siècle de régulation financière internationale, mais on ne sait même pas qui les a inventés, quel groupe de travail, quel technocrate inspiré a proposé cette innovation. La simplicité technique des swaps va ainsi de pair avec une absence

---

<sup>1</sup> Voir : <http://www.laviedesidees.fr/Le-passe-oublie-du-systeme-de-Bretton-Woods.html>

de généalogie connue, comme si au bord d'un désastre absolu, le doigt de Dieu avait miraculeusement montré à nos grands banquiers centraux comment nous tirer d'affaire.

## **Ministère des finances v/s Banques centrales : une vieille histoire**

Pour prendre toute la mesure de cette longue évolution, il ne faut pas remonter seulement à Bretton Woods, mais aux années 1920, lorsque les crises de change et les problèmes de dette hérités de la Première Guerre mondiale ont appelé des formes nouvelles de coordination internationale. De fait, la diplomatie financière est née lors des conférences de Bruxelles (1920) et de Gènes (1922) et elle restera très active pendant toutes les années ultérieures, jusqu'à l'effondrement final des marchés internationaux en 1932-1933.

Au cours de ces années on a vu se former toutefois deux réseaux et deux méthodes de coordination nettement contrastées, qui vont se développer et s'institutionnaliser séparément. D'une part, nous avons les ministères des finances et les trésors publics, donc des institutions gouvernementales, qui vont investir très tôt la Société des Nations. Son département économique et financier sera en particulier à l'origine des premiers plans de stabilisation économique, adossés à un principe de conditionnalité, qui préfigurent l'action du FMI. D'ailleurs une partie du staff économique de la SDN participera aux discussions préparatoires à la Conférence de Bretton Woods, puis au lancement du Fonds, à partir de 1946. Aujourd'hui encore celui-ci reste une créature des ministères des finances, qui le contrôlent très directement et qui permet des parcours de carrière partagés entre les administrations nationales et le Fonds monétaire.

D'autre part, dès le début des années 1920 les principales banques centrales ont développé rapidement leurs échanges, agissant de concert face aux crises et se consultant de manière continue, sur les questions de change mais aussi, par exemple, sur les renégociations successives des réparations allemandes. Ce second réseau, à la fois plus éloigné des gouvernements et plus proche des grandes banques d'affaires, présente à l'époque l'avantage supplémentaire de permettre une participation directe des Américains, qui formellement ne sont pas membre de la SDN. De fait, le réseau des banques centrales est plus puissant que la SDN et il finira par s'institutionnaliser, en 1930, avec la création de la Banque des règlements internationaux (BRI).

Le dualisme né dans les années 1920 entre la coordination conduite par les ministères des finances et par les banques centrales ne s'est jamais perdu, bien que la BRI ait failli être dissoute après la guerre en raison de ses relations douteuses avec le régime nazi, notamment par l'aide apportée à la spoliation des biens juifs. Au-delà, la prééminence entière du FMI dans ces décennies d'après-guerre répondait à la division du travail observée, au plan national, entre les

ministères des finances et les banques centrales : jusqu'aux années 1980, la régulation stricte des systèmes financiers nationaux, l'encadrement du crédit et les contrôles sur les mouvements de capitaux laissent les Banques centrales au second rang. En France c'est le Trésor qui faisait la politique monétaire et envoyait ses consignes. Avec la réouverture progressive des marchés de capitaux, le FMI va donc se retrouver en première ligne pour gérer les crises de paiement qui apparaissent dès le milieu des années 1960, si bien qu'il connaît une sorte d'« âge classique » dans les années 1960 à 1980.

De manière significative, la BRI va ré-émerger au même moment, de manière très progressive et sans jamais être considérée comme une alternative au FMI pour gérer les crises de change qui réapparaissent dans les années 1960, dans les pays développées (Grande-Bretagne, Italie, France). Ainsi elle va servir de support pour le *Group of Ten* (G10, 1960) formé des dix pays les plus riches de l'époque qui, régulièrement vont apporter des ressources complémentaires au FMI en cas de besoin. Ces opérations coordonnées entre banques centrales nationales relevaient à bien des égards d'une logique de swaps : elles peuvent donc être vues comme une sorte de lointaine préfiguration des instruments qui nous intéressent ici. Mais cela avec deux réserves sérieuses : les moyens mobilisés étaient bien plus limités qu'aujourd'hui et, surtout, ils étaient gérés par le FMI, selon ses priorités et ses procédures. Aujourd'hui, le FMI n'a strictement rien à voir avec les swaps entre banques centrales. La tuyauterie comme les règles de distribution de ces ressources lui sont absolument étrangères. Et ici le contraste majeur porte sur la question de la conditionnalité dont la dimension politique n'échappe à personne. Alors que les programmes du FMI affectent lourdement la conduite des politiques économiques nationales et impliquent une surveillance détaillée, les ressources que s'échangent quelques banques centrales n'ont aucune contrepartie en termes de politique économique. Littéralement, ces institutions se font confiance pour gérer au mieux la crise dans leur juridiction. C'est le passage de ce modèle de gouvernance à l'autre qui est en fait l'enjeu principal de l'introduction puis de la généralisation des swaps.

## **Le FMI des années 1980 aux années 2010**

Partons de la crise de la dette des pays en développement, au cours des années 1980, qui sans doute illustre le mieux cette suprématie du « FMI classique ». Depuis le quasi-défaut du Mexique en 1982 et jusqu'à la résolution de la crise en 1989, le FMI est sans conteste l'acteur central, qui coordonne les parties, organise la négociation, décide de quels apports d'argent frais le pays bénéficiera et garantit que l'accord de « partage du fardeau » sera respecté. Pour cela, il fait entrer de facto les banques commerciales dans la négociation avec les pays endettés, qui prend ainsi un caractère triangulaire, incluant donc les programmes macroéconomiques et les concessions financières sur la dette (rééchelonnements puis réductions de créances).

En même temps, cette mécanique réglée autorisait un exercice assez appuyé du rapport de force, tant avec les pays endettés qu'avec les banques commerciales, sur lesquelles on a mis la pression en s'appuyant si nécessaire sur les institutions nationales de régulation bancaire. On observait donc l'alliage curieux d'une organisation multilatérale classique et des pratiques interventionnistes propres aux régimes néo-corporatistes, à forte coloration étatique, qui ont marqué les décennies d'après-guerre à l'Ouest. Quant aux marchés, ils ne contraignent guère les négociations : on ne négocie pas « sous la pression des marchés ». Même dans l'urgence qui a marqué l'épisode mexicain de 1982, la négociation du *package* incluant à la fois l'accord de restructuration de la dette et le programme économique s'est développé sur cinq mois entier : entre l'appel au FMI et à la Réserve fédérale, début août, et un prêt du FMI accordé à la veille de Noël.

La résolution de cette crise d'endettement, à partir de 1989, a été immédiatement suivi, on le sait, par la libéralisation des systèmes financiers nationaux et la formation de marchés de capitaux globalisés et désintermédiés. Pour les pays développés comme pour les nouvelles Économies émergentes, les conséquences ont été massives. En particulier, les crises de paiements extérieurs sont devenues beaucoup plus violentes, elles ont mis en première ligne les systèmes bancaires domestiques et elles ont appelé des stratégies nouvelles de la part des régulateurs publics. Ceci explique que le FMI, avec sa vieille technologie des plans de stabilisation et de la conditionnalité, ait été mis en échec à plusieurs reprises au cours de ces années : au Mexique (1994), en Asie de l'Est (1997-98), en Russie (1998) et en Argentine (2001-02).

Certes, le FMI a essayé de développer de nouveaux instruments de prêts, à déboursement massif et rapide, permettant de s'approcher (un peu) de la fonction d'un Prêteur en Dernier Ressort international, qu'appelait l'instabilité nouvelle des marchés globaux. Ils répondaient aux noms peu mémorables de *Contingent Credit Line*, *Flexible Credit Line* et *Precautionary and Liquidity Line*. La communauté internationale, plus généralement, a cru assez largement, au tournant des années 2000, que le FMI pouvait de fait se transformer en une approximation viable d'un tel régulateur monétaire global. Mais voilà, ces instruments sont restés inutilisés : pas un seul dollar n'a été déboursé par ce canal. Et en 2008-2009, puis au cours de la crise de l'Eurozone, en 2010-13, le FMI est resté au second plan, se contentant d'intervenir au cas par cas, en Grèce, en Islande ou au Portugal, avec ses instruments traditionnels – en pratique, les mêmes que ceux qu'il utilisait lors de la crise de la dette des années 1980. Corollaire, il n'a aucunement occupé cette position de stratège en chef et de *broker* impérieux qu'il avait dans les années 1980.

## La montée en puissance des Banques centrales depuis 2001

Tel est le contexte dans lequel ont été introduits, puis utilisés à grande échelle, nos fameux « swaps de liquidités » entre Banques centrales. Une brève mais convaincante expérience a été menée (ou improvisée) au matin du 11 Septembre 2001 quand un grand nombre d'institutions financières ont cessé de fonctionner, à New York, faisant émerger un risque systémique majeur à l'échelle internationale. Puis les mêmes principes d'intervention ont été généralisés et élargis à un plus grand nombre de banques centrales, à partir de l'été 2007 et surtout à l'automne 2008, après la fermeture de la banque Lehman.

Sur le fond, au-delà des multiples éléments contextuels, le cœur du problème qu'un prêteur en dernier ressort doit traiter tient à ce que les banquiers appellent simplement un « accident de paiement ». Mais plutôt que des petits impayés entre personnes privées, qui ne laissent aucune trace dans les annales, on a affaire ici à des suspensions de paiements par de grandes banques (Lehman-Brothers en 2008), un État souverain (l'Argentine en 2001, le Venezuela aujourd'hui), ou encore des pays entiers, qui imposent des contrôles sur les sorties de capitaux (la Malaisie en 1998, l'Islande en 2008).

En soi, rompre des contrats et bloquer les ajustements de marchés est une affaire sérieuse. Mais le risque est surtout que la crise s'étende par le fameux « effet domino ». Des paiements dus n'arrivent pas à destination en temps voulu en raison du règlement des importations, du service de la dette, des désinvestissements boursiers, des prêts interbancaires à court terme, etc. Du coup, des institutions financières ne disposeront pas, au moment dit, des sommes parfois massives sur lesquelles elles comptaient – hier lundi, très exactement, avant l'ouverture des marchés. Si elles n'arrivent pas à absorber ce choc non-anticipé, elles peuvent très vite se trouver incapables à leur tour de régler leurs obligations de paiement immédiates, si bien qu'elles vont elles aussi interrompre leurs paiements. Un nouveau domino tombe à ce moment-là et risque de déstabiliser un peu plus ces voisins. Et ainsi de suite jusqu'à ce que, potentiellement, l'ensemble du système financier soit bloqué.

Au plan national, la réponse classique vient de la Banque centrale, qui apporte aux institutions menacées la liquidité dont elles ont urgemment besoin : c'est le fameux « *whatever it takes* » de Mario Draghi, en juillet 2012, lorsque la crise grecque menaçait l'ensemble du système financier européen. Le problème, de nos jours, est que les marchés sont puissamment intégrés au plan international et que la plupart des institutions financières utilisent simultanément toutes les monnaies internationales – le dollar en premier lieu, puis l'euro, livre sterling, yen, etc. Dans un contexte de crise systémique, leur demande urgente de cash peut donc se porter sur plusieurs de ces monnaies, alors que la plupart de ces établissements n'ont d'accès garanti qu'à la seule Banque centrale du pays ou de la région où elles sont établies. Une banque régionale européenne peut se tourner vers la BCE en cas de pénurie aigue d'Euro, mais elle n'a pas accès à la Réserve Fédérale ou à la Banque d'Angleterre. C'est à ce problème exact auquel répondent (enfin) nos fameux *swaps*. En particulier, dans un monde où le dollar reste

sans conteste la monnaie dominante et où des milliers d'institutions financières de part le monde s'endettent à court terme en dollar, tout assèchement du marché monétaire américain peut dévaster l'ensemble du système financier internationale.

Concrètement, les swaps de liquidité consistent, on l'a dit, en des contrats bilatéraux entre Banques centrales, par lesquels la Réserve Fédérale et la BCE, par exemple, échangent provisoirement des montants équivalents de leurs monnaies respectives. La Fed peut alors offrir des euros à des banques américaines qui ont un besoin immédiat de cette devise, et vice-versa pour la BCE avec les dollars. Et quand la crise se résorbe et que les canaux de financement habituels des banques se rétablissent, ces dernières remboursent ces devises à leur Banque centrale, laquelle peut « déboucler le swap » - rendre ses dollars à la Fed et récupérer ses euros. C'est ainsi que les Banques centrales sont devenues des prêteurs en dernier ressort « multi-guichets », capables virtuellement de prêter dans toutes les devises internationales. En outre, des Banques centrales de taille régionale peuvent intervenir pour soutenir les autorités monétaires d'une économie voisine, très intégrée à la leur. La Suède, par exemple, a soutenu de cette manière les Républiques baltes parce que ses principales banques commerciales contrôlaient directement une grande partie des systèmes bancaires locaux : mieux valaient aider les banques centrales baltes à contrôler la crise chez elles, plutôt que de la laisser contaminer le système bancaire suédois.

La portée de l'innovation est soulignée enfin par son incroyable simplicité contractuelle : les swaps demandent littéralement quelques minutes pour être formalisés et exécutés ; ils peuvent être signés pour deux jours ou pour trois mois et être renouvelés tout aussi aisément ; ils peuvent porter sur un ou deux milliards, mais aussi sur plusieurs dizaines de milliards de dollars, voir plus d'une centaine, comme on l'a relevé. Et puis, point crucial, contrairement aux crédits du FMI, les swaps n'impliquent *aucune conditionnalité* en termes de politique économique ou de bon usage des ressources ainsi apportées. C'est aussi pourquoi les coûts de transaction associés à cette méthode de gestion des crises sont si bas.

## **Les contreparties de l'inconditionnalité**

Voilà le fond de l'affaire : jusque dans les années 1980, la régulation des paiements internationaux restait fondée sur une règle multilatérale, structurée par le principe de conditionnalité, et mise en œuvre par une organisation à caractère universel. Aujourd'hui ces trois termes ont disparu. Avec l'ascension des Banques centrales, illustrée supérieurement par l'adoption des swaps, on est passé à un régime reposant in fine sur des transactions bilatérales entre Banque centrales, se développant en réseau, selon un principe de reconnaissance mutuelle, sans règle de conditionnalité et donc sans dispositif formel de surveillance.

Il est aisé, bien sûr, de souligner à quel point les pratiques multilatérales issues de l'après-guerre est éloignée du principe de l'égalité des voix souveraines, cela en particulier dans le cas du FMI, où ces voix sont pondérées par le système des quotas. Reste ce point essentiel, acquis avec la Société des Nations et considérablement renforcé après 1945 : il y a « un effet de la forme multilatérale », qui s'exprime en particulier dans l'universalisme de l'organisation, le principe de « comparabilité de traitement » entre tous les pays-membres et, enfin, dans des pratiques d'*accountability* peut-être insuffisantes mais cependant indéniables. Il suffit pour le vérifier de passer dix minutes sur le site-web du FMI, puis de chercher sur les sites des Banques centrales les quelques textes qui décrivent la pratique des swaps ou les principes selon lesquelles elles accordent ou non ces lignes bilatérales ...

La reconnaissance mutuelle implique a contrario une logique d'exclusion et de hiérarchisation internationale beaucoup plus crue et directe que le multilatéralisme classique. Et ce qui ressort en premier lieu, c'est évidemment la position dominante du dollar et de la Fed: celle-ci peut décider de passer un swap avec le Brésil et le refuser à l'Argentine ; elle peut écarter la Corée dans un premier temps, puis renouer avec elle. Enfin, elle ne traite ni avec la Chine ni avec l'Inde. La quasi-totalité des pays en développement, enfin, est entièrement exclue de ce réseau et se trouve donc renvoyer, spécifiquement, au FMI et à ses règles lourdes de négociation et de surveillance.

Se révèle ainsi une hiérarchie des Banques centrales et des monnaies, faite à la fois de rapports de force politique et de pression directe des marchés, c'est-à-dire des opérateurs privés. L'évolution depuis les années 1980 de la gestion des crises financières reflète, en ce sens, celle de l'économie mondiale. Elle nous suggère (à nouveau) qu'en ouvrant la voie à une gouvernance formellement dépolitisée, portée par les réseaux technocratiques, la globalisation met elle-même sous pression les règles politiques du multilatéralisme classique.

Cette évolution peut certes trouver une sorte de prolongement, ou un vague écho dans la politique de l'administration Trump, comme dans la montée en puissance de nouvelles organisations, ou de nouveaux réseaux, construits notamment par la Chine. Mais il s'agit là de phénomènes tout différents qui ne s'éclairent pas tellement les uns les autres, même si leurs effets pourront éventuellement s'additionner. Dans le cas des swaps, cette dimension politique ou géopolitique n'est pas *le motif* ou *la raison agissante* de cette action collective. Les swaps révèlent et amplifient une hiérarchie implicite entre devises, qui est produite sur les marchés, dans les choix des agents, même si des paramètres géopolitiques puissants sont bien sûr présents à l'arrière-plan. Dans sa mise en œuvre, cette innovation ne cherchait qu'à répondre aux crises de la finance internationale auxquelles ces acteurs technocratiques s'ajustent, dans le feu de la crise, par voie d'essais et d'erreurs, dans une démarche qui est essentiellement pragmatique.



## Pour aller plus loin

- Aizenman J., Y Jinjark and D. Park. 2010. *International Reserves and Swap Lines: Substitutes or Compliments?* NBER, Working Paper 15804.
- Bourgeon, P et J. Sgard. Liquidity Swaps between Central Banks, the IMF, and the Evolution of the International Financial Architecture. A paraître dans *Oxford Handbook of International Governance*. Brousseau, Glachant, Sgard (eds). Oxford University Press, à paraître en 2019.
- Broz, L J. 2012. The Federal Reserve as Global Lender of Last Resort, 2007-2010. Annual Meeting of the APSA, Aug 30-Sept 2. 40 p.
- Fleming M. and N. Klagge. 2010. The Federal Reserve's Foreign Exchange Swap Lines., 16 (4). *FRBNY Current Issues*
- Obstfeld, M., J. C. Shambaugh, and A. M. Taylor. 2009. Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008. *American Economic Review: Papers and Proceedings*. 99 (2), p. 480-86.
- Nikolaidis K., and G. Schaffer. 2005. Transnational Mutual Recognition Regimes: Governance without Global Government. *Law and Contemporary Problems*. 68 (3-4), pp. 263-317.
- Pauly, L. W. 1996. *The League of Nations and the Foreshadowing of the International Monetary Fund*. Princeton Essays in International Finance, 201.
- Sachs, J. 1995. Do We Need an International Lender of Last Resort? Frank D. Graham Lecture, Princeton University, April.
- Schmidt, S. K. 2002. The impact of mutual recognition – Inbuilt limits and domestic responses to the single market. *Journal of European Public Policy*. 9(6), p. 935-53.
- Toniolo, G. *Central Bank Cooperation at the Bank of International Settlements, 1930-1973*. Cambridge: Cambridge University Press. 725 s.

Publié dans [lavidessidees.fr](http://lavidessidees.fr), le 21 septembre 2018.