

Le 18 janvier 2011

INITIATIVE DU
PALAIS-ROYAL*

LA REFORME DU SYSTEME
MONETAIRE INTERNATIONAL :
UNE APPROCHE COOPERATIVE POUR
LE VINGT-ET-UNIEME SIECLE

* Groupe réuni par
Michel Camdessus, Alexandre Lamfalussy et Tommaso Padoa-Schioppa,
et comprenant également
Sergey Aleksashenko, Hamad Al Sayari, Jack T. Boorman, Andrew Crockett,
Guillermo de la Dehesa, Arminio Fraga, Toyoo Gyohten, Xiaolian Hu,
André Icard, Horst Koehler, Guillermo Ortiz, Maria Ramos,
Y.Venugopal Reddy, Edwin M. Truman, et Paul A. Volcker

*« Tous ceux qui veulent penser l'après-crise
en termes constructifs doivent, à mon sens,
se poser la question de la reconstruction
d'un véritable ordre monétaire international. »*

TOMMASO PADOA-SCHIOPPA (†)

*« Le Fantôme du Bancor:
La crise et le désordre monétaire mondial »*

25 février 2010

Tommaso Padoa-Schioppa, qui fut l'un des promoteurs de l'Initiative du Palais-Royal, est décédé le 18 décembre 2010, quelques jours après l'avant-dernière réunion du Groupe.

Avec lui, le monde a perdu un remarquable architecte et avocat du bien commun mondial.

PREFACE

La crise mondiale, qui s'est propagée à la quasi-totalité des économies développées et a réduit la croissance mondiale au cours de la première décennie de ce nouveau siècle, est en voie d'être maîtrisée. Toutefois, son coût en termes humains et financiers a été considérable : le chômage a atteint un niveau inacceptable, des institutions et des marchés financiers ont été ébranlés, les déficits budgétaires menacent de devenir ingérables.

Le but de ce rapport n'est pas de faire le procès de tous les facteurs qui ont contribué à la crise, qu'il s'agisse de l'importance relative de politiques économiques erronées, des faiblesses structurelles des institutions financières, des défaillances de la régulation et de la supervision ou des carences des dispositifs monétaires internationaux. Certes, des progrès ont été réalisés récemment, mais beaucoup reste à faire dans le secteur financier. Le présent rapport s'attachera à la réforme du système monétaire international. Nous pensons, en effet, que l'on n'a pas consacré une attention suffisante à l'importance du système monétaire international (SMI).

À l'occasion du Sommet de Toronto, les dirigeants du G20 se sont donné pour objectif commun de « construire un système monétaire international plus stable et résistant ». Les risques inhérents au système actuel (un « non-système » selon nombre d'observateurs) sont, en effet, trop importants pour être négligés. Ce sont notamment le repli sur un système économique éclaté et vulnérable aux pressions protectionnistes, le recours aussi à des politiques nationales ou régionales incompatibles. En un mot, le progrès vers des marchés ouverts et compétitifs à l'échelle mondiale, à l'origine de tant de bienfaits pour une si grande partie de la population mondiale, se trouve menacé.

Comme anciens ministres, gouverneurs de banques centrales et responsables d'institutions nationales ou internationales¹, nous ne connaissons que trop bien les faiblesses et les insuffisances du système actuel. Ce document présente notre diagnostic et quelques orientations de réforme pour une gouvernance plus coopérative du système monétaire mondial, susceptible d'assurer la discipline et la stabilité nécessaires à une croissance soutenable et créatrice d'emplois.

M. Sergey Aleksashenko

M. Hamad Al Sayari

M. Jack T. Boorman

M. Michel Camdessus

M. Andrew Crockett

M. Guillermo de la Dehesa

M. Arminio Fraga

M. Toyoo Gyohten

Mme Xiaolian Hu

M. André Icard

M. Horst Koehler

M. Alexandre Lamfalussy

M. Guillermo Ortiz

M. Tommaso Padoa-Schioppa (†)

Mme Maria Ramos

M. Y. Venugopal Reddy

M. Edwin M. Truman

M. Paul A. Volcker

¹ Un seul d'entre nous est encore en activité. Tous les avis exprimés sont les opinions personnelles des membres du groupe.

I. LA NECESSITE D'UNE REFORME

1. La crise mondiale. La crise qui a submergé l'économie mondiale en 2008 a pris par surprise la plupart des experts et des responsables politiques. Elle mettait en lumière un certain nombre de vulnérabilités passées jusque-là inaperçues. Bien que ces vulnérabilités aient été principalement situées dans les secteurs financiers des principales économies avancées, les difficultés se sont rapidement étendues à l'ensemble du système monétaire et financier international et ont donné lieu à l'interruption soudaine voire à l'inversion des flux de capitaux, d'où une pénurie de liquidité ; les investisseurs se sont, en effet, hâtés de réduire leur exposition au risque et à limiter leurs financements financés par emprunts. La crise a mis en évidence davantage encore les liens étroits entre les économies et les marchés financiers du monde : un choc subi par un grand pays se propage rapidement à l'ensemble du système.

2. La réponse. La réponse à la crise a mis en lumière l'effet bénéfique d'une coordination mondiale des politiques de relance budgétaire et monétaire ; l'injection massive de liquidités a évité un effondrement encore plus spectaculaire de l'activité économique dans le monde. Cela a permis une certaine réduction des déséquilibres mondiaux. Dans la sphère financière, une série de réformes ont été adoptées et sont mises en œuvre ; d'autres sont en cours d'examen. Ces évolutions justifient un certain optimisme.

3. Des dangers persistent. Le secteur financier, toutefois, présente toujours d'importantes vulnérabilités liées, entre autres, au rôle du « système bancaire de l'ombre » (*shadow banking system*) en rapide développement. En outre, il n'a pas été remédié pour l'instant aux faiblesses structurelles présentes de longue date dans les dispositifs monétaires internationaux. Ces faiblesses mettent en cause la capacité du système monétaire international à remplir durablement son objectif fondamental, qui est de « fournir un cadre facilitant les échanges de biens, de services et de capitaux entre nations et favorisant une croissance économique saine » (article IV des statuts du Fonds monétaire international). Parmi ces faiblesses, citons notamment :

➤ *Un processus d'ajustement mondial inefficace*

- Le système manque d'une discipline efficace et les pays peuvent accumuler d'importants déséquilibres de leurs comptes courants pendant des périodes prolongées sans subir de réelles pressions pour leur ajustement.
- L'« examen par les pairs » des politiques des États membres dans le cadre du FMI -sa surveillance- s'est souvent révélé inefficace lorsqu'il s'est agi d'amener des pays en déséquilibres interne et externe à ajuster leur politique ; il en a été notamment ainsi en l'absence de besoin d'emprunter auprès du Fonds, reflétant entre autres l'insuffisante rigueur des procédures du FMI.
- Cette situation comporte trois risques majeurs : (a) la réapparition de déséquilibres prolongés et, finalement, insoutenables des comptes courants, pouvant conduire à de graves désordres, (b) des tensions inflationnistes mondiales si de trop nombreux pays mènent des politiques budgétaires et monétaires trop expansionnistes ou, à l'inverse, (c) un effet de resserrement sur l'économie mondiale si de trop nombreux pays tentent simultanément de dégager des excédents de leur compte de transactions courantes.

➤ ***Des excès financiers et des flux de capitaux déstabilisants***

- Dans la période qui a précédé la crise, une expansion mondiale insoutenable a été favorisée par une croissance rapide du crédit à l'échelle mondiale. Des taux d'intérêt exceptionnellement bas, accompagnés d'une accumulation massive d'avoires de réserve officiels sur cette période, ont suscité une poursuite effrénée de rendements. Dans le cadre d'une surveillance inadéquate d'un système financier en rapide développement, les primes de risque ont atteint des niveaux irréalistes et des « bulles » ont affecté les prix d'actifs. Ces vulnérabilités croissantes ont échappé à tout contrôle, pour partie en raison de l'absence de définitions et d'instruments de mesure communément admis de la liquidité mondiale.
- Les importantes fluctuations des flux de capitaux observées récemment, reflétant en partie l'essor incontrôlé de la liquidité mondiale, sont de nature à compromettre l'aptitude des pays à préserver leur stabilité macroéconomique et financière.
- La capacité des différents pays ou des institutions internationales à faire face à une future crise systémique de liquidité n'est pas garantie. Il n'existe pas de prêteur en dernier ressort au plan mondial pour faire face aux variations brutales de la liquidité internationale, contrairement à ce qui existe au niveau national. Au plus profond de la crise récente, des mesures de coopération efficaces ont été adoptées. Elles ont pris la forme de *swaps* et de lignes de crédit octroyées par un certain nombre de banques centrales à leurs partenaires, y compris sur certains marchés émergents. Un triplement des ressources du FMI est intervenu ainsi qu'un réaménagement de ses facilités de prêt pour offrir à grande échelle un soutien de précaution et des liquidités ; enfin, une allocation de droits de tirage spéciaux (DTS) a été décidée pour un montant de 250 milliards de dollars. Toutes ces mesures, cependant, demeureraient ponctuelles.

➤ ***Des variations excessives des taux de change et des écarts par rapport aux fondamentaux***

- Depuis l'avènement du flottement généralisé en 1973, les taux de change des principales monnaies du système ont largement fluctué, reflétant le jeu de forces spéculatives puissantes et changeantes, souvent sans lien avec les fondamentaux. Les taux de change n'ont pas toujours évolué dans un sens favorable à la résorption des déséquilibres. Ces écarts par rapport aux fondamentaux peuvent découler de politiques budgétaires, monétaires et de change inappropriées, ou du comportement des marchés. Les économies ouvertes de petite taille, en particulier, ont été confrontées à des difficultés. Des fluctuations fortes et durables des monnaies peuvent ainsi entraîner des distorsions sévères dans l'ensemble du système et affecter l'allocation des ressources.

➤ ***Une expansion excessive des réserves internationales***

Ni l'offre ni la demande d'avoires de réserves ne relèvent de décisions collectives. Il en résulte plusieurs conséquences :

- Un certain nombre d'économies émergentes et -à un moindre degré- d'économies avancées, ont accumulé un volume sans précédent de réserves internationales, soit comme un objectif en soi (par exemple, pour se prémunir contre des incertitudes futures), soit en vertu d'autres politiques intérieures ou extérieures (pour limiter, par exemple, l'appréciation de leur taux de change). Les exportations nettes de capitaux des économies émergentes vers les économies avancées qui en découlent semblent en contradiction avec les priorités à long terme de leur développement économique.
- L'accès facile au financement a contribué aux déséquilibres financiers en permettant de retarder les ajustements nécessaires, y compris des politiques nationales, en matière budgétaire par exemple.

- Les avoirs de réserves sont restés concentrés sur un petit nombre de monnaies, principalement le dollar des États-Unis. Une certaine diversification des avoirs de réserve se manifeste actuellement. La question se trouve posée du besoin d'un moyen multilatéral pouvant faciliter cette diversification et éviter que les anticipations relatives aux décisions des détenteurs de réserves officielles ne suscitent des arbitrages déstabilisateurs de la part des investisseurs privés. Il est important de traiter cette question de façon appropriée.

4. L'absence d'une gouvernance mondiale effective. Il n'existe aucune structure de gouvernance globale à l'échelle mondiale qui garantisse la cohérence entre elles des décisions majeures de politique économique et financière prises au niveau national, y compris en matière de change, et qui puisse contribuer ainsi à la stabilité mondiale. Pourtant, dans un monde aussi étroitement interconnecté, les résultats de chaque pays dépendent très largement des évolutions et des décisions prises ailleurs. Dans un tel environnement, la nécessité s'impose de règles et de procédures contribuant donc à garantir cette cohérence globale. Le FMI était censé offrir ce cadre de cohérence, mais trois raisons ont contribué à réduire son efficacité :

- Pendant trop longtemps, on a largement admis qu'il serait suffisant -pour garantir la stabilité mondiale- que chaque pays gère convenablement ses propres affaires et évite de manipuler son taux de change. Cette conception d'une fonction auto-équilibrante des marchés et des économies s'est révélée trop optimiste.
- Il n'existe pas de cadre d'analyse largement accepté pour mesurer les effets des politiques menées dans les grands pays sur les autres économies et sur le système financier dans son ensemble.
- Le FMI, au centre du système, a souffert d'un « déficit de légitimité », lié à la fois à la sous-représentation de certaines économies émergentes et de certaines pays en développement, et à l'inefficacité du processus d'« examen par les pairs » pour influencer les politiques de ses principaux pays membres.

L'échec du Fonds à adapter à temps sa structure de gouvernance a compromis sa capacité à jouer le rôle qui lui était dévolu de mécanisme institutionnel de promotion de la coopération monétaire internationale (Article I). Le G20, qui s'est imposé *de facto* comme la principale instance de coopération économique et financière, a contribué à combler cette lacune. Au-delà de ses succès face à la récente crise, le G20 pourrait voir son efficacité et sa légitimité renforcées s'il était en mesure, de quelque manière, de s'exprimer au nom de l'ensemble des pays constituant l'économie mondiale.

5. L'urgence. La plupart des problèmes évoqués ci-dessus ne sont pas nouveaux, mais tout retard à y porter remède constitue autant d'obstacles empêchant de recueillir tous les effets bénéfiques de la mondialisation. Aussi longtemps que les problèmes du système monétaire international ne seront pas traités, l'économie mondiale en voie d'intégration croissante sera de plus en plus vulnérable. Des réformes au coup par coup sont donc de plus en plus inadéquates. Pour être pleinement significative, une réforme globale passe nécessairement par la mise en œuvre de mesures à court terme s'inscrivant dans une vision à plus long terme.

La suite de ce rapport présente les grands axes de réforme susceptibles de permettre la réalisation de ces objectifs. À la demande du Président du G20, un rapport plus détaillé fournira dans les prochaines semaines des propositions plus précises sur ces questions.

*

* *

II. LES VOIES D'UNE REFORME

6. Les principaux problèmes que, de longue date, les gouvernements doivent résoudre paraissent être les suivants :

- i. L'absence dans ce système d'une discipline efficace assurant son ajustement global ;
- ii. La volatilité des taux de change et leur évolution, souvent incompatibles avec un ajustement ordonné et une efficace allocation des ressources ;
- iii. Les difficultés de gestion de la liquidité mondiale pour éviter tant son insuffisance que ses excès ;
- iv. Les questions relatives au rôle du droit de tirage spécial (DTS) ;
- v. Les problèmes de gouvernance présents dans le processus de décision et le fonctionnement du système.

Les développements ci-dessous décrivent quelques questions qui nous paraissent devoir être traitées parmi les éléments d'une large réforme du système monétaire international.

1. POLITIQUES ECONOMIQUES ET FINANCIERES

7. Les répercussions des politiques nationales. Les politiques internes et externes des différents pays interagissent et influent sur la stabilité régionale et mondiale bien au-delà de l'horizon des politiques nationales et de la stabilité de chaque pays. L'expérience des dernières décennies montre que, souvent, les problèmes apparus dans les économies nationales n'ont pas été résolus en temps opportun, reflétant à la fois des différences d'analyse et l'échec de la surveillance du FMI à produire les ajustements nécessaires des politiques économiques et financières de ses membres. Enfin, même lorsque la politique économique menée par un pays est propice à sa propre stabilité, elle peut avoir des répercussions négatives sur les autres pays.

8. Le renforcement de la surveillance. Il est donc nécessaire de renforcer la surveillance du FMI sur ses membres. Celle-ci doit porter sur les politiques budgétaire, monétaire et financière des États, avec une attention particulière accordée aux évolutions du taux de change et de la liquidité mondiale, comme cela est évoqué ci-après. Cette surveillance renforcée appelle un réexamen de la gouvernance des principales institutions internationales ainsi que de leurs relations avec l'ensemble des pays. Elle doit, en particulier, intégrer les principaux éléments suivants : (a) des obligations multilatérales renforcées, adossées à des normes claires et objectives ou à des indicateurs quantitatifs s'appliquant aux politiques et aux performances économiques et financières, et servant de signal d'alarme en cas de franchissement de certains seuils appropriés, (b) des procédures d'évaluation permettant d'identifier les causes et les conséquences de tout écart par rapport à ces normes, et (c) des suites, y compris la possibilité de mettre en place des dispositifs d'incitations et des sanctions. Si tous les pays doivent être soumis aux mêmes obligations et aux mêmes procédures d'évaluation, une attention particulière doit être portée à ceux dont les politiques sont susceptibles d'avoir une plus grande incidence sur la stabilité du système monétaire international.

2. TAUX DE CHANGE

9. Importance. Les régimes de taux de change sont au cœur de tout système monétaire international. L'un des objectifs essentiels d'un système monétaire international efficace doit être de conduire à des taux de change relativement stables et conformes aux fondamentaux des différentes économies. À cet égard, le monde connaît actuellement des tensions flagrantes. Les taux de change sont déterminés par une combinaison de politiques actuelles ou anticipées et par les forces du marché. L'instabilité peut donc avoir plusieurs origines : des politiques incohérentes ou

insoutenables, ou la combinaison de politiques susceptibles d'entraîner des désajustements importants et durables des taux de change ; il peut s'y ajouter des perceptions inexactes de la part des intervenants de marché de ce que sont les fondamentaux à long terme ou les politiques futures ; il s'y ajoute enfin des activités purement spéculatives.

10. Politiques et indicateurs de référence. Pour que le système puisse fonctionner efficacement, les pays doivent conduire leurs politiques économiques et financières en veillant à ce que les taux de change soient globalement conformes aux fondamentaux et à l'équilibre mondial. Les membres du FMI, en vertu de ses statuts, ont le choix de leur régime de change et ont obligation d'éviter de les manipuler ou de se soustraire des règles du système monétaire international pour s'assurer de façon déloyale un avantage concurrentiel. Le FMI est chargé d'exercer une « ferme surveillance » sur les politiques de change de tous ses États membres. Ses prises de position sur ce sujet ont été rarement catégoriques et leur impact a été généralement insuffisant, voire inexistant, sur les politiques de ses membres les plus importants. Il est donc nécessaire de rendre les obligations des pays en ce domaine plus spécifiques, en utilisant par exemple des indicateurs fondés sur leurs données macro-économiques de base et permettant d'identifier les degrés d'instabilité ou de désajustement. Ces indicateurs pourraient également fournir des indications sur le renforcement nécessaire des politiques pour réduire les déviations entraînées par le marché par rapport aux données fondamentales.

Les principaux pays ont la responsabilité particulière d'atténuer les fluctuations importantes et persistantes de leurs monnaies et leurs incidences négatives sur le reste du monde. Une réflexion plus approfondie sur les meilleurs moyens d'y parvenir dans ce nouveau contexte international est nécessaire.

3. LIQUIDITE GLOBALE

11. Un concept essentiel. Les conditions de liquidité au niveau mondial sont influencées par les orientations de politique monétaire sur les principales places financières, par les régimes de change ainsi que par le comportement du système financier en matière d'innovation et de prise de risque. Des conditions trop accommodantes ou trop restrictives peuvent avoir des effets indésirables. La liquidité recouvre de nombreuses dimensions et elle peut changer rapidement car, dans une certaine mesure, les perceptions qu'on peut en avoir sont le fruit d'un état d'esprit déterminé par la confiance ou la crainte ; elles peuvent donc changer rapidement. La recherche d'une gestion de la liquidité qui puisse contribuer à l'instauration au plan mondial de conditions monétaires et financières équilibrées s'avère donc particulièrement délicate.

12. Le suivi et la surveillance. Une approche commune pour comprendre et mesurer la liquidité globale est nécessaire, de même qu'une meilleure surveillance des évolutions qui peuvent faire varier la liquidité de façon spectaculaire en cas de brusques changements de la confiance des marchés reflétée dans l'évolution des *spreads* de risque. Cette approche nécessitera une coopération plus étroite entre les banques centrales et les autorités responsables des politiques macro-prudentielles des principales économies et places financières, afin de veiller à ce que les conditions de liquidité au plan mondial soient compatibles avec une stabilité systémique durable.

13. Faire face aux flux de capitaux. Des flux de capitaux importants et volatils, de nature à gravement compromettre la stabilité macroéconomique et financière, sont l'une des conséquences potentielles d'un excès de liquidité au niveau mondial. Il convient donc de réfléchir plus avant à de nouvelles mesures, telles que les contrôles des mouvements de capitaux et des mesures macro-prudentielles plus importantes permettant aux pays de protéger efficacement leurs économies des effets négatifs de ces flux. Ces interventions doivent être limitées au strict nécessaire ; la principale difficulté à cet égard est de s'assurer que ces mesures ne créent pas des distorsions plus dommageables à long terme que les entrées de capitaux elles-mêmes et ne créent pas de

conséquences défavorables sur les autres pays (par exemple, en détournant vers eux les flux de capitaux). Il serait utile dans ce domaine de développer des orientations internationales couvrant les problèmes soulevés autant par les entrées que les sorties de capitaux déstabilisatrices. Il doit être clair que le recours au contrôle des flux de capitaux pour maintenir un taux de change surévalué ou sous-évalué n'est pas compatible avec le bon fonctionnement du système monétaire international.

14. La fourniture de liquidité en périodes de crise. Compte tenu de l'expérience acquise lors de la crise récente, il convient de prendre de nouvelles mesures permettant au FMI de se rapprocher davantage d'un rôle de prêteur en dernier ressort au niveau mondial, prêt à agir d'une manière fiable, en fonction de règles, avec les garde-fous appropriés pour limiter l'aléa moral. Cela permettrait à ses membres de bénéficier d'un filet de sécurité financière plus solide, à un coût moindre pour les pays et pour le système lui-même que l'accumulation de réserves.

4. ROLE DES DTS

15. Le système monétaire international va continuer d'évoluer, reflétant pour partie le changement constant des poids relatifs des différentes économies dans le monde. La question se pose de savoir si des instruments monétaires non nationaux peuvent avoir un rôle à jouer en réponse à des besoins nouveaux suscités par un monde multipolaire. Tel serait le cas de la demande d'un avoir de réserve supplémentaire ou d'un numéraire international qui ne soit pas directement affecté par les politiques domestiques d'un pays donné. Le DTS, panier composé à l'heure actuelle de quatre devises librement utilisables émises par des économies représentant une large part du commerce mondial, a été créé en 1969 pour garantir une création suffisante à long terme d'avoirs de réserve primaires dans le cadre du système de taux de change fixes de Bretton Woods. Son usage s'est considérablement réduit après le démantèlement de celui-ci et la fin du rattachement du dollar à l'or. Le DTS a toutefois démontré son utilité durant la crise récente avec une allocation à caractère exceptionnel. Il pourrait être intéressant d'examiner à nouveau son rôle potentiel (comme avoir de réserve, comme unité de compte, etc.) au service du bien public commun de la stabilité monétaire et financière dans le monde d'aujourd'hui globalisé et de plus en plus multipolaire. De plus, la question de son rôle potentiel dans une perspective à long terme devrait rester à l'étude, non seulement pour rester en conformité avec les engagements pris au titre des statuts du FMI², mais également en raison du rôle qu'il pourrait jouer pour répondre à toute demande éventuelle.

5. GOUVERNANCE

16. Les problèmes. Ces dernières années, la gouvernance du système monétaire international a été confrontée à trois problèmes essentiels qui ont entravé son bon fonctionnement.

- La nécessité de disposer d'une structure de prise de décision alliant à la fois légitimité et efficacité en fournissant un cadre formel pour les relations entre le groupe des chefs d'État et de gouvernement concerné, leurs suppléants et les principales institutions financières internationales.
- Le fait que le processus d'évaluation par les pairs a tendance à fonctionner comme un système de protection mutuelle, invite à établir un mécanisme rompant avec ce pacte de facto de non-agression entre les pays, laissant l'intérêt général global sans défense efficace.
- L'insuffisante légitimité reconnue au FMI, problème qui a été en partie traité lors de la réunion du G20 à Séoul en novembre 2010.

² Art VIII, Section 7 : « Chaque État membre s'engage à collaborer avec le Fonds et avec les autres États membres afin de veiller à ce que la politique qu'il suit en ce qui concerne les avoirs de réserve soit compatible avec les objectifs consistant à favoriser une meilleure surveillance internationale des liquidités internationales et à faire du droit de tirage spécial le principal instrument de réserve du système monétaire international. »

17. Une architecture intégrée. Le fonctionnement du système pourrait être amélioré grâce à l'adoption d'une gouvernance fondée sur une architecture intégrée à trois niveaux :

- Les chefs d'État ou de gouvernement, se réunissant, sauf en périodes de crise, à intervalles peu fréquents (par exemple une fois par an) ;
- Les ministres des Finances et les gouverneurs de banques centrales prenant les décisions stratégiques liées au fonctionnement du système monétaire international dans le cadre d'un « Conseil » prévu par les statuts du Fonds, et
- Les administrateurs qui contrôlent les travaux du FMI, et son Directeur général.

Les trois niveaux seraient organisés sur la base de circonscriptions, méthode qui, dans l'ensemble, a fait ses preuves au FMI et à la Banque mondiale.

18. L'intérêt général. Afin que l'intérêt général soit mieux pris en compte, un Comité consultatif mondial (*Global Advisory Committee – GAC*), composé de personnalités indépendantes et éminentes, nommées selon une procédure transparente, pourrait s'avérer utile ; il offrirait, en toute indépendance et de façon publique, des conseils aux principaux organes du FMI dans le domaine de la surveillance, de la gestion de la liquidité et des réserves internationales, à sa propre initiative ou à leur demande.

*
* *

CONCLUSION

La crise a annoncé, et même accéléré, une transition vers un monde nouveau où les économies émergentes jouent un rôle important pour la croissance mondiale, au même rang que les économies avancées ; il s'agit d'un monde fondamentalement multipolaire et dans lequel les problèmes monétaires devront être traités en coopération. Le système monétaire international issu de la réforme à laquelle nous aspirons doit préserver les gains des soixante-cinq dernières années, sans succomber à sa propre instabilité. Il s'agit d'un système qui préserve la liberté des échanges commerciaux et des paiements courants et qui permet un meilleur partage des gains liés à une mondialisation financière convenablement régulée. Un système dans lequel tous les pays reconnaissent leur rôle dans la stabilité mondiale et acceptent que les objectifs nationaux à court terme puissent, le cas échéant, être subordonnés à l'intérêt commun. La coopération internationale est, dans le long terme, un élément indispensable de la recherche de la prospérité au niveau national. Cela devrait inciter chaque pays à faire preuve d'un sens renouvelé de responsabilité et de discipline envers le système dans son ensemble. Le G20 occupe une position privilégiée pour promouvoir le bien commun à l'échelle mondiale et le faire prévaloir, s'il le faut parfois, aux dépens d'interprétations limitées et étroites des intérêts nationaux.

Les chances de l'instauration d'un véritable ordre monétaire international se trouvent ici en jeu.

COMPOSITION DU GROUPE « INITIATIVE DU PALAIS-ROYAL »

Membres		
Sergey	Aleksashenko	Ancien Sous-gouverneur, Banque centrale de Russie
Hamad	Al Sayari	Ancien Gouverneur, Saudi Arabian Monetary Agency
Jack T.	Boorman	Ancien Directeur, Département de la stratégie, des politiques et de l'évaluation, et Conseiller spécial auprès du Directeur général, FMI
Michel	Camdessus	Ancien Directeur général, FMI
Andrew	Crockett	Ancien Directeur général, BRI
Guillermo	De la Dehesa	Ancien Secrétaire d'État à l'Économie et aux Finances, Espagne
Arminio	Fraga	Ancien Gouverneur, Banque centrale du Brésil
Toyoo	Gyohten	Ancien Vice-ministre des Finances, Japon
Xiaolian	Hu	Vice-président de la China Society of Finance and Banking
André	Icard	Ancien Directeur général adjoint, BRI
Horst	Koehler	Ancien Directeur général, FMI
Alexandre	Lamfalussy	Ancien Directeur général, BRI
Guillermo	Ortiz	Ancien Gouverneur, Banco de México
Tommaso	Padoa-Schioppa (†)	Ancien ministre des Finances, Italie
Maria	Ramos	Ancien Directeur général, Trésor national, Afrique du Sud
Y. Venugopal	Reddy	Ancien Gouverneur, Reserve Bank of India
Edwin M.	Truman	Ancien Secrétaire adjoint aux Affaires internationales du Trésor américain
Paul A.	Volcker	Ancien Président, Federal Reserve Board

Experts		
Isabelle	Mateos y Lago	Conseiller, FMI
Pietro	Catte	Directeur, Département des Études internationales, Banca d'Italia
Corrinne	Ho	Économiste senior, BRI
Irena	Asmundson	Économiste, FMI
Sylvie	Naville	Administrateur, Forum des marchés émergents

La préparation de ce rapport à été rendue possible grâce au généreux soutien de :

- Compagnia di San Paolo, Turin
- Emerging Markets Forum, Washington
- Groupe AXA, Paris
- Institute for New Economic Thinking, New York

Nous souhaitons leur exprimer à tous notre profonde gratitude.

Groupe « **Initiative du Palais-Royal** »

January 18, 2011

PALAIS-ROYAL
INITIATIVE*

REFORM OF THE INTERNATIONAL
MONETARY SYSTEM:
A COOPERATIVE APPROACH FOR THE
TWENTY FIRST CENTURY

* A group convened by **Michel Camdessus, Alexandre Lamfalussy**
and **Tommaso Padoa-Schioppa**, and also comprising
Sergey Aleksashenko, Hamad Al Sayari, Jack T. Boorman, Andrew Crockett,
Guillermo de la Dehesa, Arminio Fraga, Toyoo Gyohten, Xiaolian Hu,
André Icard, Horst Koehler, Guillermo Ortiz, Maria Ramos,
Y.Venugopal Reddy, Edwin M. Truman, and Paul A. Volcker

*« I would suggest that all those eager
to envisage the post-crisis era in constructive terms
need to promote the reconstruction
of a fully fledged international monetary order.»*

TOMMASO PADOA-SCHIOPPA (†),

*“The Ghost of Bancor:
the Economic Crisis and Global Economic Disorder”*

25 February, 2010

Tommaso Padoa-Schioppa, who was one of the conveners of the Palais-Royal Initiative, passed away on December 18, 2010, a few days after the penultimate meeting of the Group.

With him, the world has lost an outstanding architect and advocate of the global common good.

PREFACE

The global crisis, which swept through almost all the economically well-developed nations and curtailed world growth in the first decade of the new century, is being contained. However, the cost has been enormous in human and financial terms: unacceptably high unemployment, shattered financial institutions and markets, and budget deficits that threaten to become unmanageable.

The purpose of this report is not to judge all the factors contributing to the crisis: the relative importance of misguided economic policies, structural weaknesses in financial institutions, failures in regulation and supervision, and weaknesses in international monetary arrangements. While we agree that, in spite of recent progress, there remains much to be done in the financial sector, the focus of this report is on international monetary reform. We share a conviction that too little attention has been paid to the importance of the International Monetary System (IMS). The G20 Leaders on the occasion of their Toronto meeting, agreed on the common goal “to build a more stable and resilient international monetary system”. Indeed, the risks inherent in the current system (or “non-system” as many describe it) are too large to ignore. Those risks include retreating into a fragmented economic system vulnerable to protectionist pressure, and resorting to mutually inconsistent national or regional policies. In sum, the progress toward open, competitive markets on a global scale that has brought so many gains to so much of the world population, is at risk.

As former Ministers, Central Bank Governors and officials in national or international institutions¹, we are all too familiar with the weaknesses and inadequacies of the existing system. This note outlines our diagnosis and some avenues of reform toward a more cooperative governance of the global monetary system that can produce the discipline and stability needed to underpin sustainable growth and employment creation.

Mr. Sergey Aleksashenko

Mr. Hamad Al Sayari

Mr. Jack T. Boorman

Mr. Michel Camdessus

Mr. Andrew Crockett

Mr. Guillermo de la Dehesa

Mr. Arminio Fraga

Mr. Toyoo Gyohten

Ms. Xiaolian Hu

Mr. André Icard

Mr. Horst Koehler

Mr. Alexandre Lamfalussy

Mr. Guillermo Ortiz

Mr. Tommaso Padoa-Schioppa (†)

Mrs. Maria Ramos

Mr. Y. Venugopal Reddy

Mr. Edwin M. Truman

Mr. Paul A. Volcker

¹ Only one of us is still in official service. All opinions expressed here are members' personal views.

I. THE NEED FOR REFORM

1. The global crisis. The crisis that engulfed the global economy in 2008 caught most experts and policy makers by surprise, bringing to light a number of hitherto unnoticed vulnerabilities. While these were chiefly found in the financial sectors of major advanced countries, troubles there quickly spread to the entire international monetary and financial system, in the form of a sudden stop or reversal of capital flows and in liquidity shortages, as investors scrambled to reduce risk exposures and deleveraged. The crisis made even more obvious how tightly the economies and financial markets of the world are tied together, with a shock in one major country rapidly propagating to the entire system.

2. The response. The crisis response highlighted the benefit of policy coordination as global fiscal and monetary stimulus, and the injection of massive amounts of liquidity averted an even more dramatic worldwide collapse in economic activity. These developments also resulted in some narrowing of global imbalances. In the *financial* sphere, a series of reforms have been adopted and are now in the process of being implemented, and others are under consideration. These developments justify a measure of optimism.

3. Persistent dangers. However, significant vulnerabilities remain in the financial sector, related inter alia to the role of the shadow banking system. In addition, the long-standing structural weaknesses of our international monetary arrangements have yet to be addressed. These weaknesses put in doubt the ability of the International Monetary System to durably fulfill its fundamental purpose, namely "... to provide a framework that facilitates the exchange of goods, services, and capital among countries, and that sustains sound economic growth (Article IV of the International Monetary Fund). These weaknesses include the following:

➤ *Ineffective global adjustment process*

- The system lacks effective discipline and countries can accumulate large current account imbalances for extended periods without facing effective pressures for adjustment.
- The peer review over the policies of member countries to be exercised by the IMF ("surveillance") has often been ineffective in bringing about policy adjustment on the part of countries with internal and external imbalances, especially when they have no need to borrow from the Fund, reflecting, among other issues, the lack of teeth of IMF procedures.
- This situation is fraught with three major risks: (i) the resurgence of prolonged and ultimately unsustainable current account imbalances, susceptible to unwinding in a very disorderly way, (ii) global inflationary pressure if too many countries run excessively expansionary fiscal and monetary policies or, conversely, (iii) undue restraint on the global economy if too many countries try simultaneously to run current account surpluses.

➤ *Financial excesses and destabilizing capital flows*

- In the run up to the crisis, an unsustainable global expansion was facilitated by rapid growth in global credit. Exceptionally low interest rates (accompanied by massive official reserve accumulation over the same period) triggered an intense search for yield. Combined with

inadequate supervision over the financial system, including a blossoming shadow banking system, unrealistically compressed risk spreads and asset bubbles developed. These mounting vulnerabilities went unchecked in part because there are no commonly agreed definitions and measures of global liquidity.

- Large swings in capital flows as have occurred recently, in part as a symptom of an expansion of unchecked global liquidity, can overwhelm countries' ability to preserve macroeconomic and financial stability.
- The capacity of individual countries or international institutions to cope with a future systemic liquidity crisis is not assured. In dealing with sudden shifts in international liquidity, unlike at the national level, globally there is no lender of last resort. In the recent crisis, effective cooperative measures were taken at the peak of the crisis. These included swaps and liquidity lines extended by a number of central banks to counterparts, including in some emerging markets; tripling of the IMF's resources and revamping its lending facilities to allow for large scale precautionary and liquidity support; and a \$250 billion SDR allocation. But these measures were ad hoc.

➤ *Excessive exchange rate fluctuations and deviations from fundamentals*

- Since the advent of generalized floating in 1973, exchange rates among the major currencies in the system have fluctuated widely, reflecting strong and capricious speculative forces often disconnected from fundamentals. Exchange rates have failed to move consistently in a direction promoting the adjustment of imbalances. Such deviations from fundamentals can be the result of either inadequate fiscal, monetary and exchange rate policies or market behavior. This has posed particular problems for small open economies. Large, lasting swings in currency values can cause serious distortions in the system and in the allocation of resources.

➤ *Excessive expansion of international reserves*

Neither the supply of nor the demand for reserves are subject to collective decision-making. Several consequences of this can be identified:

- A number of emerging market countries and, to a lesser extent, advanced economies have accumulated an unprecedented volume of international reserves, either as a goal in itself (e.g. as a cushion against future uncertainties) or as a result of other policies domestic or external (e.g. to limit exchange rate appreciation). The resulting large and persistent net export of capital from emerging markets to advanced economies appears contrary to longer term priorities for economic development.
- Easy availability of financing has contributed to financial imbalances by postponing needed adjustment, including domestic policies such as fiscal imbalances.
- Reserve balances have remained concentrated in a small number of currencies, predominantly the US dollar. Some diversification of reserves is taking place, but the question is being raised of the need for a multilateral way of facilitating such diversification to avoid the risk that expectations of moves by official reserve holders may trigger destabilizing shifts in private portfolios. It is important that such issue be properly dealt with.

4. Lack of effective global governance. There is no unified global governance structure to help ensure that major economic and financial policy decisions made nationally, including exchange rate policies, are mutually consistent and contribute to global stability. In a world so deeply inter-connected, economic outcomes in each country depend significantly on developments and policy decisions made in others. In such a world, there is a strong case for rules and processes to be developed to help ensure that major economic and financial policy decisions made nationally are mutually consistent and contribute to global stability. The IMF was intended to provide this structure, but has been insufficiently effective, for three reasons:

- For too long, it was presumed by many that if each country kept its own house in order, and did not manipulate its exchange rate, that would be enough to guarantee global stability. This view has proven too optimistic with respect to the self-equilibrating function of markets and economies.
- There is no shared analytic framework for assessing the spillover effects of policies in large countries on other economies and the system at large.
- The IMF, as the central institution of the system, has suffered from a “legitimacy deficit”, reflecting both the underrepresentation of some emerging market and developing countries, and the failure of the Fund’s peer review process to have much influence over the policies of its largest members.

The failure to adjust its governance structure in a timely manner has hindered the Fund’s ability to act as the intended institutional “machinery” to promote international monetary cooperation (Article I). The emergence of the G20 as the de facto primary forum for economic and financial cooperation contributed to fill that void. Notwithstanding the success of the G20 in reacting to the onset of the recent crisis, its effectiveness and legitimacy could be improved if somehow it could speak for all countries in the global economy.

5. Urgency. Most of the problems described above are not new, but the consequences of not addressing them are increasing and inhibiting the realization of the full benefits of globalization. As long as problems in the international monetary system are not addressed, an increasingly integrated world economy becomes more and more vulnerable. A muddling through approach therefore is an increasingly inadequate response. Any meaningful comprehensive reform will require taking near-term steps within a longer-term vision.

The remainder of this report outlines avenues for reform that could meet these aims. At the request of the chairman of the G20, a follow-up report in coming weeks will provide more specific suggestions on these issues.

*
* * *

II. AVENUES FOR REFORM

6. The key long-standing issues that governments have to resolve seem to be the following:

- i. The absence of effective discipline towards global adjustment in the system;
- ii. The volatility of exchange rates and their behavior that often appears to be inconsistent with orderly adjustment and allocative efficiency;
- iii. The difficulties in managing global liquidity to avoid both droughts and floods;
- iv. The questions surrounding the role of the SDR;
- v. The governance issues tied up in the decision-making and operations of the system.

In what follows, we sketch some of the issues that we believe need to be addressed as elements of a comprehensive reform of the International Monetary System.

1. ECONOMIC AND FINANCIAL POLICIES

7. Policy spillovers. Countries' policies, both domestic and external, interact and affect regional and global stability in ways that go beyond each country's domestic policies and stability. The experience of the past decades has shown that problems emerging in national economies have often not been addressed in a timely manner, reflecting both differences in analytic understanding and the inability of IMF surveillance over its members' economic and financial policies to yield needed policy adjustments. Even when policies are appropriate for a country's own stability, they may have adverse spillovers on others.

8. Stronger surveillance. Strengthened surveillance over its members is therefore required. It should address fiscal, monetary and financial policies of national governments, with particular attention to exchange rate and global liquidity developments, as elaborated below. Stronger surveillance necessitates review of the governance of key international institutions and their relations with all countries. It should contain, in particular, the following key elements: (a) stronger multilateral obligations, backed by clear, objective norms or quantitative benchmarks on economic and financial policies and performance to function as alarm signals with appropriate thresholds, (b) assessment procedures that permit judgment about the causes and implications of any deviation from those policy norms, and (c) consequences, including the possibility of both incentives and sanctions. While all countries should have the same obligations and assessment procedures, particular attention should be directed to countries whose policies have a larger potential impact on the stability of the International Monetary System.

2. EXCHANGE RATES

9. Importance. Exchange rate regimes are at the heart of any international monetary system. An essential objective of a well functioning International Monetary System should be delivering exchange rates that are reasonably stable and in line with fundamentals. In this regard, tensions are all too obvious in the current environment. Exchange rates are driven by a

combination of present and anticipated policies, and by market forces. Thus, instability may arise from several sources: inconsistent or unsustainable policies (or policy mixes) that can give rise to large and persistent exchange rate misalignments, false perceptions by market agents regarding long-term fundamentals or future policies, and more purely speculative activities.

10. Policies and benchmarks. For the system to operate effectively, countries need to conduct their economic and financial policies with an eye to fostering exchange rates broadly in line with fundamentals and with global balance. Under the Articles of Agreement, members of the IMF already have the right to choose their own exchange rate arrangements, and a stated obligation to avoid manipulating their exchange rate or the International Monetary System in order to secure an unfair competitive advantage. The IMF is expected to exercise “firm surveillance” over all members’ exchange rate policies. Forceful pronouncements from the IMF on this front have been rare, however, and generally with insufficient or no effect on the policies of the largest members. There is, then, a need to make countries’ obligations on exchange rate policies more specific, including possibly through the use of benchmarks based on macroeconomic fundamentals to identify instability and misalignment. Such benchmarks could also inform strengthened efforts to mitigate market-driven deviations from fundamentals. In particular, major countries have a special responsibility to mitigate the large and persistent swings of their currencies and their negative impacts on the rest of the world. Further consideration of the best ways of achieving this in a new international context is necessary.

3. GLOBAL LIQUIDITY

11. A critical concept. Global liquidity conditions are influenced by the monetary policy stances in major financial centers, exchange rate arrangements, and the innovative and risk-taking behavior of the financial system. Conditions that are either too loose or too tight can have undesirable consequences. Liquidity has many dimensions and can change quickly as, to some degree, perceptions are a state of mind dominated by confidence or fear. The search for the appropriate approach to the management of liquidity conducive to balanced monetary and financial conditions at the global level is thus particularly challenging.

12. Monitoring and surveillance. A shared approach to the understanding and measurement of global liquidity is needed, as is better surveillance of developments that can dramatically change liquidity conditions when there is a significant change in market confidence (as reflected, for example, in risk spreads). This approach will require reinforced cooperation among the central banks and authorities in charge of macro-prudential policies of the largest economies and financial centers, with a view to ensuring global liquidity conditions consistent with sustained systemic stability.

13. Dealing with capital flows. One potential consequence of excessive global liquidity is large and volatile capital flows, which can pose acute challenges to macroeconomic and financial stability. Thus, further consideration should be given to measures, such as capital controls and broader macro-prudential measures that might effectively allow countries to protect their economies from their negative effects. Such interventions should be limited and a key challenge in this regard is to ensure that the measures do not create distortions more harmful in the longer run than the inflows themselves, and do not affect other countries negatively (e.g., by deflecting capital flows to them). The development of internationally agreed guidelines in this area,

covering both issues of disruptive inflows and outflows would be useful. It should be clear that using capital controls to maintain an either overvalued or undervalued exchange rate is not compatible with a well-functioning International Monetary System.

14. Liquidity provision in crisis times. In light of the experience of the recent crisis, further steps should be taken to make the IMF more akin to a global lender of last resort ready to act in a reliable, rules-based fashion, and with appropriate protections to limit moral hazard. This would provide the membership with a stronger financial safety net at a lower cost for the countries and for the system itself than through reserve accumulation.

4. THE ROLE OF THE SDR

15. The International Monetary System will continue to evolve, in part reflecting continued shifts in the relative weights of different economies in the world. There is a question of whether non-national currency instruments may have a role to play in addressing some of the new needs that arise in a multi-polar world, e.g. demand for a complementary reserve asset or for an international numeraire not directly affected by the domestic policies of one economy. The SDR – a basket made up currently of four freely usable currencies issued by economies accounting for large share of world trade – was first created in 1969 to ensure an adequate long-term creation of primary reserve assets in the context of the Bretton-Woods system. Its use was considerably reduced after the system of fixed exchange rates and the peg of the U.S. dollar to gold was dismantled. It has nevertheless demonstrated its usefulness during the recent crisis with an exceptional allocation. It might be useful to re-explore its potential role (e.g. as a reserve asset or as a unit of account, etc.) in serving the public common good of monetary and financial stability in the new context of today’s globalized and increasingly multi-polar world. Furthermore, the issue of its potential role in a long term perspective should remain under consideration, not only to stay in compliance with the undertaking of the Articles of Agreement¹, but also in view of the role it could play in addressing potential demands that may arise.

5. GOVERNANCE

16. Issues. Three essential issues have surfaced over recent years in the governance of the International Monetary System, hindering its proper functioning:

- The need for a decision-making structure combining legitimacy and effectiveness by giving a formal framework to the relationship between the pertinent group of Heads of State or Government, their deputies, and the key International Financial Institutions;
- The tendency for peer review process to operate as peer protection, suggesting the need for a mechanism to break the de facto “pact of non-aggression” among countries that leaves the global interest without an effective advocate;

¹ Art. VIII, Section 7: “Each member undertakes to collaborate with the Fund and with other members in order to ensure that the policies of the member with respect to reserve assets shall be consistent with the objectives of promoting better international surveillance of international liquidity and making the special drawing right the principal reserve asset in the international monetary system”.

- The legitimacy deficit of the IMF, partly addressed by the Seoul G20 meeting of November 2010.

17. An integrated architecture. A better functioning system could be achieved by the adoption of a system of governance based on a three level integrated architecture, comprised of:

- The Heads of Government or State, meeting sparingly (e.g., once a year) except in times of crisis;
- The Finance Ministers and Central Bank Governors, taking strategic decisions related to the functioning of the International Monetary System in the framework of a “Council” as envisaged in the Fund’s Articles of Agreement, and,
- Executive Directors overseeing the work of the IMF, and its managing director.

All three levels would have a constituency-based organization similar to that which generally has served well the IMF and World Bank.

18. Global interest perspective. In order to give a stronger voice to the global interest, a Global Advisory Committee (GAC) made up of eminent independent personalities appointed following a transparent procedure could be useful to provide independent and public advice to the key organs of the IMF in the fields of surveillance and the management of international liquidity and reserves, whether at its own initiative or at their request.

*
* *

CONCLUDING REMARKS

The crisis heralded, indeed accelerated, a transition to a new world where emerging market economies together play a large role on a par with advanced ones in driving global growth; a world that will be fundamentally multi-polar, and in which global monetary problems must be dealt with cooperatively. The reformed International Monetary System we aspire to is one that preserves the gains of the past sixty-five years, without succumbing to its own instability. It is a system that maintains freedom of trade and current payments and that allows sharing more widely the benefits of financial globalization, appropriately regulated. It is a system where all countries recognize their stake in global stability and accept that near-term national objectives may, if needed, be constrained by the global interest. International cooperation is, in the long run, a necessary ingredient in the search for national prosperity. This should lead every country to look with a renewed sense of responsibility and discipline to the system as a whole. The G20 is in a powerful position to promote the global common good, and to make it prevail, at times against limited, parochial interpretations of national interests. The opportunity for the emergence of a fully fledged international monetary order is here at stake.

COMPOSITION OF THE PALAIS-ROYAL INITIATIVE

Members		
Sergey	Aleksashenko	Former Deputy Governor, Central Bank of Russia
Hamad	Al Sayari	Former Governor, Saudi Arabian Monetary Agency
Jack T.	Boorman	Former Director, Policy Development and Review Department, and Special Advisor to the Managing Director, IMF
Michel	Camdessus	Former Managing Director, IMF
Andrew	Crockett	Former General Manager, BIS
Guillermo	De la Dehesa	Former State Secretary of Economy and Finance, Spain
Arminio	Fraga	Former Governor, Central Bank of Brazil
Toyoo	Gyohten	Former Vice Minister of Finance, Japan
Xiaolian	Hu	Vice President of China Society of Finance and Banking
André	Icard	Former Deputy General Manager, BIS
Horst	Koehler	Former Managing Director, IMF
Alexandre	Lamfalussy	Former General Manager, BIS
Guillermo	Ortiz	Former Governor, Banco de México
Tommaso	Padoa-Schioppa (†)	Former Minister of Finance, Italy
Maria	Ramos	Former Director General, National Treasury, South Africa
Y. Venugopal	Reddy	Former Governor, Reserve Bank of India
Edwin M.	Truman	Former Assistant Secretary for International Affairs of the U.S. Treasury
Paul A.	Volcker	Former Chairman, Federal Reserve Board

Experts		
Isabelle	Mateos y Lago	Advisor, IMF
Pietro	Catte	Director, International Research Department, Banca d'Italia
Corrinne	Ho	Senior Economist, BIS
Irena	Asmundson	Economist, IMF
Sylvie	Naville	Forum Manager, Emerging Markets Forum

The preparation of this report has been made possible
thanks to the generous support of:

- Compagnia di San Paolo, Torino
- Emerging Markets Forum, Washington
- AXA Group, Paris
- Institute for New Economic Thinking, New York

We would like to express our deep gratitude to all of them.

The Palais-Royal Initiative
