

L'avenir des monnaies de réserve

Benjamin J. Cohen

Depuis près d'un siècle, le dollar américain règne de manière incontestée; le temps de cette suprématie est-il révolu?

LA CRISE économique mondiale a une nouvelle fois soulevé la question de l'avenir des monnaies de réserve. Pendant près d'un siècle, le dollar américain a régné en maître incontesté sur les autres devises. Cependant, au cours des dernières décennies, il a souffert d'une perte de confiance en raison des déficits persistants du compte courant et de la dette extérieure croissante des États-Unis. De plus en plus, les observateurs se sont mis à annoncer la fin de la suprématie du dollar. Nombreux furent ceux qui considérèrent le destin du dollar scellé après l'effondrement du marché immobilier américain en 2007, qui entraîna le plus grand bouleversement sur les marchés financiers américains depuis la crise de 1929.

Pourtant, on l'a vu, la crise est loin d'avoir été fatale au dollar. Pas même les difficultés du secteur financier, qui ont nécessité des interventions massives de l'État, n'ont suffi à le faire tomber définitivement en disgrâce. Au lieu de cela, ironie du sort, la crise a provisoirement renforcé la position mondiale du billet vert, les investisseurs se réfugiant dans le dollar par mesure de sécurité. À l'automne dernier, la demande de bons du Trésor américain était si forte que les rendements sont tombés à zéro ou en dessous. Pourtant, l'avenir du dollar continue de faire l'objet de débats houleux (Helleiner and Kirshner, 2009). Sur le long terme, il est largement admis que le déclin du billet vert reprendra, mettant fin une fois pour toutes au règne sans partage du dollar.

Mais cela soulève une question fondamentale : par quoi le dollar serait-il remplacé? D'aucuns affirment que ce pourrait être l'euro, d'autres le yen ou le renminbi. Et certains appellent de leurs vœux une nouvelle monnaie de réserve internationale, éventuellement fondée sur un actif de réserve, le droit de tirage spécial (DTS), du FMI. Pourtant, aucune de ces solutions n'est idéale. En réalité, il n'y a pas de solution de remplacement évidente, qui attendrait son heure en coulisses. On pourrait dire, en paraphrasant la formule célèbre de Winston Churchill sur la démocratie, que le dollar pourrait s'avérer le pire des choix, à l'exception de tous les autres.

Le plus probable est qu'on arrivera à une situation moins tranchée — un peu comme pendant l'entre-deux-guerres, où la livre sterling

était en déclin et le dollar en plein essor, sans qu'aucune des deux devises ne soit dominante. À mon avis, nous verrons émerger, dans les années à venir, une situation semblable, avec plusieurs devises en lice, sans qu'aucune ne se détache clairement des autres comme ce fut le cas dans la période récente. Les conséquences politiques et économiques d'un système monétaire plus fragmenté pourraient être considérables.

Économie et politique

Faute d'une monnaie mondiale soutenue par un gouvernement mondial efficace, le commerce et les investissements internationaux doivent s'appuyer sur des monnaies nationales acceptables par différents pays. Il y a donc un décalage entre les juridictions dont émanent ces devises et les marchés sur lesquels elles sont utilisées, d'où une dimension politique souvent négligée dans les analyses purement économiques.

L'étude conventionnelle des monnaies internationales se fonde sur la distinction entre les trois fonctions fondamentales de la monnaie — moyen d'échange, unité de compte et réserve de valeur — et ce à deux niveaux : le marché privé et l'action des pouvoirs publics. Sur les marchés, une devise internationale joue un rôle dans les opérations de change, dans la facturation des échanges commerciaux et dans les investissements financiers. Pour les gouvernements, elle joue un double rôle comme point d'ancrage du taux de change et monnaie de réserve. Au niveau des marchés, ce sont en général les considérations économiques qui déterminent les préférences. Au niveau des pouvoirs publics, il y a en outre un aspect politique inévitable.

La dimension politique vient de ce qu'une devise internationale offre à l'État qui l'émet des avantages incomparables, politiques aussi bien qu'économiques. Les économistes ont tendance à se concentrer sur les avantages économiques, comme le seigneurage international, c'est-à-dire le gain de ressources réelles quand la monnaie d'un pays est acquise et détenue à l'extérieur de ses frontières. Un autre avantage économique réside dans la plus grande flexibilité qu'elle offre au pays émetteur en lui permettant de financer ses déficits dans sa propre monnaie. C'est ce que Charles de Gaulle appelait le «privilege exorbitant» des



États-Unis dans les années 60. Mais il y a également des avantages politiques. Le gouvernement du pays émetteur d'une monnaie internationale jouit d'une marge de manœuvre plus large pour lancer des initiatives diplomatiques ou militaires à l'extérieur de ses frontières. C'est ce que les spécialistes de sciences politiques appellent la puissance *brute*. Le pays émetteur gagne en influence géopolitique. Il ne faut pas oublier non plus le prestige que procure une devise internationale, ce que les analystes politiques appellent la puissance *douce*. Le prix Nobel Robert Mundell (1993) n'a-t-il pas écrit que «les grandes puissances ont de grandes devises»?

Évidemment, il peut aussi y avoir des inconvénients pour l'émetteur, notamment lorsque les étrangers accumulent de façon excessive des avoirs en sa monnaie. Il peut alors être forcé de relever les taux d'intérêt pour soutenir le cours de sa monnaie. En définitive, son autonomie d'action peut être mise à mal s'il doit contrer la fuite vers d'autres actifs. Comme l'illustre bien la longue et douloureuse expérience du Royaume-Uni après la Seconde Guerre mondiale, la défense d'une grande devise en déclin peut s'avérer très coûteuse. À l'intérieur du pays comme à l'étranger, des sacrifices et des concessions considérables peuvent être nécessaires.

Toutes ces considérations entrent en jeu lorsque les gouvernements choisissent leur monnaie de réserve. Les préférences des acteurs du marché, essentiellement fondées sur des calculs économiques, jouent également un rôle. En effet, aucun gouvernement ne choisira une devise si elle n'est pas déjà largement utilisée par le secteur privé. Les banques centrales sont naturellement sensibles aux questions de liquidité, de commodité de change et de taux de rendement relatifs. Mais quand le choix est opéré parmi le petit nombre de solutions qui ont la faveur des marchés, il obéit aussi inmanquablement à des considérations politiques, en particulier la qualité de la gouvernance dans le pays émetteur et la nature de ses relations avec les autres États. Le pays émetteur

est-il en mesure d'assurer la stabilité politique sur son territoire? Est-il capable de projeter sa puissance à l'étranger? Jouit-il de liens intergouvernementaux solides — une relation traditionnelle de type protecteur-protégé ou une alliance militaire formelle avec certains pays? L'avenir des monnaies de réserve est une question d'*économie politique*, et pas seulement d'économie.

En deuxième position

Considérons le cas de l'euro, largement considéré comme le concurrent naturel du dollar. L'euro est né il y a une dizaine d'années, avec beaucoup des qualités indispensables pour être accepté au niveau international : une large assise économique, la stabilité politique et un taux d'inflation faible envié par beaucoup, le tout soutenu par une autorité monétaire commune, la Banque centrale européenne, dont la raison d'être est de préserver la confiance dans la valeur future de la devise. L'Europe est l'égale des États-Unis en termes de production et de commerce. Pourquoi ne pourrait-elle pas l'être aussi pour les questions monétaires?

Cette question fait abstraction du fait que, malgré tous ses points forts, l'euro souffre d'insuffisances considérables. Il est plombé en particulier par le fort parti pris anticroissance des dispositions qui sous-tendent la politique monétaire et budgétaire dans la zone euro, lequel amplifie d'autres facteurs qui affaiblissent le potentiel de production de l'Europe (par exemple le vieillissement de la population, la rigidité du marché du travail et la rigueur de la réglementation). On peut difficilement attendre d'une économie européenne peu dynamique qu'elle rende l'euro attirant pour le commerce et l'investissement. En outre, les ambiguïtés bien connues de la structure de gouvernance de la zone euro font forcément réfléchir les observateurs extérieurs. Tout le monde sait bien que l'euro est une construction artificielle, le produit complexe d'un traité international, et qu'il ne vaut que l'accord multilatéral qui le sous-tend.

Il n'est donc pas étonnant que l'euro ait été accueilli, au niveau international, avec un relatif manque d'enthousiasme. Sur le marché privé, si l'on tient compte de la suppression des coûts de transaction internes à la zone euro, la monnaie unique a tout juste réussi à se maintenir au niveau des monnaies auxquelles elle a succédé. Dans la mesure où le mark allemand était déjà la deuxième devise internationale, il eût été extrêmement choquant que l'euro fasse moins bien. Après un départ en flèche, son utilisation sur les marchés s'est largement stabilisée ces cinq dernières années. En outre, elle se développe de façon très inégale selon les secteurs, les émissions de titres d'emprunt arrivant en tête alors que l'utilisation de l'euro progresse à peine dans des domaines tels que les opérations de change. L'activité se concentre aussi dans les pays ayant des liens géographiques et/ou institutionnels avec la zone euro — ce que l'on pourrait appeler l'arrière-cour naturelle de l'euro, à savoir l'Europe, le pourtour méditerranéen et certaines régions d'Afrique.

Pourtant, nombreux sont ceux qui continuent de prédire un avenir radieux à l'euro en tant que monnaie de réserve. Même si la devise européenne ne représente aujourd'hui qu'un quart des réserves mondiales, contre près de deux tiers pour le dollar, l'euro pourrait dépasser le dollar en dix ans à peine, si l'on en croit certaines prévisions économétriques largement diffusées (Chinn and Frankel, 2008). Mais est-ce un scénario réaliste? On peut difficilement considérer qu'une étude statistique qui ne tient compte que de trois variables causales, toutes de nature économique, fait autorité. Qu'a-t-on fait de tous les paramètres diplomatiques et militaires qui jouent inévitablement un rôle dans les choix des gouvernements? Dans ce contexte, ignorer la dimension politique revient à mettre Hamlet en scène en se passant du prince.

Le Japon, par exemple, s'est longtemps abrité sous le parapluie sécuritaire des États-Unis pour se protéger contre les menaces extérieures. On pourrait dire la même chose, bien que ce soit de manière moins formelle, de la plupart des pays du Golfe exportateurs de pétrole. On imagine mal que l'un de ces pays, qui détiennent tous d'importantes réserves en dollars, coure le risque de mettre à mal ses relations avec Washington pour gagner quelques points de base de rendement sur ses réserves. Comme chacun sait, la zone euro est composée d'un amas d'États souverains dont les intérêts ne coïncident, en pratique, que partiellement. L'idée même d'une Europe qui pourrait se substituer efficacement à l'influence politique ou militaire des États-Unis au Moyen-Orient ou ailleurs défie l'imagination. Les scénarios fondés sur des modèles économétriques parcimonieux ont sans doute leur utilité, mais il est presque sûr qu'ils sont incomplets ou trompeurs, voire carrément faux.

Autres concurrents et possibilités

Existe-t-il d'autres possibilités? Le yen fut un temps considéré comme l'héritier présomptif du dollar mais ressemble à présent davantage à un concurrent fatigué et malheureux. Pendant les années 70 et 80, quand l'économie florissante du Japon semblait destiner le pays au statut de superpuissance, l'utilisation internationale du yen augmenta rapidement, en particulier sur les marchés obligataires internationaux. Mais, à la fin des années 80, l'éclatement de la bulle japonaise mit brusquement un terme à l'essor du yen. Actuellement, après plusieurs années de stagnation intérieure, le yen semble être dans une situation qui fait penser au long déclin de la livre sterling à une autre époque.

Le déclin du yen pourrait-il alors permettre l'essor de la monnaie chinoise? Monnaie de l'une des plus grandes économies du monde, le renminbi («la monnaie du peuple») possède indéniablement des atouts. Cependant, son utilisation internationale reste rudimentaire malgré les efforts récemment déployés par Pékin pour accroître le pouvoir d'attraction de la devise. Son adoption est découragée par des obstacles autrement plus sérieux que ceux qui entravent l'euro ou le yen, notamment une panoplie complète de contrôles sur les mouvements de capitaux et un système financier gravement sous-développé. Avec le temps, ces handicaps seront peut-être surmontés, mais nous n'en sommes pas encore là.

Le candidat de l'ombre

On parle beaucoup dernièrement de la création d'une nouvelle monnaie de réserve mondiale, qui serait probablement fondée sur le DTS déjà existant. Cette idée, encouragée notamment par les déclarations de personnalités chinoises et russes, a été reprise par une commission des Nations Unies dirigée par l'ancien économiste en chef de la Banque mondiale, Joseph Stiglitz. Certains voient un début d'application de cette solution dans l'émission prochaine d'obligations par le FMI, que la Chine et la Russie entendent utiliser pour diversifier une part de leurs réserves au détriment du dollar. Mais là aussi les obstacles sont nombreux. Malgré l'allocation de DTS équivalant à 250 milliards de dollars à laquelle le FMI vient de procéder, les DTS constituent en tout moins de 5 % des réserves mondiales. Peut-on en créer suffisamment pour qu'ils fassent réellement la différence? Est-il possible d'en fournir de manière plus flexible? Et surtout, qui aura la responsabilité de leur gestion? Faute d'un gouvernement efficace pour la soutenir, une monnaie de réserve internationale, quelle qu'elle soit, fondée sur les DTS ou créée *de novo*, sera difficilement crédible, fût-ce a minima. Les ambiguïtés de la structure de gouvernance de la zone euro semblent presque triviales en comparaison.

De fait, rien n'illustre mieux la dimension politique inhérente au choix d'une monnaie de réserve. D'importants détenteurs de dollars comme la Chine et la Russie sont frustrés — et on les comprend — par l'absence d'autres solutions satisfaisantes que le billet vert et redoutent les effets que pourrait avoir sur leurs réserves une spéculation contre la devise américaine. Mais, plus spécifiquement, ces deux pays ont des rêves de puissance et ne cachent pas leur ressentiment face à ce qu'ils appellent l'«hégémonie» mondiale de Washington. Ils sont tout à fait conscients du rôle que joue le dollar en termes de privilèges géopolitiques pour les États-Unis. Dès lors, comment ne pas voir dans leurs appels à remplacer le dollar une campagne voilée visant à couper les ailes de l'aigle américain? L'idée a valeur de symbole en tant que menace contre la puissance brute et la puissance douce des États-Unis. La question de savoir si elle est envisageable d'un point de vue pratique n'a qu'une importance secondaire.

Un système fragmenté

En bref, même si l'avenir du dollar ne semble pas aussi radieux que naguère, celui de ses principaux concurrents n'est pas beaucoup plus prometteur. Le dollar devrait perdre un peu de terrain au fur et à mesure que le centre de gravité de l'économie mondiale se déplacera vers la Chine, l'Inde et d'autres marchés émergents, qui détiennent actuellement la majeure partie des réserves mondiales. Rares sont ceux, parmi ces pays, qui sont aussi proches des États-Unis que les alliés traditionnels des Américains que sont les pays

d'Europe et le Japon. En l'absence d'une alternative séduisante, le repli du dollar sera de toute façon limité.

Un système plus fragmenté semble donc se profiler, avec une concurrence vive et aucune monnaie réellement dominante. Les conséquences économiques et politiques pourraient être considérables, bien que les taux de change flottants permettent d'amortir les chocs. Mais leurs fluctuations ne suffisent pas toujours à compenser les incohérences de l'action des pouvoirs publics et peuvent même devenir une source de tension si elles sont manipulées par les gouvernements ou amplifiées par un comportement spéculatif des marchés. Faute d'un chef de file capable d'assurer un degré minimal de compatibilité entre les politiques nationales, les relations monétaires mondiales seront en permanence exposées à un risque d'instabilité, voire pire.

Il faut admettre qu'un système plus fragmenté ne serait pas forcément une mauvaise chose et pourrait même être une amélioration. Pour beaucoup, la principale menace contre la stabilité monétaire sur le long terme réside dans les déficits colossaux du compte courant américain. En tant que fournisseur de la devise la plus demandée au monde, les États-Unis se retrouvent dans la position du détenteur de monopole péchant par excès de confiance et abusant de son «privilege exorbitant». Selon certains, une fois la suprématie du dollar attaquée par des rivaux émergents, les États-Unis seront contraints de maîtriser leur appétit d'épargne étrangère, ce qui réduira le risque de crises. Cela dépend cependant en grande partie du type de relations qu'entretiennent les dirigeants du système. La dernière fois que le monde fut obligé de vivre avec un système de devises fragmenté, pendant l'entre-deux-guerres, le moins qu'on puisse dire est que le résultat fut lamentable. L'absence

de coopération entre les Britanniques, avec leur livre affaibli, et les États-Unis, volontairement isolationnistes, fut une cause essentielle des catastrophes financières qui suivirent le krach boursier de 1929. Peut-on espérer mieux cette fois-ci?

Les optimistes soulignent que le contexte a changé. Contrairement aux années qui suivirent la Première Guerre mondiale, une pléthore d'organisations multilatérales et autres forums ont vu le jour qui ont institutionnalisé les pratiques de coopération, du FMI au G-20. Les gouvernements sont bien mieux éclairés à présent et savent où se trouvent leurs intérêts. Les pessimistes, en revanche, insistent sur les impératifs persistants de la souveraineté nationale, qui contraignent toujours les gouvernements à placer des intérêts triviaux au-dessus de ce que l'on peut concevoir comme le bien général, en particulier en temps de crise. Ainsi, malgré les leçons du passé, la coopération monétaire a tendance à être épisodique au mieux et, au pire, elle ne vaut pas plus que le papier sur lequel on rédige les communiqués conjoints. Le temps nous dira qui des optimistes ou des pessimistes a raison. ■

Benjamin J. Cohen est professeur d'économie politique internationale à l'université de Californie, à Santa Barbara.

Bibliographie :

Chinn, Menzie, and Jeffrey Frankel, 2008, "Why the Euro Will Rival the Dollar," International Finance, Vol. 11, n°1 (Spring), p. 49-73.

Helleiner, Eric, and Jonathan Kirshner, eds., 2009, The Future of the Dollar (Ithaca, New York: Cornell University Press).

Mundell, Robert, 1993, "EMU and the International Monetary System: A transatlantic Perspective," Austrian National Bank Working Paper 13 (Vienna).

■ 2009 ■ ASSEMBLÉE ANNUELLE ■



QUAND : 3-5 octobre 2009

OÙ : Istanbul, Turquie

Pour plus de détails, veuillez contacter :
Annual Meetings Program of Seminars
IMF—World Bank Group
Washington, DC 20431, U.S.A.

Téléphone : (1) 202-473-3394

Télécopie : (1) 202-623-4004

Courriel : seminars@worldbank.org

Internet : www.worldbank.org/pos

Rendez-vous à Istanbul

pour le programme de séminaires 2009

Réflexion



Priorités



Action

Le programme de séminaires vous donnera l'occasion exceptionnelle de rencontrer des cadres influents du secteur privé du monde entier, des dirigeants de 186 pays membres et d'autres responsables du développement et de la finance pour engager un dialogue franc et constructif et ainsi renforcer le réseau de coopération internationale.

Principaux thèmes pour 2009

- ◆ Crise mondiale et ripostes
 - ◆ Crise financière et pauvreté
 - ◆ Crise, reprise et réformes structurelles
 - ◆ Pays émergents d'Europe et d'Asie centrale
 - ◆ Avenir du système financier international
 - ◆ Riposte à la crise et environnement
 - ◆ Rôles des secteurs privé et public après la crise