



Crédits : Lionel Guéricolas

ENTRETIEN AVEC CHRISTIAN DE BOISSIEU

QUEL AVENIR POUR LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL ?

Professeur émérite d'économie à l'Université Paris 1 Panthéon-Sorbonne, ancien Président du Conseil d'analyse économique, Christian de Boissieu a publié avec Marc Schwartz (PDG de la Monnaie de Paris), « La nouvelle guerre des monnaies », chez Odile Jacob. Dans ce livre didactique, aussi utile aux étudiants qu'au grand public, les auteurs élargissent la notion traditionnelle de « guerre des monnaies », entendue comme un cycle de dévaluations potentiellement mortifère, à deux nouvelles dimensions : la confrontation entre monnaies publiques et monnaies privées, d'une part, et celle entre les différentes monnaies de réserve internationales, d'autre part. Olivier Marty, Conseiller économie et finance de Confrontations Europe, aborde avec Christian de Boissieu le deuxième volet de cette analyse.

Confrontations Europe (C.E.). Le système (ou « non-système », selon l'expression de l'économiste belge Robert Triffin) monétaire international est-il engagé dans un processus de « dédollarisation », alimenté notamment par la puissance croissante de la Chine et par la résilience de l'euro après la crise propre à l'union monétaire entre 2010 et 2014 ?

Christian de Boissieu (C. de B.). La « dédollarisation », c'est-à-dire la réduction du rôle du dollar dans l'économie mondiale, est un objectif affiché par le « Sud global » et en particulier par les pays émergents rassemblés dans les BRICS (groupement politique informel rassemblant le Brésil, la Russie, l'Inde, la Chine, et l'Afrique du Sud, NDLR). Ici, il est question non pas d'emblée de taux de change mais de parts de marché des devises dans les différentes fonctions de la monnaie (facturation du commerce mondial, composition des réserves de change des banques centrales, émissions obligataires internationales...). Alors qu'au plan mondial les taux de change varient tous les jours, les parts de marché, elles, se modifient lentement.

La « dédollarisation » est aujourd'hui une velléité géopolitique, mais que montrent les chiffres ? Le dollar continue, et de loin, à faire la course en tête. Par exemple, il représente 57% des réserves de change (à l'exclusion de l'or) des banques centrales dans le monde. En 2000, le chiffre était d'environ 70%. Donc, depuis vingt-cinq ans, il y a un recul de la part de marché du dollar, mais il est lent. L'euro est la deuxième monnaie mondiale, avec 20%.

La livre sterling et le yen japonais se partagent des miettes et sont irrévocablement tombés en division 2 monétaire. Le yuan chinois n'est, pour la même statistique, qu'à 3%, parce qu'il n'est pas encore pleinement convertible.

Pour les autres fonctions de la monnaie internationale, les chiffres sont différents, mais la hiérarchie est la même, encore très à l'avantage du « billet vert ». Les sanctions contre la Russie ont encouragé les BRICS à commercer entre eux (entre la Chine, l'Inde, la Russie...) et à favoriser l'usage des monnaies locales (le yuan, la roupie indienne, le rouble...). Mais « à la fin de la journée », les BRICS désireux de se brancher sur la finance mondiale doivent revenir au dollar...

C.E. Quelles sont ce que vous appelez, dans la ligne d'Albert Hirschman, le célèbre économiste et sociologue américain d'origine allemande, les « stratégies de sortie du système dollar » engagées par les pays émergents et par les BRICS en particulier ? Quelles sont aussi leurs limites ?

C. de B. Il y a d'abord la volonté de facturer et régler le commerce intra-BRICS en monnaies des BRICS, avec des limites tenant au fait qu'il s'agit en règle générale de devises non convertibles. Les sanctions contre la Russie, et je ne mets pas en cause leur nécessité, ont poussé la Russie bien sûr, mais la Chine aussi, à développer des systèmes de règlements interbancaires et de compensation concurrents de SWIFT (système de télécommunications financières permettant d'initier les paiements internationaux, NDLR) dont les banques russes sont exclues jusqu'à nouvel ordre. Par ailleurs, les BRICS ont mis en place une « mini-Banque mondiale » (la Nouvelle Banque de développement, NDB) et un « mini-FMI » (le « Contingent Reserve Arrangement »), pour échapper un peu à l'emprise des institutions de Bretton Woods.

Pour l'instant, quantitativement, cela ne va pas très loin, mais cela accompagne la montée de blocs régionaux, la fragmentation de l'économie mondiale et le durcissement des deux conflits économiques et géopolitiques majeurs : l'affrontement entre les États-Unis et la Chine, d'une part, et la contestation croissante du Nord, en particulier de la puissance américaine, par le « Sud global », d'autre part.

Si le dollar reste la monnaie de réserve dominante, cela tient au poids de l'économie américaine, des marchés financiers américains et de la prépondérance militaire américaine. On ne peut pas séparer le monétaire du militaire. De plus, la monnaie dominante bénéficie d'effets de taille et d'effets de réseaux. Parmi les privilèges du dollar, deux irritent grandement les Européens, et tout spécialement la France : d'une part, le « déficit extérieur sans pleurs », pour citer Jacques Rueff, puisque ces déficits sont financés dans la monnaie des États-Unis créée à volonté par eux ; d'autre part, l'extra-territorialité des règles américaines nourrie par la prédominance du billet vert.

La monnaie, c'est comme le grand prix de Formule 1 de Monaco : la voiture qui part en tête a toutes les chances de gagner la course... Le désir des Iraniens de rouvrir le droit d'Ormuz à des pays amis qui règleraient le pétrole et le gaz en yuans et non en dollars participe de cette velléité de « dédollarisation », pour l'instant largement théorique.

C.E. En se reposant sur une nouvelle analyse de la « théorie qualitative de la monnaie », qui met notamment en exergue la puissance politique, le bilan macroéconomique ou la profondeur et la liquidité des marchés de capitaux, quelle est selon vous la probabilité que l'euro renforce sa place de deuxième monnaie internationale ? Quelles sont les conditions requises ?

C. de B. D'abord, une note positive. L'euro est, en comparaison du dollar, une monnaie jeune. En vingt-cinq ans, elle est devenue la deuxième monnaie dans le monde avec, je l'ai rappelé, une part de marché d'environ 20%. Mais il faut aller plus loin. Beaucoup de débats monétaires au XXème siècle ont porté sur la théorie quantitative de la monnaie, depuis Irving Fisher jusqu'à Milton Friedman et les monétaristes, avec des débats centrés sur l'impact de la quantité de monnaie sur les prix. Aujourd'hui, pour analyser la concurrence entre les monnaies et leurs compétitivités respectives, nous avons besoin d'élaborer une théorie qualitative de la monnaie dans laquelle sa quantité n'est qu'un des éléments explicatifs parmi d'autres.

De quoi dépend la qualité relative d'une monnaie par rapport aux autres devises ? Hayek a ouvert à ce sujet des pistes intéressantes, même si je ne partage pas du tout sa thèse indiquant que l'on pourrait se passer de banques centrales... A mes yeux, la qualité d'une monnaie dépend avant tout de trois facteurs : 1/la stabilité de sa valeur dans le temps ; 2/l'ampleur de son aire de circulation et d'acceptabilité (importance des effets de réseaux déjà évoqués) ; 3/la profondeur et la liquidité des marchés financiers auxquels elle s'adosse.

Appliquée à l'euro, cette grille d'analyse suggère qu'il nous faut (enfin !) avancer dans la réalisation de l'Union des marchés de capitaux en Europe, désormais appelée Union de l'épargne et de l'investissement (UEI). Parce que nous ne pouvons pas nous permettre des crises des dettes souveraines à répétition, il nous faut aussi améliorer la gouvernance économique et politique de la zone euro. Concrètement, le nouveau Pacte de stabilité et de croissance, qui concerne la coordination des politiques budgétaires et fiscales dans la zone, n'est pas réellement meilleur que l'ancienne version. Il nous faudra aussi réussir l'arrivée de l'euro numérique, constamment retardée et qui ne fait pas consensus, sans oublier que, du point de vue des marchés, l'essor de « stablecoins » (cryptomonnaie dont le prix est arrimé à une autre cryptomonnaie, à une monnaie fiduciaire ou à un produit négocié en bourse (comme les précieux ou les métaux industriels, NDLR) en euros est la réponse logique aux « stablecoins » en dollars, sans qu'il faille en attendre des miracles...

C.E. Comment, et avec quelle méthode d'analyse, voyez-vous le système monétaire et financier international dans 10 ans ? Le yuan chinois peut-il devenir la troisième monnaie de référence dans le monde ? Une nouvelle triade monétaire constituée par le US dollar, l'euro et le yuan, pourrait-elle s'accompagner d'une plus grande stabilité systémique ?

C. de B. Aujourd'hui, le système monétaire et financier international (SMFI) correspond à un duopole dollar/euro, encore fortement asymétrique en faveur de la monnaie américaine. Dans les années qui viennent, l'érosion des parts de marché du dollar devrait continuer, lentement mais sûrement, au profit du yuan et j'espère aussi de l'euro. A l'horizon 2035, le dollar serait encore la première monnaie mondiale. Mais, à cet horizon de dix ans, le yuan sera probablement rendu pleinement convertible par les autorités chinoises, ce qui fera décoller ses parts de marché sur le plan international. Je dis « probablement » par prudence, en pensant au fait que nous attendions cette transition au cours des dix dernières années, et qu'elle ne s'est pas faite. Pour s'ouvrir complètement en matière financière, la Chine devra préalablement faire des réformes structurelles exigeantes (privatisation des banques, promotion des places financières de Shanghai et de Shenzhen...), et bien malin celui qui pourrait en anticiper le calendrier.

Le temps des transitions monétaires est un temps long ; il relève de la « dynamique grandiose » de Schumpeter. Il a fallu au moins vingt ans pour que le dollar remplace la livre sterling comme « la » monnaie de réserve par excellence. Je prédis que dans dix ans, le duopole asymétrique dollar/euro aura laissé la place à une triade dollar/yuan/euro, avec des phénomènes de rééquilibrage des parts de marché. Supposons, hypothèse d'école dont la probabilité d'occurrence est proche de zéro, mais qui facilite le raisonnement, que, dans cette triade, les parts de marché des trois devises soient égales, chacune valant 1/3. Le SMFI délivrerait-il alors, en comparaison avec aujourd'hui, moins d'instabilité financière ? Nous n'en savons rien.

Certains experts pensent qu'un hégémon monétaire est à la fois inévitable et indispensable. Mais le rééquilibrage monétaire aura d'autres conséquences que la stabilité ou l'instabilité du système. Il devrait permettre à la Chine et à l'Europe de partager avec les États-Unis les privilèges de la monnaie de réserve. Le rééquilibrage sera peut-être l'étape nécessaire avant l'affirmation d'un hégémon autre que le dollar. Sur le très long terme, il est rassurant que, par un jeu de chaises musicales, l'hégémonie, la puissance et le pouvoir ne restent pas le monopole d'un pays ou d'un continent mais soient redistribués, à tour de rôle, vers d'autres pays ou continents.