

Guerre et paix entre les monnaies

A travers cet ouvrage, Jacques Mistral se propose d'analyser l'évolution des systèmes monétaires internationaux, jusqu'au non-système apparu après l'arrivée des émergents, en particulier de la Chine, dans la globalisation. Il va se demander comment éviter une guerre entre les monnaies qui, comme celle de l'entre-deux guerres, pourrait causer des ravages dans l'économie mondiale (sa mise en garde prend dans l'ouvrage la forme d'un long prologue intitulé « Le monde en 2029 »). Sa solution, non pas un système multidevise comme le proposent d'autres auteurs (Agnès Benassy-Quéré notamment) mais un système d'inspiration très keynésienne au centre duquel serait le DTS (droit de tirage spécial) en tant que monnaie internationale nécessitant une gouvernance monétaire mondiale, source de coopération et de préservation de l'intérêt général.

Jacques Mistral
**GUERRE
ET PAIX
ENTRE LES
MONNAIES**



fayard

Auteur : Jacques Mistral
Editeur : Fayard
Parution : 2014
Thème : Mondialisation

Pour Jacques Mistral, si les trois systèmes monétaires internationaux qui se sont succédés ont fini par disparaître c'est parce que le mode de régulation de l'économie mondiale avait changé. Le système de changes flottants et de libre circulation des capitaux actuel ne peut pas coexister avec un système de contrôle des changes et des capitaux mis en œuvre par la Chine, deuxième économie mondiale. Il va s'appuyer sur les expériences historiques successives pour établir une proposition dont l'objectif est d'éviter les replis nationalistes délétères. Il faudrait mettre en œuvre un nouveau multilatéralisme fondé sur des institutions fortes, au centre duquel un nouveau système monétaire international pourrait émerger, cherchant des compromis entre nations.

Monnaie internationale et mondialisation

Dans un premier point l'auteur se propose d'analyser l'émergence de l'étalon-or, en réalité un étalon sterling, au cours de ce que Suzanne Berger a appelé « première mondialisation ». Si la monnaie britannique a pu jouer le rôle de monnaie mondiale à partir de 1870 et jusqu'en 1914, c'est parce que la Grande Bretagne menait l'économie mondiale. C'était la première puissance industrielle, mais aussi et surtout la première puissance financière (la Banque d'Angleterre est la première banque centrale instituée, en 1694), ainsi que la première puissance navale. Le système de l'étalon-or permettait

d'ajuster les déséquilibres éventuels par une flexibilité interne des prix. La stabilité du système reposait sur la Banque d'Angleterre dont la politique de taux se diffusait à travers les taux des autres banques centrales.

Cependant, et c'est un point fondamental, ce premier SMI portait en lui les germes de son effondrement, la Première Guerre mondiale, la question des réparations et la crise de 1929 ayant révélé ses faiblesses et conduit à sa disparition. En effet, cinq éléments endogènes sont venus déstabiliser l'étalon-or. C'est d'abord le manque de liquidité au niveau international dans une période de dynamisme très important lié à la deuxième révolution industrielle (électricité, chimie, moteur à explosion, etc.) qui a posé problème. Ensuite, les pays suiveurs (Allemagne, Amérique, Japon) ont rattrapé leur retard et dépassé l'Angleterre en termes industriels. D'autre part, la « longue dépression » de la fin du XIXe siècle a mis en difficulté la Banque d'Angleterre qui devait jouer le rôle de pivot du système mais également le rôle de prêteur en dernier ressort lors des crises bancaires apparues au cours de cette période. Quatrième élément, la remise en cause progressive du capitalisme concurrentiel et l'apparition d'un embryon d'Etat social (avec Bismarck en Allemagne dès les années 1890 ou à travers le mouvement solidariste en France) qui allait perturber les ajustements internes, en particulier sur le marché du travail. Enfin, les nationalismes et tensions stratégiques s'aggravèrent à cette époque, ce qui ne facilitait pas la coordination des politiques monétaires.

L'auteur va ensuite analyser le système de Bretton Woods institué en 1944 puis son effondrement. Jacques Mistral rappelle que le plan Keynes autour du bancor et d'une banque centrale internationale sera délaissé au profit du plan Whyte qui donnera naissance au *gold exchange standard* et instituera le Fonds monétaire international (institution financière et non bancaire, c'est-à-dire ne pouvant créer de monnaie). Si le plan états-unien l'emporte, c'est aussi parce que soixante-dix après être devenue la première économie mondiale, les Etats-Unis étaient également devenu la première puissance financière et militaire. Ainsi avec un dollar « as good as gold » et un régime de changes fixes mais ajustables contrôlé par le FMI, les trente glorieuses allaient permettre la reconstruction et le rattrapage de l'Europe et du Japon, et la libéralisation des échanges sous l'égide du GATT. Cependant, comme le mit très vite en évidence Robert Triffin, choisir comme monnaie des règlements internationaux une monnaie nationale ne pouvait conduire qu'à un dilemme : pour assurer la liquidité mondiale nécessaire, le pays d'origine, ici les Etats-Unis, devait alimenter le monde en monnaie en accumulant des déficits, mais dans ce cas, la parité fixe de cette monnaie en or, ici 35 dollars l'once, n'était pas tenable ; pour maintenir une parité fixe le pays devait contrôler la quantité de monnaie en circulation, empêchant alors le développement des échanges internationaux. Malgré les décisions visant à soutenir le système (pool de l'or, distinction entre le prix de marché et la valeur or du dollar), le Président des Etats-Unis, Richard Nixon, déclara le dollar inconvertible en 1971. Ainsi, c'est parce que les Etats-Unis refusèrent d'assumer la responsabilité de pivot du deuxième système monétaire international que celui-ci laissa place au troisième, les changes flottants.

Au cours des années 1970 et 1980, il ne semble pas y avoir d'alternative au dollar comme monnaie internationale. Mais deux événements vont bouleverser le système monétaire international : la montée des émergents et la création de l'euro. L'émergence de l'Asie puis de l'Amérique du Sud vont faire entrer l'économie mondiale dans la deuxième mondialisation dans laquelle les stratégies productives deviennent globales. La décomposition internationale des processus productifs va s'accélérer après la chute

du mur de Berlin et l'entrée en scène de la Chine. Les déséquilibres financiers vont alors s'accroître et l'épargne des pays excédentaires (Chine, Allemagne) viendra financer la consommation des pays déficitaires (Etats-Unis, sud de l'Europe). Par ailleurs, après plusieurs tentatives de stabilisation du change en Europe (Serpent monétaire puis SME), la création de l'euro conduira à une alternative au dollar, facilitant alors la « financiarisation des taux de change ». Par cette expression l'auteur entend que ce ne sont plus les fondamentaux qui déterminent l'évolution des parités en régime de changes flottants mais les anticipations sur les rendements financiers. « Le taux de change n'est plus, comme l'ont enseigné les manuels d'économie internationale, le prix relatif des biens, appelé à s'ajuster pour équilibrer la balance commerciale, c'est un prix relatif d'actifs financiers, et, comme tel, il est soumis aux aléas des anticipations sur leur valeur future » (p136). Ainsi, l'absence de mécanisme stabilisateur liée à des mouvements internationaux de capitaux non régulés, ayant laissé place à des déterminants financiers des taux de change, sans rapport avec les fondamentaux économiques, ont conduit à un non-système monétaire international.

Un monde multimonétaire

Le centre économique mondial semble alors se déplacer vers l'Asie, notamment avec l'émergence de la Chine. Mais le yuan apparaît comme une « monnaie entre deux systèmes ». La Chine, membre de l'OMC, contrôle toujours le taux de change de sa monnaie et la circulation des capitaux. Et si la Chine semble pouvoir s'emparer du leadership économique mondial, en raison de son poids démographique notamment, sa monnaie n'est pas, encore, en mesure de jouer les premiers rôles. Pire, ses énormes réserves en dollars mettent le pays dans une position extérieure très risquée : si le dollar s'effondre, la valeur des actifs également. C'est pourquoi le pouvoir politique chinois internationalise très progressivement sa monnaie à travers différents canaux : dans les échanges bilatéraux ; par la signature d'accords de swaps entre banques centrales ; par l'autorisation pour les banques chinoises d'émettre des titres en yuans. Mais la plus grande crainte des autorités semblent être l'instabilité du change. C'est pourquoi si la Banque populaire de Chine préfère réévaluer progressivement le renminbi, ce qui ne manquera pas de faciliter la réorientation de l'économie vers le marché domestique tout en limitant l'inflation, elle n'est pas encore prête à laisser flotter le yuan ni à libéraliser les mouvements de capitaux.

L'auteur va ensuite revenir sur le rôle de l'euro dans la multipolarisation de la finance internationale et sur la pertinence de cette monnaie commune. En effet, au regard des critères principaux d'optimalité d'une zone monétaire (intégration économique, mobilité du travail, transferts entre Etats), seul le premier était réalisé. Beaucoup, notamment aux Etats-Unis, en ont conclu que cette monnaie n'était pas pertinente et allait disparaître. Mais, comme l'écrit Jacques Mistral, « il n'y a tout simplement pas de zone monétaire qui soit optimale avant qu'elle ne le soit devenue sous l'effet d'une construction de nature politique » (p187), à l'image des Etats-Unis avec le dollar ou de l'Allemagne avec le mark. Il en conclut que « le débat sur la zone monétaire optimale devait mettre l'accent sur le processus qui, de manière endogène créerait à termes les conditions d'un bon fonctionnement de l'union monétaire » (p188).

Mais la crise des dettes souveraines qui débute en 2009 va révéler l'excès d'optimisme des européens quant à la spontanéité de la convergence des économies. Reprenant le film de la crise et des réponses apportées, l'auteur va montrer que plusieurs erreurs stratégiques ont été commises. En rappelant le principe du *no bail out*, idée selon

laquelle il ne peut y avoir de sauvetage financier d'un Etat membre par un autre, la Chancelière allemande a renforcé les anticipations de défaut de la Grèce par les opérateurs de marché. Ensuite, la volonté, allemande de nouveau, d'imposer des pertes au secteur privé a conduit à une contagion de la crise. Enfin, les pertes « volontairement acceptées » sur la dette grecque par le secteur privé ont mis en évidence l'idée qu'un pays développé pouvait faire défaut. Ainsi, non seulement les réponses apportées manquaient d'efficacité, mais surtout elles orientaient les anticipations vers la fin prochaine de l'euro. La principale erreur a sans doute été la sous-estimation de la puissance auto-réalisatrice des anticipations.

Pourtant l'euro a surmonté cette crise, notamment grâce à deux éléments. D'abord, en raison de la situation économique des Etats-Unis, l'euro est resté une monnaie internationale attractive au cours de la crise, et sa valeur ne s'est pas effondrée. Ensuite, au printemps 2012, les Etats de l'eurozone ont pris les décisions qui signifiaient pour les marchés que l'échec de l'euro n'était pas une option (déclarations de Mario Draghi sur le sauvetage de l'euro ; Traité sur la stabilité, la convergence et la gouvernance ; unicité du cas grec). Dès lors les anticipations se sont retournées et le calme est revenu. Cependant, les avancées restent aujourd'hui à confirmer. Si l'union bancaire avance à petits pas, les questions sociales et politiques restent en suspend, en particulier pour ce qui concerne les finances publiques au Sud. Si l'Europe du Nord emmenée par l'Allemagne a su répondre à la crise de son Etat-providence, ce n'est pas le cas de l'Europe du Sud, dont la France. Sortir par le haut nécessiterait pour l'auteur que soit nommé un ministre de l'économie et des finances de l'eurozone, responsable devant le Conseil et le Parlement, qui serait en charge de l'union fiscale, de l'union bancaire, des politiques d'investissement, de l'institutionnalisation d'une partie de la dette publique, et d'un Etat social de base commun (chômage, retraite, revenu minimal). Ainsi, les conditions d'optimalité de la zone euro seraient renforcées.

Au vu de la situation du yuan et de celle de l'euro, le dollar reste ainsi, et restera encore un certain temps, la monnaie internationale de référence. Pourtant, la crise de 2008 a révélé les dysfonctionnements de la démocratie états-unienne, et les dangers qu'une minorité radicale, le *Tea Party*, faisaient peser sur les Etats-Unis (« falaise fiscale », *shutdown*) et sur le financement de l'économie mondiale. C'est d'ailleurs pour Mistral l'élément central de l'attractivité de l'euro grâce auquel les banques centrales des émergents ont pu diversifier leurs réserves de change.

Par ailleurs, la fin programmée du *quantitative easing* inquiète. Pendant cinq ans la Fed a alimenté la finance états-unienne en liquidité en achetant des titres fédéraux, entre autres, c'est-à-dire en monétisant le déficit budgétaire (les injections annuelles se sont élevées à 1000 milliards de dollars, soit l'équivalent du déficit fédéral). Mais d'une part ce financement direct du Trésor a conduit à un surcroît de liquidité qui alimente les bulles spéculatives. Et d'autre part, la sortie, même progressive, a créé des tensions sur les taux de change des monnaies des pays émergents, et pourrait également conduire à l'explosion des bulles lorsque les taux d'intérêt vont remonter. Ainsi si l'action de Ben Bernanke a permis d'éviter l'effondrement du système financier états-unien, et mondial, par sa « politique monétaire non conventionnelle », rien ne garantit que la sortie se fasse sans difficulté.

Gouvernance mondiale et monnaie internationale

Historiquement, depuis la révolution industrielle, le pays dominant économiquement est devenu politiquement et monétairement hégémonique : l'Angleterre, le capitalisme

concurrentiel et la livre sterling ; les Etats-Unis, le capitalisme inséré et le dollar. Aujourd'hui, le monde semble se diriger vers un système post-hégémonique avec des capitalismes en concurrence, mais pas de système monétaire international pour l'heure. L'auteur se veut optimiste pourtant et pense que si la voie du multilatéralisme est difficile avec le retour des Etats, elle est nécessaire. Dans un monde globalisé, face aux risques globaux, les Etats ne peuvent protéger leurs citoyens que par des institutions globales. Ces institutions se doivent d'être multilatérales avec pour objectif de rendre la mondialisation plus efficace, plus juste et plus légitime. « Gouverner la mondialisation, c'est chercher l'articulation, les compromis possibles non seulement entre différentes conceptions du capitalisme, mais entre différentes puissances : cela s'appelle le multilatéralisme » (p283). Mistral espère alors voir se produire une nouvelle « grande transformation » qui permette de « réinsérer le jeu du marché dans un dispositif compatible avec les exigences de la société » (p285) et de « discipliner le choc des capitalismes nationaux ». La question monétaire y joue un rôle central.

L'auteur va conclure l'ouvrage en analysant les rôles que pourraient jouer le FMI et les DTS au sein d'un système monétaire international multipolaire face aux quatre défis apparus dans le non-système actuel : le contrôle de la liquidité mondiale, l'instabilité du change, la menace pesant sur les réserves de change et le plein-emploi au niveau mondial. Il conviendrait d'abord de réformer le FMI, en ce qui concerne la représentativité liée aux quote-parts, et en ce qui concerne le droit de veto dont dispose les Etats-Unis à ce jour. Mais cette réforme devrait également conduire à transformer le Comité monétaire et financier de l'institution en Conseil dans lequel siègeraient les ministres des finances des Etats membres. Ainsi, l'institution gagnerait en légitimité pour exercer une surveillance multilatérale visant à la stabilité monétaire et financière internationale. A ce jour en effet, le FMI n'agit qu'au niveau des nations pour des déséquilibres nationaux. Or, des politiques nationales, à l'image du *quantitative easing* états-unien affecte l'équilibre monétaire et financier global, ce qui nécessite une action globale.

Pour autant, l'instabilité financière, qui a disqualifié le plaidoyer flexibiliste monétariste, ne relève pas uniquement des changes flottants. En effet, l'auteur remarque que la part des salaires dans la valeur ajoutée a baissé au cours des dernières décennies, le salaire réel ne suivant plus la productivité. Cela a conduit à une épargne mondiale excédentaire. Et s'il n'y a pas eu de crise de sous-consommation, c'est parce que cette épargne, dégagée par les pays excédentaires, est venue financer la consommation dans les pays déficitaires, notamment les Etats-Unis, pays « consommateur en dernier ressort ». Cet endettement, substitut à la politique sociale, est à l'origine de la crise des *subprime*. Le rôle du FMI, accompagné de l'OIT, pourrait alors également de rechercher cet alignement à l'échelle internationale.

Enfin, l'auteur présente la possibilité de transformer le DTS, dont la valeur est définie par un panier de quatre devises (dollar, livre sterling, yen, euro) en pivot de la coopération monétaire internationale. En effet, celui-ci existe déjà et est accepté universellement par les banques centrales en règlement des devises, ce qui en fait un instrument monétaire. Pour que le DTS soit ce pivot, il faut assurer la liquidité internationale par une offre suffisante de cette monnaie internationale. Ce serait le rôle du FMI. Il faut également une demande suffisante, c'est-à-dire une utilisation de cette monnaie. Jacques Mistral propose alors de libeller le prix des matières premières en DTS sur le marché mondial, de permettre l'ouverture de comptes courants en DTS pour les règlements internationaux et d'autoriser l'émission de dettes publiques en DTS. Il

suffirait alors qu'un nombre d'utilisateurs suffisants l'adopte pour que cette monnaie devienne celle échanges économiques et financiers internationaux. Et justement, dès 2009 le gouverneur de la banque centrale de Chine a émis l'hypothèse d'utiliser le DTS, et en 2011 le secrétaire américain au Trésor a mentionné la possibilité d'intégrer le yuan dans le panier de devises déterminant sa valeur. Ainsi, Jacques Mistral espère voir la question monétaire internationale comme une source de coopération internationale et d'approfondissement de la mondialisation dans un cadre post-hégémonique.

Quatrième de couverture

L'histoire risque-t-elle de se répéter ? Est-ce au niveau des principales monnaies, le dollar, l'euro et le yuan, que pourrait se jouer la prochaine et la plus dramatique des séquences de la crise que nous vivons aujourd'hui ?

Que l'on parle de l'Amérique et de la Chine ou de l'Allemagne et l'Europe du Sud, la question des dettes et des déficits empoisonne à nouveau l'atmosphère internationale. Gouvernance inachevée de l'eurozone, fin problématique des excès monétaires aux Etats-Unis, insertion réticente de la Chine dans l'ordre monétaire mondial, dévaluation compétitive au Japon : le cœur de la crise est aujourd'hui monétaire. L'histoire nous enseigne que la paix monétaire est le plus important des biens publics globaux. Ce livre, pour la première fois, formule des propositions concrètes pour éviter le retour tragique des guerres monétaires.

L'auteur

Jacques Mistral est économiste, il a fait carrière dans l'université, la haute fonction publique et dans l'entreprise. Il enseigne aujourd'hui dans les universités de Harvard, du Michigan et de Nankin ; il est *senior fellow* à la Brookings Institution à Washington, conseiller spécial de l'Ifri à Paris et membre du cercle des économistes.