

Quand la finance mondiale tournait avec deux grandes monnaies

Par **Hélène Rey** (professeure d'économie à la London Business School, chroniqueuse aux « Echos »)

Publié le 17 mars 2010 à 01:01

La vision classique du système monétaire international, du XIX^e siècle à nos jours, est celle d'une livre sterling dominante jusqu'à la fin de la seconde guerre mondiale, où le dollar prit sa place. L'Angleterre, nation industrielle et commerciale puissante au XIX^e siècle, avec ses multiples colonies et dominions, domina de longues années le système monétaire international et fit de Londres le berceau de la finance mondiale. Elle fut bien sûr au centre du système de l'étalon-or, assurant la convertibilité de la livre en or à un taux fixe, les autres monnaies ayant leurs parités fixées avec la sterling. Un tel système garantissait un système de taux change fixe pour le commerce mondial et favorisait les échanges de biens et de capitaux entre pays -le monde du début du XX^e siècle était de fait bien plus globalisé que celui des années 1960 ! Il impliquait aussi la subordination des politiques macroéconomiques internes visant à éviter chômage et inflation aux politiques externes visant à contrôler les déficits et le surplus de la balance commerciale. A la veille de la Première Guerre mondiale, on estime que 64 % des réserves de change connues sont en sterling, 15 % en francs et 15 % en deutsche Mark. Mis à mal par les chocs des guerres et de la Grande Dépression, qui conduisirent à des suspensions de parité, ce système céda la place à Bretton Woods et à l'hégémonie du dollar.

Mais contrairement à ce que l'on pensait, deux historiens économiques, Barry Eichengreen et Marc Flandreau, montrent dans une étude récente (1) que le dollar n'a pas attendu Bretton Woods en 1944 pour dépasser la sterling comme principale monnaie de réserve. Dès 1924, la part du dollar dans les réserves des banques centrales est supérieure à celle de la livre. Avec la dévaluation du dollar de 1933, la sterling redevient la principale monnaie de réserves dans les années 1930. Ainsi l'entre-deux-guerres est-il caractérisé par la coexistence de deux monnaies de réserve, qui ont chacune à peu près la moitié du marché, et par l'existence de deux centres financiers, Londres et New York.

Contrairement à l'idée reçue, il semble donc que deux monnaies de réserve majeures peuvent coexister, à part quasi-égale, pendant une période relativement longue, et que le changement de l'une à l'autre puisse se faire de façon assez rapide et réversible. Les fluctuations du poids de la livre et du dollar dans l'entre-deux-guerres semblent avoir été

dictées par les anticipations de dépréciation et les calculs politiques. Elles s'accompagnaient de mouvements massifs de portefeuille aux effets prix déstabilisateurs.



Suivez en continu les élections américaines avec notre rubrique dédiée

Je profite du mois offert

et l'euro ? Si l'on pense que la crise actuelle a été en partie causée par l'abondance de flux de capitaux vers un système financier américain incapable de les gérer et d'en maîtriser le risque, alors avoir un système bipolaire pourrait contribuer à stabiliser le système financier international. En effet, le rôle central du dollar comme monnaie internationale a très certainement contribué à gonfler les flux investis aux Etats-Unis avant la crise. Une autre monnaie de réserve pourrait contribuer à discipliner l'innovation financière et éviter ses pires dérives. D'un autre côté, avec deux monnaies, on court le risque d'avoir encore plus d'instabilité dans les mouvements de portefeuilles et de volatilité des changes.

De toute façon, instaurer un système bipolaire ne peut pas se décréter dans le contexte actuel. Ce serait aux marchés et aux banques centrales de décider de l'allocation de leurs capitaux en dollars et en euros. Il est pourtant clair que certaines mesures, qui sont dans l'air du temps, pourraient contribuer à aider l'euro à devenir une monnaie de réserve plus importante, comme la création d'un Fonds monétaire européen ou d'un marché unifié des bons du Trésor à court terme, qui constituerait le pendant européen des « US T Bill ».

HÉLÈNE REY EST PROFESSEUR À LA LONDON BUSINESS SCHOOL.