

Une course perpétuelle

LE STATUT des monnaies de référence — les devises utilisées pour le commerce international, l'émission d'obligations et les réserves officielles — est plus disputé et variable qu'on le pense, comme l'expliquent Barry Eichengreen, Arnaud Mehl et Livia Chitu dans un ouvrage agréable et actuel. Les auteurs développent de précédents travaux de Barry Eichengreen et de Marc Flandreau qui montraient que le dollar s'était hissé au niveau de la livre sterling dans les années 20, avant de reperdre du terrain dans les années 30.

Le livre s'ouvre sur une chronologie des réserves de change au cours du XIX^e siècle, avant de décrire la création de la Réserve fédérale américaine (la «Fed») et la rivalité livre/dollar de l'entre-deux-guerres. Il analyse ensuite les grands rôles des principales devises : le financement du commerce extérieur, la monnaie d'émission d'obligations pendant l'entre-deux-guerres, puis la constitution de réserves de change après la Seconde Guerre mondiale.

sont déterminantes. À la faveur d'achats massifs, la Fed a encouragé l'utilisation de reconnaissances de dette libellées en dollars pour financer les exportations et importations américaines, réduisant ainsi la dépendance à l'égard des titres libellés en livres sterling. Ils devraient toutefois noter que la loi de 1913 sur la Réserve fédérale exonérait ces reconnaissances de dette des coûteuses exigences de couverture qui représentaient, dans la pratique, une taxe de 0,5 %. Les eurodollars — des dépôts en dollars dans des banques en dehors des États-Unis échappant aux exigences de la Fed — ont bénéficié d'un avantage comparatif semblable dans les années 50.

Pour analyser les choix de devises des réserves de change, les auteurs soulèvent une question méthodologique : comment mesurer le domaine d'une monnaie? Où se manifestent les effets de réseau? Les auteurs ont arrêté leur choix sur la taille de l'économie nationale des monnaies observées.

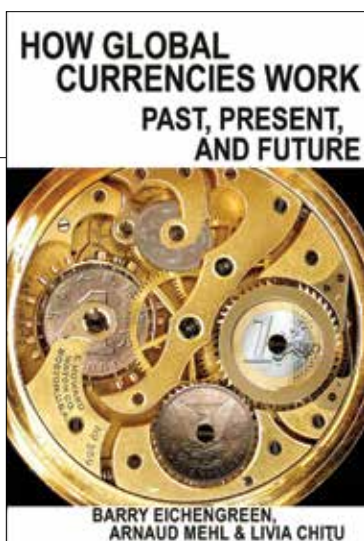
Ce choix ne colle pas avec le récit que les auteurs font de la rivalité livre/dollar de l'entre-deux-guerres. Dans les années 30, si la livre sterling a supplanté le dollar, ce n'est pas parce que l'économie britannique a dépassé l'économie américaine, mais plutôt parce que des pays comme le Japon sont passés à la livre pour leurs réserves de change après avoir rejoint la zone sterling, un groupe de pays qui assuraient la stabilité de leurs monnaies par rapport à la livre sterling plutôt qu'au dollar.

C'est donc la zone dollar, plutôt que l'économie américaine, qui définit le réseau du dollar. Cette zone comporte l'économie américaine, des pays dont la monnaie est liée au dollar, tels que la RAS de Hong Kong, et la plupart des pays dont la monnaie fluctue moins par rapport au dollar qu'à l'euro. La zone dollar couvre environ la moitié de l'économie mondiale, d'après le *Rapport annuel* 2015 de la Banque des règlements internationaux. Considérer que l'économie américaine constitue le domaine du dollar reviendrait à prendre la population des États-Unis pour la totalité des anglophones du monde.

Une zone renminbi est-elle en train de se former avec les monnaies asiatiques qui fluctuent en fonction du renminbi? La monnaie de référence dominante pourrait-elle changer aussi vite aujourd'hui que dans les années 20 et 30? Le livre ne répond pas directement à ces questions, mais l'idée que les politiques menées par tel ou tel pays peuvent parvenir à détrôner une monnaie de référence donne matière à penser aux lecteurs. **FD**

ROBERT MCCAULEY, conseiller principal, Banque des règlements internationaux

Les opinions sont celles de l'auteur et ne représentent pas nécessairement celles de la Banque des règlements internationaux.



Barry Eichengreen,
Arnaud Mehl et Livia Chițu
**How Global Currencies
Work: Past, Present,
and Future**
Princeton University Press,
Princeton, NJ, 2017,
272 pages, 39,50 dollars

Vient ensuite une histoire des monnaies : le déclin de la livre sterling, les hauts et les bas du yen, le rôle de second couteau de l'euro et les perspectives du renminbi.

Les auteurs réfutent la théorie selon laquelle les effets de réseau — l'utilité d'une monnaie augmente avec le nombre de ses utilisateurs, comme pour une langue — et d'inertie — le degré de domination d'une monnaie donnée — mènent à une victoire sans partage. Selon eux, les politiques nationales de développement des marchés