

Dossier n°21 « Monnaies, taux de change et mondialisation »

L'expression « guerre des monnaies » lancée fin septembre 2010 par le ministre brésilien des Finances Guido Mantegna a tout de suite connu un grand succès. Elle donnait un cadre aux différends larvés entre les grandes économies mondiales, celles qui exportent beaucoup (la Chine, l'Allemagne, le Japon) et celles qui souhaiteraient le faire davantage (les Etats-Unis et les pays de la zone euro). La France, qui préside désormais le G20 et le G8 appelle à une réforme du système monétaire international (SMI). Mais qu'est ce qui justifie précisément de s'y intéresser ? Les Américains font valoir que le SMI n'est pas à l'origine de la crise actuelle et que le dollar a bien résisté à la crise. Les défauts intrinsèques du SMI que l'on connaît mieux (volatilité des taux de change, accumulation coûteuse de réserves, manque de discipline...) ne justifieraient pas une telle démarche. Il importe pourtant d'adapter le SMI à la nouvelle donne d'une économie mondiale désormais. La coordination internationale n'est que plus importante dans une période de transition, porteuse de risques.

Tracer les perspectives d'évolution du système et essayer d'en savoir plus sur les mécanismes alternatifs possibles, à l'image des « droits de tirage spéciaux » (ou DTS) promus par la France, sont des préalables indispensables. Ceci sera complété par une analyse, du côté industriel, des stratégies d'anticipation face à la volatilité des changes. Mais d'autres logiques que le raisonnement purement économique ont leur place puisque la monnaie a aussi un rôle social et politique.¹

LA MUTATION DU SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL

Revenant aux fondamentaux, c'est-à-dire aux définitions, Michel Aglietta rappelle que le système

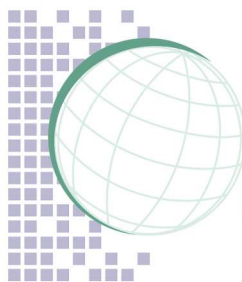
⁽¹⁾ Ce dossier a été rédigé sur la base des analyses présentées lors du 21^{ème} Rendez-vous de la mondialisation du 3 février 2011, par Michel Aglietta, professeur d'économie et conseiller au CEPII, Michel Camdessus, gouverneur honoraire de la Banque de France, ancien directeur général du FMI, Pierre-André Térésse, directeur général Finances du groupe Danone, et André Orléan, directeur de recherche au CNRS. Ce *Rendez-vous* a été introduit et animé par Agnès Bénassy-Quéré, directrice du CEPII. C'est Vincent Chriqui, directeur général du Centre d'analyse stratégique, qui a prononcé le discours d'ouverture, en soulignant combien la France pourra plus particulièrement œuvrer en 2011 pour un accord multilatéral dans un contexte toujours difficile de mise en tension de différentes monnaies.

monétaire international (SMI) est un bien public devant assurer une liquidité internationale et répondant aux besoins de paiement de toutes les transactions (y compris les actifs financiers) tout en permettant un ajustement des prix internationaux générateurs de gains mutuels pour les participants aux échanges. Ce sont les systèmes financiers (surtout les banques privées) qui fournissent ces liquidités. La régulation, et donc l'efficacité d'un SMI « idéal », dépend alors de la compatibilité des objectifs de politique monétaire des pays à devises convertibles, en ce qu'il faut accorder l'offre d'actifs de réserve aux besoins de liquidité internationale.

Toutefois 95% des transactions quotidiennes mondiales n'ont rien à avoir avec le commerce. Les transactions financières sont dominantes, d'où l'inadéquation des objectifs basés sur la balance des transactions courantes car l'ajustement passe par le prix des actifs financiers. Plus précisément, les flux de capitaux qui composent le bas de la balance des paiements sont prépondérants dans la détermination du solde courant. Lorsque la finance est globalisée, il n'y a aucune raison que l'épargne et l'investissement soient corrélés si les flux de capitaux vont vers les placements dont les rentabilités ajustées du risque sont les plus avantageuses. Il s'ensuit que des balances excédentaires ou déficitaires peuvent très bien correspondre à une situation d'équilibre. La notion de déséquilibre n'est pas comptable. Si l'on pense qu'il y a déséquilibre, c'est que l'on a des raisons de considérer que les mouvements de capitaux qui ont créé les déficits et les excédents n'ont pas été efficaces. C'est le fonctionnement du système financier international qui est à la source des problèmes que l'on déplore.

Le SMI connaît aujourd'hui des dysfonctionnements importants. Il s'apparente à un « *semi dollar standard* », selon l'expression de Michel Aglietta, c'est-à-dire à un système mixte fait d'une minorité de devises en changes flexibles assorties de marchés de capitaux totalement ouverts et d'une majorité de devises ancrées plus ou moins fortement sur le dollar, avec un contrôle du marché des capitaux. Ces dernières concernent les pays producteurs de matières premières ou les pays cherchant à accroître leur compétitivité vis-à-vis des pays développés pour soutenir leur croissance.

Il existe une forte instabilité de changes entre les monnaies pleinement convertibles allant au-delà d'un « simple » problème de volatilité, et caractérisée par



RENDEZ-VOUS DE LA MONDIALISATION



SciencesPo.

CERI
CNRS

LesEchos

regards questions débats

d'énormes fluctuations persistantes entre dollar, euro et yen. Mais surtout les déséquilibres financiers s'accroissent parce que la croissance du crédit au secteur privé du pays émetteur de la devise clé a divergé systématiquement par rapport à celle du PIB.

Selon Michel Aglietta, les États-Unis ont eu une politique très laxiste, amplifiée par l'accumulation des réserves de change toujours plus importantes du reste du monde. Après l'éclatement de la crise financière, toute la création de la liquidité internationale est venue des opérations de prêts en dernier ressort des banques centrales. La Réserve fédérale américaine (FED) mais également la Banque d'Angleterre ont ainsi triplé leurs bilans durant la crise financière. Michel Aglietta dénonce la dérive du système financier américain vers une « machine à crédit prédatrice » et explicite les mécanismes d'un système de l'ombre ou « shadow banking system » qui a conduit à la création de monnaie et à une sous-estimation considérable du risque. Avant la crise, la création monétaire a surtout financé l'effondrement de l'épargne des ménages qui résultait lui-même d'une dépense progressant beaucoup plus vite que les revenus. Du fait de cette « orgie de crédit », les taux d'intérêt sont restés très bas trop longtemps, nourrissant un système de levier, extrêmement profitable à une vingtaine de banques et à environ 200 « hedge funds » qui sont sortis encore renforcés par la crise. Les taux de change ne peuvent corriger les déséquilibres commerciaux induits par un tel dérèglement du crédit. Ils sont emportés par des vagues d'appréciation dans les pays où les prix des actifs croissent le plus vite.

Pour Michel Aglietta, le risque majeur pour l'économie mondiale ne se situe pas (ou plus) en 2011 dans la situation de l'immobilier aux États-Unis, mais bien dans l'explosion du prix des matières premières qui sont en train de devenir financiarisées par les comportements des investisseurs financiers qui en font une nouvelle classe d'actifs financiers susceptible d'être protectrice de l'inflation. De même, souligne l'économiste avec force, la Chine n'est pas l'élément perturbateur. Ses excédents extérieurs n'ont jamais été supérieurs à 25% du total de ses échanges. Ils ont chuté durant la crise, à l'inverse des excédents allemands. Ce sont l'Allemagne et les pays producteurs de pétrole qui créent actuellement le plus de déséquilibres comptables.

Les trois grandes zones économiques du monde ont des difficultés structurelles qui rendent vains les espoirs de redéfinir des règles monétaires internationales, tant que ces problèmes structurels n'ont pas été surmontés. Le dollar est aujourd'hui incapable de soutenir le rôle de devise clé. Il reste sur la même ligne stratégique, celle d'une émission massive de liquidités à taux d'intérêt nul. La trajectoire de la dette publique aux États-Unis est insoutenable à terme, sur fond d'impasse politique. L'euro, lui, ne peut

revendiquer un statut de « monnaie complète » en l'absence de représentation extérieure unifiée. Cela supposerait aussi de développer un marché d'eurobonds pour que la dette publique européenne devienne un actif de réserve et de consolider un *policy mix* européen.

De leur côté, les autorités chinoises entendent développer progressivement la convertibilité du yuan pour les non-résidents, associée à un contrôle maintenu pour les résidents. L'objectif ici poursuivi est de faire de Hongkong la principale place financière d'Asie, la Chine devenant alors le pivot d'un système de change d'ampleur régionale, tremplin avant la dimension internationale.

Ce système tripolaire asymétrique est donc défaillant. Les disparités nationales ne sont pas sur le point de disparaître. Le consensus de Washington, supposant une autorégulation financière capable à elle seule de (re)faire du système monétaire international un bien public, a échoué sur la rupture de la stabilité financière. Venir à bout de ces difficultés revient pour Michel Aglietta à privilégier des compromis viables, ceci à trois niveaux. Il s'agit dans un premier temps d'organiser des zones monétaires régionales, ouvertes et souples, pouvant absorber les chocs régionaux sans répercussion à l'échelle mondiale. Deuxièmement, une régulation appropriée permettrait, enfin, une maîtrise du « shadow banking system » qui a déjà su mener des actions de lobbying efficaces lui permettant de contrer les régulateurs de Bâle. Enfin, s'il n'est pas question de revenir à l'étalon-or en tant que tel, il faut en revanche faire en sorte que le Fonds monétaire international (FMI) redevienne ce qu'il a été, soit une institution monétaire globale, impliquée dans la surveillance multilatérale, œuvrant comme prêteur international de dernier ressort et pouvant élargir si nécessaire l'offre de Droits de tirage spéciaux (DTS). Les pouvoirs du FMI doivent donc être repensés. Cela passe notamment par l'abolition du veto qui permet à un seul pays de bloquer toute décision majeure, par la transformation du comité exécutif en organe de direction politique donnant une autorité accrue au directeur général, et à la nomination de ce dernier par une procédure transparente et ouverte.

LE REVE D'UNE MONNAIE MONDIALE

Le prix payé pour ce qu'il faut bien désormais appeler un « non système » a incité Michel Camdessus à rassembler dix-huit experts internationaux prestigieux, représentatifs de tous les continents, venant de banques centrales, de la Banque des Règlements Internationaux, du FMI ou ayant occupé d'éminentes fonctions ministérielles. Cette « Initiative du Palais Royal » a abouti à 18 propositions que Michel Camdessus a présentées au Président Nicolas Sarkozy fin janvier 2011. Ce dernier s'est engagé à transmettre à ses partenaires du G20 ces pistes de

réflexion, peut-être plus ambitieuses que celles envisagées par la présidence française, comme une contribution utile parmi toutes celles qui émergeront d'ici novembre 2011.

Au vu d'un diagnostic renvoyant pour beaucoup à l'exposé précédent, l'objectif a été de privilégier une gouvernance plus coopérative du SMI et d'assurer la discipline et la stabilité nécessaires à une croissance soutenable et créatrice d'emplois. Il s'agit le plus souvent de recréer des mécanismes défaillants, aboutissant notamment à des déséquilibres prolongés des comptes courants. Michel Camdessus préconise, comme ses pairs du groupe de travail, un renforcement de la surveillance pour le FMI. Ce dernier s'est considérablement affaibli au fil de quinze ans d'illusions quant à l'existence de rééquilibrages automatiques. La discipline doit s'inverser en concernant aujourd'hui au premier chef les pays les « plus forts » et non pas ceux qui demandent de l'aide au FMI. Une attention renouvelée doit être apportée aux politiques de change, en basant désormais les prises de position du FMI sur un certain nombre d'indicateurs fondés, par exemple, sur les données macro-économiques nationales de base. Pour ce qui est de la liquidité mondiale, il importe d'aboutir à une approche commune, et de permettre au FMI de jouer davantage un rôle de prêteur de dernier ressort.

Face à un système « *congénitalement désarmé* », selon Michel Camdessus, depuis l'abandon en la matière, il y a plus de trente ans, des visions keynésiennes, un « *point d'ancrage* » est d'autant plus à rechercher. Un « *embryon* » existe sous la forme des « *Droits de tirage spéciaux* » (DTS). Si leur usage, sous forme de panier de monnaies, s'est considérablement réduit après la disparition du système de taux de changes fixes de Bretton Woods, les DTS ont été redécouverts pendant la crise, notamment par la Chine. Le groupe de travail invite donc à reconsidérer leur rôle potentiel (comme avoir de réserve ou comme unité de compte). Cela renvoie à l'idée d'une monnaie mondiale dans un cadre multipolaire.

Revoir la gouvernance du FMI est plus que jamais une nécessité. Les grands pays se sont toujours opposés à l'ouverture de son capital aux pays en train de devenir les nouveaux poumons de l'économie mondiale. L'idée consistant à renouveler le conseil d'administration du FMI en y intégrant des pays émergents a plusieurs fois été mise sur la table. L'éviction des représentants européens est source d'inévitables frictions. Si le G20 se retrouve doté d'une autorité suprême, Michel Camdessus estime qu'il gagnerait à être remodelé en circonscriptions, de façon à ce que chacun de ses membres rende compte des décisions prises à un groupe de pays. Ce G20 qui deviendrait plutôt un « *G24* » se retrouverait à égalité, en nombre de sièges, avec le FMI. Cette concordance serait doublement

bénéfique, au « *G24* » gagnant en légitimité, comme au FMI gagnant en pouvoir politique. Celui-ci devrait encore revoir certaines modalités de fonctionnement. Si les ministres n'étaient plus, comme aujourd'hui, cantonnés à la seule fourniture d'avis, le FMI reposerait sur une architecture intégrée à trois niveaux : Chefs d'Etat ou de gouvernement/ministres des Finances et gouverneurs des banques centrales/administrateurs et Directeur général du FMI.

Finally, l'« *Initiative du Palais Royal* », adopté par consensus, a montré que des progrès sont possibles. Cela à condition de renoncer à une forme d'« *idéologisation* » systématique et à l'usage des vieilles formules telles « *le privilège exorbitant du dollar* ». Les différends sino américains si vifs dans d'autres enceintes ont été « *noyés* » dans des discussions de portée bien plus générale. Michel Camdessus veut y voir un signe positif pour l'évolution du multilatéralisme.

QUELLES STRATEGIES INDUSTRIELLES FACE A LA FAIBLESSE DU DOLLAR ET LA SOUS EVALUATION DU YUAN ?

Le groupe Danone a connu une mutation géographique très importante en dix ans. Si, en 2000, l'Europe représentait 58% (dont 20% pour la France) de son activité, ce sont en 2010 les pays émergents qui concentrent 48% de cette même activité (contre 40% pour l'Europe, dont 10% pour la France). Danone « *groupe multilocal* » est désormais présent sur tous les continents. Il cherche à y occuper une position de leader via une stratégie locale, comme l'exigent la diversité des besoins, des habitudes de vie, des structures de distribution, d'accès aux matières premières, mais aussi des carences alimentaires, selon les pays et les marchés. Cela entraîne, souligne Pierre-André Térissse, une proportion relativement faible de transactions sur devises au sein de Danone. Les transactions dans ce cadre sont inférieures en 2010 à 10% du total des flux et inférieures à 20% du total des coûts. Dès lors, ce n'est pas tant la volatilité des devises, sujet d'importance mais à ramener à sa juste proportion, que la volatilité du prix des matières premières qui est à surveiller. Cette volatilité est de plus en plus forte depuis 2006, et c'est elle qui a provoqué jusqu'à 40% d'augmentation des coûts de Danone.

Quatre outils sont utilisés quotidiennement pour contenir cette volatilité globale, (devises et matières premières). Cela passe d'abord par des activités et des ressources localisées. Vient ensuite la gestion fine des couvertures mais qui ne peut être l'alpha et l'oméga de la stratégie, ayant toujours une échéance. Les couvertures donnent à Danone du temps, et lui permettent de définir des mécanismes de défense (changement de fournisseurs ou de ville d'implantation). La productivité est le cœur du



RENDEZ-VOUS DE LA MONDIALISATION



regards questions débats

Les Echos

« système » Danone. Ce troisième levier est actionné avec plus ou moins de force selon les perspectives qui se dessinent à l'échéance des couvertures. Danone a ainsi traversé sans encombre les précédentes grandes crises des matières premières de 2008/2009 puis de 2010. Le lait en poudre, par exemple, a vu son prix monter fortement en janvier 2007, puis en janvier 2008. Cette augmentation (10% sur 2010) a pu être contenue sans dégradation de la position financière. La gestion compétitive des prix est le quatrième levier, sur une base très sélective, au vu de ce que pratiquent les concurrents de Danone.

Outre ce risque de change transactionnel, explique Pierre-André Térissé, il existe un risque de change de conversion puisque les profits dans chaque pays doivent être convertis en euros, sur base des taux de change courants. Pour s'en prémunir Danone utilise l'« effet portefeuille », selon lequel aucun pays ne représente plus de 10% du chiffre d'affaires. Dans ces conditions en dehors des grandes distorsions dollar/euro, la dépréciation d'une monnaie ne pourra avoir que des effets limités. Danone utilise également un outil plus actif ou « gestion ALM » fondé sur une géographie similaire des actifs et des passifs. C'est au vu de toute cette palette d'instruments que Danone entend bénéficier d'un environnement plus stable, propre à favoriser sa croissance et à remplir son objectif consistant à apporter la santé par l'alimentation au plus grand nombre.

LE ROLE SOCIAL ET POLITIQUE DE LA MONNAIE

Un détour théorique permet à André Orléan de rappeler les fondamentaux schumpétériens de la théorie économique sur la « monnaie ». Celle-là est considérée comme seconde par rapport au concept fondamental de « valeur ». La monnaie n'est alors qu'un instrument, neutre, de facilitation des échanges.

André Orléan appelle à changer de perspective. C'est au contraire la monnaie qui institue la valeur des choses, *via* les prix. A un moment, bien en amont, se cristallise une croyance collective sur ce que valoir veut dire. En découle une référence monétaire aboutissant à une communauté et à une appartenance monétaires, renvoyant à bien des égards à tous les traits du fait religieux. La fascination pour l'or peut s'expliquer grâce à ce paradigme. Cette fascination a été si forte dans les années 1930 que les politiques français ne pouvaient envisager de dévaluation, attitude critiquable. Cette fascination perdue au point que certains en appellent, comme l'ont montré les interventions précédentes à revenir, au nom d'une monnaie mondiale, à l'étalon-or.

Une des caractéristiques du capitalisme a été d'organiser une hiérarchie entre la souveraineté monétaire (passant par le pouvoir d'achat) et la

souveraineté politique (incarnée dans le suffrage universel). S'est imposée l'idée que le souverain politique ne peut pas faire ce qu'il veut à la monnaie mais que la monnaie peut avoir besoin d'un appui politique. L'enjeu réside dans la meilleure articulation possible entre les deux souverainetés. Le moins que l'on puisse dire, depuis précisément la disparition de l'étalon-or, est que l'on achoppe sur la détermination de cet équilibre. Il n'existe pas aujourd'hui (comme les analyses précédentes l'ont explicité) de monnaie mondiale. Il n'y a que des monnaies de compromis, bénéficiant de temps en temps d'une position d'hégémonie de telle ou telle (le dollar en clair), sans devenir monnaie de dernier ressort.

André Orléan s'attarde sur les deux cas de figures les plus révélateurs. Face à des Etats-Unis qui ne bénéficient plus de la même position dominante sur le plan financier mondial, les DTS (décrits par les autres intervenants) ne sont qu'une monnaie de compromis face à des puissances déjà établies. Ce compromis s'avère bien difficile à confirmer et d'autant plus difficile à convertir en une solution pérenne.

L'euro est encore plus porteur de paradoxes en la matière. S'il y a bien au sein de l'espace européen une perception commune de la monnaie *via* l'euro, renvoyant pour partie à la croyance collective fondatrice, il n'y existe pas de souveraineté politique comme le montre le débat actuel sur la gouvernance économique européenne. Le choix a été de doter la Banque centrale européenne (BCE) d'une indépendance face au pouvoir politique. Mais, par définition, on ne peut laisser à la BCE les choix politiques pour la monnaie. La seule manière de rendre cohérent le système consiste à objectiver le mandat de la BCE en l'inscrivant dans le traité, validé démocratiquement. La BCE n'a ainsi aucun pouvoir d'appréciation sur ses interventions. Dans la zone euro domine une vision purement fonctionnelle de la monnaie, faisant des marchés les arbitres du système. Comment interpréter le rachat actuel de dettes souveraines par la BCE ? Change-t-on de doctrine ? Face à ce flou généralisé, les différentes visions nationales, française, allemande et autres de la monnaie n'ont sans doute pas fini de s'entrechoquer au sein de la zone euro.