

## HELENE REY

Professeure d'économie à la London Business School, membre de la Commission économique de la nation, membre du Haut Conseil de stabilité financière

**John LIPSKY**

Hélène.

**Hélène REY**

Merci infiniment John. Un élément me semble particulièrement remarquable : malgré l'effondrement du système de Bretton Woods et la crise du dollar, dans les faits, depuis 1973, la domination du dollar s'est renforcée dans le système financier international. De nombreux chiffres ont déjà été cités et je ne vais pas revenir dessus.

Je pense que cette domination, qui s'est inscrite dans la durée, est liée aux externalités de réseau, mais aussi aux complémentarités très présentes dans l'utilisation d'une devise internationale : si vous financez des échanges commerciaux ou investissez dans une devise, vous voulez disposer de liquidités dans cette devise. Si vous réalisez beaucoup de transactions dans une devise, vous voulez que votre taux de change soit basé sur cette devise. Lorsque votre banque centrale dispose de réserves dans cette devise, le volume des transactions dans ladite devise est alors plus élevé sur le marché des changes, etc., etc. Il existe donc des complémentarités à la fois au sein du secteur privé et entre le secteur public et le secteur privé, ce qui donne un équilibre très difficile à changer.

Nous l'avons vécu avec la livre sterling au XIX<sup>e</sup> siècle et au début du XX<sup>e</sup> siècle. Nous le vivons maintenant avec le dollar. Mais est-ce important ? Les recherches universitaires actuelles en économie montrent que c'est encore plus important que nous ne le pensions jusque-là. De nombreux travaux démontrent que la facturation dans une monnaie dominante, c'est-à-dire le fait que de nombreux biens sont facturés en dollars, est très importante pour la politique monétaire. C'est également le cas pour le volume du commerce mondial. On observe donc une étonnante corrélation. À ce stade je parlerais encore de corrélation, car le lien de causalité entre la valeur du dollar et le commerce mondial est incertain. Par exemple, lorsque la valeur du dollar augmente, on observe une baisse du volume mondial des échanges.

Nous voyons également l'impact considérable de la Réserve fédérale américaine sur les conditions financières mondiales, sur le cycle financier mondial. D'un point de vue économique, cet aspect semble plus important que nous ne le pensions.

Il faut également mentionner la fonction de prêteur international en dernier ressort, qui s'est avérée cruciale encore récemment lors de la crise de 2008. Durant cette crise, 600 milliards de dollars de liquidités sous la forme de *swaps* des banques centrales ont été apportés pour soutenir le système financier international ; le FMI ne pouvant pas imprimer de dollars, ce n'est pas le FMI mais la Fed qui a fourni ces liquidités au plus fort de la crise.

C'est très révélateur en termes de puissance géopolitique, mais également d'un point de vue économique. Depuis la Seconde Guerre mondiale, le système est resté relativement stable, avec une puissance dominante, les États-Unis. Charles Kindleberger conviendrait probablement que cela constitue une stabilité hégémonique, et que ce système semble avoir bien fonctionné. Mais pour combien de temps encore, là est la question. Je vois deux raisons qui pourraient changer la donne. J'exposerai ensuite très brièvement ma vision de l'avenir.

La première raison, que nous avons déjà évoquée ici, est que la stabilité du système dépend de la bienveillance relative de la puissance dominante : si celle-ci commence à politiser à l'excès sa devise et l'utilise à toutes sortes de fins, la confiance se dissipe, ce qui tend à accélérer la sortie de l'équilibre économique. Je dirais que c'est ce que nous vivons à l'heure actuelle. Voilà donc pour le premier facteur.

Le deuxième facteur est davantage une tendance. C'est ce que j'appelle le nouveau dilemme de Triffin. Je commencerai par expliquer le dilemme de Triffin, puis je présenterai le nouveau dilemme de Triffin.

Le dilemme de Triffin a été décrit initialement dans les années 1960. Robert Triffin, alors professeur à Yale, a expliqué que, si les États-Unis disposaient d'une réserve d'or fixe, ou plus ou moins fixe, avec un dollar garanti par l'or et une parité fixe dollar-or, et si la liquidité en dollars augmentait dans le reste du monde, à terme, le système s'effondrerait. En effet, si les détenteurs de dollars souhaitent convertir leurs dollars en or, il n'y a pas assez d'or pour satisfaire toute la demande, ce qui engendre une crise de confiance. La parité dollar-or est alors remise en question, car il n'y a pas assez de réserves d'or. D'où un risque de crise du dollar. C'est effectivement ce qui s'est passé au début des années 1970 : Triffin a donc prévu l'effondrement du système de Breton Woods, qui s'est accompagné d'une conversion massive de dollars en deutsche marks.

Aujourd'hui, le système monétaire international ne repose plus sur une matière première. Nous fonctionnons différemment, avec un régime de taux de change flexibles et des monnaies fiduciaires. Toutefois, si l'on réfléchit à quoi tient la confiance dans le dollar, on constate qu'il s'agit essentiellement d'une question de garantie budgétaire de la devise. Le dollar est toujours plébiscité comme monnaie de réserve, car en temps de crise, comme nous l'avons vu en 2008 et lorsque les choses tournent mal, la valeur du dollar augmente. Le dollar pourrait même devenir une valeur refuge, en raison de la crédibilité que lui confère la garantie budgétaire des États-Unis.

Imaginez maintenant un monde dans lequel le poids relatif des États-Unis dans l'économie mondiale diminue. Nous avons beaucoup de liquidités en dollars hors des États-Unis. La demande de valeurs du Trésor américain est importante, comme nous le savons, mais le poids de l'hégémonie américaine dans l'économie mondiale recule. À un moment donné, il est probable que survienne une crise de confiance. Les ressources budgétaires ne seront tout simplement plus suffisantes pour garantir la liquidité en dollars existant dans l'économie mondiale.

Quant à savoir le moment où cela va se produire, je suis incapable de le dire, et, bien entendu, pour qu'il y ait crise de confiance, il faut pouvoir convertir les dollars en une autre monnaie. Ce qui m'amène à mon troisième point. Je suis convaincue que nous nous dirigeons vers un monde plus multipolaire, en raison de cette tendance fondamentale mais également du comportement du gouvernement américain actuel. Quand, je ne sais pas, mais quels seront les substituts possibles au dollar ?

Il est clair que l'euro est actuellement la deuxième devise. Cependant, il lui manque encore un actif sûr à l'échelle de la zone euro, équivalent aux valeurs du Trésor américain. L'Europe doit compléter l'architecture financière de la zone euro pour que l'euro puisse devenir une véritable devise mondiale. Dans tous les cas, un actif sûr à l'échelle de la zone euro serait également souhaitable pour améliorer la stabilité de la zone. Ce devrait être l'un des objectifs politiques importants poursuivis dans les années à venir.

Le RMB est un autre candidat sérieux. Malgré la volonté politique d'internationaliser la devise, les chiffres montrent qu'il reste beaucoup à faire pour parvenir à une devise internationale viable, en termes notamment de convertibilité et de liquidité du marché. Vu la taille de la Chine, lorsque les choses vont commencer à bouger, cela pourrait aller plus vite que nous le pensons. L'une des raisons à cela est que, pour le moment, nous ne voyons dans l'économie mondiale qu'une seule zone plus ou moins chevillée au dollar et qui stabilise son taux de change par rapport au dollar, mais qui, ce faisant, stabilise également son taux de change par rapport au RMB, puisque ce dernier est informellement défini par rapport au billet vert. Si, à un moment donné, un découplage s'opère entre le RMB et le dollar, il se pourrait qu'en raison des liens commerciaux, etc., la zone de devise pertinente pour de nombreux pays soit la zone économique du RMB plutôt que la zone du dollar. Les choses pourraient alors s'accélérer, mais nous n'en sommes pas encore là.

Le secteur privé s'est récemment invité dans le débat sur les devises. S'il est probable que le projet de crypto-monnaie Libra ne se réalisera pas, d'autres instruments similaires pourraient voir le jour. Pourquoi ? Parce que de telles devises privées pourraient s'appuyer sur un réseau existant. Il s'agit d'un phénomène très récent, lié au réseau privé préexistant de certaines entreprises. Leur utilisation comme moyen de paiement pourrait être étendue, mais il leur manque évidemment les autres fonctions d'une devise, donc, je le répète, je ne pense pas que ces crypto-monnaies puissent valablement prétendre au statut de devises à part entière. De même, la monnaie hégémonique synthétique

proposée par Mark Carney, qui est similaire au DTS mais avec une monnaie virtuelle, ne devrait pas se développer, pour la même raison qui a limité la portée du DTS, à savoir l'absence de prêteur en dernier recours et de garantie budgétaire.