

Chronique d'histoire financière

LA « GUERRE DES MONNAIES » A 100 ANS !

BERTRAND BLANCHETON*

L'expression « guerre des monnaies » est entrée dans le langage courant depuis l'intervention du ministre brésilien des Finances, Guido Montega, le 27 septembre 2010. Ce dernier dénonçait le niveau trop élevé du real et le fait que son pays se trouvait alors « au milieu d'une guerre des monnaies ». Depuis, la thématique est abordée avec l'appétit qui accompagne sa nouveauté. En réalité, les manipulations de change scandent l'histoire du XX^e siècle ; l'objectif de cette chronique est précisément de le rappeler.

281

Le maniement de la politique de change débute avec la proclamation du cours forcé des monnaies en 1914. Auparavant, la crédibilité du régime de l'étalon-or imposait aux États de rechercher de la compétitivité par la compression des variables internes et non par des dévaluations. La Grande Guerre ouvre une ère de flottement monétaire même si des régimes fixes sont, à de nombreuses reprises, rétablis par la suite, de manière plus ou moins chaotique. Durant le conflit, le cours de change apparaît comme un enjeu politique pour les belligérants. À travers la solidarité financière avec ses alliés anglais et américains, qui débute par l'accord du 30 avril 1915 entre Lloyd George et Alexandre Ribot, la France parvient à contenir la dépréciation du franc sur le front du change vis-à-vis de la livre et du dollar. Comme le montre le graphique (*infra*), le franc s'apprécie face au mark allemand. La ques-

* Professeur de sciences économiques, GREThA (université de Bordeaux) et CRAMFI (Rochambeau Global Economics). Contact : bertrand.blancheton@u-bordeaux.fr.

tion de faire du change un outil de compétitivité apparaît, quant à elle, dès les années 1920, lorsque certains pays (France, Belgique, etc.) sont amenés à choisir le niveau de la stabilisation-dévaluation de leur monnaie. La stabilisation Poincaré maintient ainsi une légère sous-évaluation réelle du franc afin de préserver les intérêts des exportateurs, habitués à bénéficier de cet avantage durant les épisodes inflationnistes incontrôlés de 1922 à 1926.

Dans le contexte de crise financière et de déflation du début des années 1930, une bataille monétaire de grande ampleur affecte l'économie mondiale. Elle implique les trois blocs monétaires de l'époque et entraîne la dislocation du système de l'étalon devises-or hérité de la conférence de Gênes en 1922. Pour répondre à la baisse de l'activité économique qui menace sa stabilité sociale, la Grande-Bretagne décide le 21 septembre 1931 de détacher sa monnaie de l'or sans attendre l'épuisement complet de ses réserves de change. Sur le marché, en trois mois, la livre perd un tiers de sa valeur face à l'autre monnaie internationale, le dollar. La livre est à l'époque une monnaie d'ancrage pour plusieurs économies qui se trouvent confrontées à un choix crucial. Soit elles restent attachées à la livre sterling et l'accompagnent dans sa dépréciation, soit elles subissent une revalorisation vis-à-vis d'elle. Les économies les plus imbriquées avec la Grande-Bretagne (Australie, Nouvelle-Zélande, Finlande, Suède, Portugal, etc.) restent liées. Entre septembre et décembre 1931, la France, la Belgique, les Pays-Bas et la Suisse exigent la conversion en or d'une partie de leurs avoirs en dollars pour ne pas subir de nouvelle perte en cas de dévaluation du dollar dont la position est fragilisée puisqu'il apparaît de fait comme étant « moins bon que l'or ». Toujours en 1931, le Japon quitte l'étalon-or ajoutant de l'instabilité. Les pays qui ne dévaluent pas sont victimes d'une réduction de leur compétitivité-prix. La question de conduire une dévaluation compétitive et de mettre en œuvre une stratégie d'exportation du chômage (Beggars-Thy-Neggar) est, pour eux, posée. La convertibilité du dollar est suspendue en avril 1933 et officiellement dévalué de 41 % le 31 janvier 1934, la définition du dollar passe de 20,67 dollars l'once à 35 dollars l'once. Les pays du bloc-or (zone monétaire sous influence française), Belgique, Pays-Bas, Suisse, Italie, etc., sont les perdants de cette séquence, ils subissent une appréciation réelle de leur monnaie qui les contraint à conduire des politiques déflationnistes encore plus dures et en définitive insoutenables. La Belgique dévalue en 1935, la France attend 1936.

L'éclatement du système de Bretton Woods et la généralisation progressive du flottement redonnent une actualité aux interventions à la fin des années 1970. Redoutant que leurs monnaies deviennent des devises clés et s'apprécient face à un dollar dont on annonce la fin de

l'hégémonie, les banques centrales des grands partenaires des États-Unis achètent massivement des dollars et les placent en bons du Trésor américain.

Au cours des années 1980 et 1990, la question de la sous-évaluation délibérée de monnaies asiatiques a été en débat, les pays en cause étaient nombreux (Chine, Indonésie, Philippines, Taïwan, Malaisie, Corée du Sud, etc.). Dans la presse, Maurice Allais et beaucoup d'autres les ont accusés de déployer des stratégies mercantilistes en opérant un dopage monétaire. À l'époque, les travaux de Benaroya et Janci (1996) quantifient pour l'année 1993 les rapports entre taux de change de parité de pouvoir d'achat (PPA) et taux de change courant ; pour la Thaïlande, les Philippines, l'Indonésie et la Chine, ils dépassent largement 3 et ne sont pas uniquement imputables à des écarts de productivité (effet Balassa-Samuelson). Mais les auteurs peinent à établir le caractère délibéré de ces sous-évaluations à partir de l'existence d'interventions sur le marché, de leur caractère stérilisé ou en raison de contrôles de la mobilité des capitaux. Taïwan, Singapour et la Corée du Sud peuvent néanmoins être mis en cause. Ultérieurement, il est apparu que la Chine maintenait un ancrage, une incomplétude de la convertibilité internationale du yuan et une sous-évaluation réelle de sa monnaie afin de se hisser au rang de premier exportateur mondial.

283

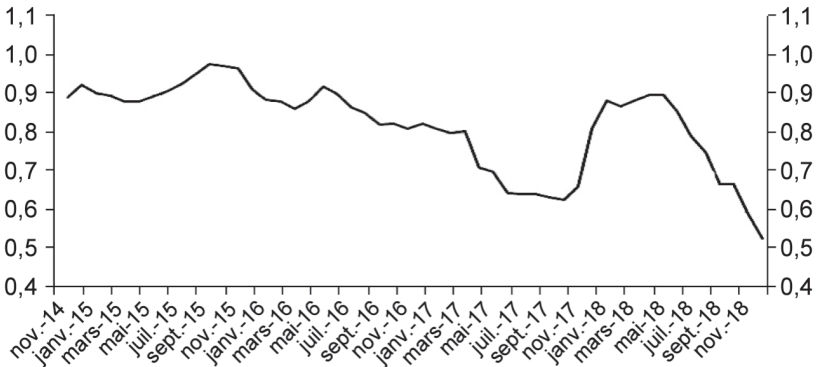
L'actuelle « guerre des monnaies » cristallise des pratiques nouvelles et des inquiétudes nées de la crise financière des *subprimes*. Les responsables multiplient les déclarations afin d'influencer les cours. Les actions de politique monétaire, en particulier non conventionnelles, pèsent sur les taux de change. On redoute que ce jeu non coopératif constitue un facteur d'aggravation des difficultés économiques à l'échelle globale car tous les pays seraient engagés dans cette bataille.

Mais ni les États-Unis, ni la zone euro ne semblent participer à cette « guerre des monnaies ». Si la Federal Reserve (Fed) américaine a déployé, dès le début de la crise, des mesures non conventionnelles, les États-Unis ont subi depuis 2014 une appréciation du dollar vis-à-vis de l'ensemble des devises. Quant à la zone euro, elle n'a tout simplement pas de politique de change, celui-ci étant considéré comme un simple canal de transmission de la politique monétaire.

À partir de critères standards, les travaux de Bergsten et Gagnon. (2012) ont toutefois identifié une vingtaine de pays qui manipulent ouvertement le change aujourd'hui. Parmi eux, toujours des pays asiatiques (la Chine, la Corée du Sud, Hong Kong, la Malaisie, Taïwan, parfois le Japon), mais aussi le Danemark, la Suède, Israël ou encore la Suisse jusqu'à sa décision de cesser ses interventions en janvier 2015.

Ce nouvel épisode de tensions s'inscrit donc dans une continuité historique née de l'instauration de régime de monnaie fiduciaire au cours d'un conflit militaire de grande envergure porteur de nombreuses autres ruptures économiques. Historiquement, seul le retour à une définition métallique des monnaies semble de nature à prévenir les manipulations de cours de change.

Graphique
Front du change
(indice franc/dollar sur indice mark/dollar entre 1914 et 1918)



284

Source : calculs de l'auteur d'après les données de Holtfrerich (2008) et Blancheton (2001).

Le mark allemand n'était pas coté sur la place de Paris durant la Première Guerre mondiale. Ce graphique propose un rapport entre l'indice du cours franc-dollar et l'indice du dollar-mark en données mensuelles entre 1914 et 1918. En supposant que les relations de parités croisées sont vérifiées, le rapport de cet indice avec l'indice mark-dollar retrace la dynamique de la parité franc-mark. La trajectoire de ce rapport reflète largement le déroulement du conflit et montre que la France a remporté la bataille du change.

BIBLIOGRAPHIE

- BENAROYA F. et JANJI D. (1996), « La sous-évaluation des monnaies asiatiques », *Économie internationale*, n° 66, pp. 7-42.
- BERGSTEN C. F. et GAGNON J. E. (2012), « Currency Manipulation, the US Economy and the Global Economic Order », Peterson Institute for International Economics, *Policy Brief*, décembre.
- BLANCHETON B. (2001), *Le Pape et l'Empereur*, Albin Michel.
- HOLTFRERICH C.-L. (2008), *L'inflation en Allemagne 1914-1923*, CHEFF.