

Que peut signifier aujourd'hui la souveraineté monétaire nationale ?

par Christian de Boissieu
Février 2022

I. Problématique

La souveraineté monétaire nationale est souvent revendiquée par des partis et des responsables politiques qui, ce faisant, flattent les opinions publiques spécialement chatouilleuses sur le sujet. « Battre monnaie » est l'une des composantes fortes et l'un des symboles les plus directs du pouvoir des Etats et de la souveraineté nationale. « Money is power » résumait à l'époque l'économiste britannique Sir Roy Harrod. Et pas seulement pouvoir d'achat... Mais le pouvoir monétaire des Etats et des banques centrales a été progressivement érodé par l'implication directe et massive des banques commerciales dans le processus de création monétaire, par la globalisation financière avec les entrées et sorties massives de capitaux, par l'intégration monétaire et financière en Europe.

En pratique, les attributs attachés à l'idée de souveraineté monétaire nationale sont multiples. Voici à mes yeux les principaux : 1/le contrôle par la banque centrale, devenue un peu partout indépendante du gouvernement, de la masse monétaire domestique, c'est-à-dire de la monnaie qui circule plus ou moins vite à l'intérieur du pays. 2/le contrôle par la banque centrale des taux d'intérêt directeurs. Directeurs car déterminant les taux sur le marché monétaire (marché de l'argent à court terme) et influençant, indirectement et même directement en cas de « quantitative easing », le niveau des taux à long terme. 3/la fixation du taux de change. Dans la plupart des pays, le choix du régime de changes (fixes ou flottants...) est de la compétence du ministère des finances alors que le choix du niveau du taux de change, en changes fixes, relève le plus souvent d'une concertation entre le ministère des finances et la banque centrale.

Pour la clarté du débat, il est utile de distinguer la souveraineté *formelle* de la souveraineté *réelle*, et cela vaut en matière monétaire comme sur d'autres points. Je prends juste un exemple pour être concret. La France disposait-elle de sa souveraineté monétaire durant la période du Système monétaire européen (SME), donc entre 1979 et l'arrivée de l'euro en janvier 1999 ? Formellement oui. Car la Banque de France fabriquait les billets en circulation, contrôlait (plus ou moins) la masse monétaire interne, fixait ses taux directeurs et décidait en lien avec le ministère des finances de la politique de change. Dans la réalité, sur cette période et compte tenu du rôle dominant du deutsche mark dans le SME, la Banque de France répliquait de façon quasi mécanique les mouvements de taux d'intérêt initiés par la Bundesbank. Souvent avec juste quelques minutes de décalage... Une seule fois durant la période, la Banque de France a précédé la Buba, sans doute parce qu'elle avait anticipé l'initiative de cette dernière. Cela veut dire que la souveraineté monétaire française sous le SME était plus formelle que réelle. De manière presque paradoxale, l'arrivée de l'euro, en comparaison de la configuration du SME, nous a fait regagner un peu de marges de manœuvre et de souveraineté monétaire grâce à la participation de la France aux codécisions de politique monétaire prises à Francfort dans le cadre de la BCE.

Dans le monde d'aujourd'hui, trois défis principaux pèsent sur la souveraineté monétaire nationale : 1/les asymétries durables dans le système monétaire international, 2/les processus de globalisation financière mais aussi d'intégration régionale, 3/l'essor des nouvelles technologies incarnées dans différentes formes de plateformes et dans les cryptomonnaies.

II. Souveraineté et asymétries monétaires

Certains pays sont plus souverains que les autres. Il s'agit des pays à monnaie de réserve, en particulier des Etats-Unis et du dollar, la monnaie de réserve par excellence.

Le pouvoir international du dollar se mesure à l'aune non pas de son taux de change, mais de ses parts de marché. Force est de constater que ces parts de marché ont à peine chuté depuis vingt ans. L'arrivée de l'euro a un peu modifié la donne, mais ses effets se feront sentir dans le long terme. Car le temps des transitions monétaires, des changements significatifs dans les parts de marché des différentes devises, est un temps long, qui contraste complètement avec le temps quasi instantané des variations des taux de change.

C'est ainsi que le dollar représente encore 60% des réserves de change des banques centrales dans le monde (à l'exclusion de l'or), facture encore près de 40% du commerce mondial, domine les transactions sur le marché des changes, sert de monnaie de règlement sur les marchés de matières premières. Ceux qui nous promettaient dès les années 1970 la « mort du dollar » se sont lourdement trompés ! A l'aune des parts de marché, l'euro arrive en numéro 2, loin devant les autres devises qui se partagent des miettes...

D'autres approches, complémentaires, confirment cette asymétrie monétaire. Ainsi, la causalité continue à aller des taux longs américains vers les taux longs européens (et pas l'inverse), comme le montrent des tests empiriques convergents. Autre illustration, de nombreux pays d'Amérique latine « dollarisés » n'ont que l'illusion de la souveraineté monétaire car, *de facto*, leur politique monétaire est du ressort de la Réserve fédérale américaine.

Les privilèges exorbitants du billet vert ont été dénoncés à maintes reprises par les partenaires et concurrents des Etats-Unis, spécialement en France depuis le général de Gaulle conseillé par Jacques Rueff. « Déficit sans pleurs », « droit de seigneurage », « douce insouciance » américaine, les qualificatifs pour décrire et dénoncer une telle asymétrie ont fait florès ; ils restent actuels vu la persistance des privilèges du dollar et le creusement des déficits jumeaux (budgétaires et extérieurs) américains en liaison avec le programme Biden de relance.

Les atteintes à la souveraineté nationale des autres pays ont été depuis peu accentuées par l'extraterritorialité des règles américaines, avec comme point d'application les amendes unilatéralement imposées à certaines banques européennes par les Etats-Unis. Les Américains considèrent que toute transaction impliquant le billet vert, même entre des non-américains, même très loin du territoire américain, relève de leur juridiction. Et cette interprétation extensive, voire « impérialiste », est nourrie par les privilèges du dollar.

Peut-on corriger de telles asymétries qui par définition réduisent la souveraineté monétaire des pays qui n'émettent pas la monnaie de réserve par excellence ? Des intentions à la réalité, il existe un grand écart dû au temps long des transitions monétaires évoqué plus haut. Les grands marchés internationaux de matières premières vont continuer à facturer en dollars, même si de temps à autre se manifeste une velléité de recourir à une autre unité de compte (l'euro ? les DTS ?...). Pour que l'Europe réplique à l'extra-territorialité des règles américaines, il faudrait qu'elle parvienne à un degré d'intégration politique lui permettant de mettre en œuvre un principe de réciprocité : appliquer ici ou là une extra-territorialité des règles européennes à des entités américaines. Nous en sommes loin ! Quant aux rééquilibrages souhaités par les Européens pour le système monétaire et financier international, ils vont prendre du temps. Souvenons-nous des deux à trois décennies qui ont marqué le passage de témoin de la livre sterling au dollar. N'oublions pas non plus que ce rééquilibrage monétaire et financier devrait impliquer non seulement le dollar et l'euro mais aussi le yuan chinois.

III. Souveraineté, globalisation et intégration

Un point de départ commode est fourni par le triangle d'incompatibilité mis en évidence par R. Mundell et T. Padoa-Schioppa : on ne peut avoir à la fois des changes stables, une parfaite mobilité des capitaux et des politiques monétaires nationales autonomes. Au mieux, seulement deux parmi ces trois « pôles » du triangle peuvent être conservés.

Une politique monétaire « autonome » signifie que la banque centrale ne tient pas compte de la contrainte extérieure dans la détermination de sa politique (fixation de ses taux directeurs, etc.). Elle relève donc de préoccupations de souveraineté monétaire nationale. Le triangle d'incompatibilité nous enseigne qu'alors il faut sacrifier soit la parfaite mobilité des capitaux, c'est-à-dire remettre en cause la libéralisation financière, soit la stabilité du taux de change.

Commençons par la première piste, le rejet de la parfaite mobilité des capitaux afin de retrouver un peu de souveraineté nationale. Il s'agirait en fait d'un contrôle étroit des entrées et sorties de capitaux, donc du retour à du protectionnisme financier. Deux questions. Cette voie est-elle réaliste ? Est-elle à privilégier ? Dans le monde actuel, des velléités protectionnistes en matière financière se heurteraient aux interconnexions créées par les nouvelles technologies (Internet, IA, blockchain...) et qui prévalent au plan mondial. La globalisation financière a depuis trente ans résisté à de nombreux chocs systémiques. Comme si elle était, pour une grande part, irréversible, en tout cas à l'horizon des dix prochaines années... Quant au caractère souhaitable ou non d'une telle approche, il faut rappeler que le protectionnisme entraîne à long terme plus de coûts que de bénéfices, surtout lorsqu'il se généralise.

L'autre voie consiste à donner plus d'autonomie à la politique monétaire nationale en remettant en question la stabilité des changes via le passage à des changes flottants. C'est d'ailleurs ce qui a été fait au plan mondial en mars 1973 et prévaut depuis cette date. Il n'y a aucune raison de penser qu'à l'horizon des dix prochaines années (pour prendre cet horizon-là), le monde pourrait revenir à un système de changes fixes mais ajustables comme l'était le régime de Bretton Woods. Force est de reconnaître que la réalité est loin de ce qu'avaient annoncé les monétaristes et autres partisans des changes flottants. Car, en pratique, il s'avère compliqué d'échapper à des cercles vicieux, comme celui dans lequel la dépréciation de la devise renforce l'inflation domestique (via le renchérissement du coût des imports), ce qui provoque une nouvelle dépréciation... Que les changes flottants paraissent beaux quand les changes fixes prévalaient ! Concrètement, les changes flottants n'ont pas renforcé la souveraineté monétaire des Etats, loin de là.

Puisque le protectionnisme financier n'est ni envisageable ni souhaitable, puisque les changes flottants ne sont pas la recette miracle envisagée par certains, il reste à explorer d'autres voies. L'une d'elles consiste à « internaliser » la contrainte externe, en abordant la question de la souveraineté monétaire à un niveau supranational. Concrètement, il s'agit de coordination internationale et d'intégration régionale.

La coordination internationale en matière de politique monétaire et de taux de change, depuis les débuts du G7 jusqu'aux dernières réunions du G20, est d'une faiblesse insigne. Il est le plus souvent question d'une coordination ex post des politiques monétaires, trop rarement d'une coordination ex ante. Surtout, la démarche adoptée relève d'un droit très « mou » : pas de discipline organisée, pas de sanctions en cas de non-respect des engagements oraux ou inscrits dans des communiqués souvent verbeux... La faiblesse de la gouvernance mondiale, comparée à la vigueur de la globalisation financière, illustre les limites du processus de coordination internationale des politiques monétaires nationales.

L'autre possibilité, plus prometteuse, moins désespérante, consiste à retrouver un peu de souveraineté monétaire et quelques marges de manœuvre via l'intégration régionale. C'est la voie, unique dans le monde par ses ambitions et ses mises en commun, adoptée par et dans la zone euro. Ce point a été illustré au début de ce chapitre, suggérant en quoi l'arrivée de l'euro a permis à la France d'avoir droit au chapitre monétaire en comparaison de la période du SME. Nous serions, les uns et les autres, probablement plus à l'aise avec la notion de souveraineté si nous acceptions de reconnaître que, pour certaines questions dont la monnaie, elle doit être pour l'essentiel découplée de l'aire de référence qu'est la Nation.

IV. Souveraineté et nouvelles technologies : monnaies publiques/monnaies privées

La guerre des monnaies évoque d'abord les dévaluations compétitives. Se profile désormais une autre guerre des monnaies, celle qui oppose monnaies publiques (ou officielles) et monnaies privées et dont les enjeux, éminemment politiques, touchent au pouvoir et à la souveraineté.

Le succès du bitcoin illustre la montée en régime des cryptomonnaies, ces monnaies digitales d'initiative privée, aux cours instables pour beaucoup d'entre elles, et dépourvues de banques centrales à même de servir de « prêteur de dernier ressort » en cas de coup de tabac. Certes, le bitcoin et les autres cryptomonnaies ne remplissent pas toutes les fonctions d'une monnaie complète, mais elles viennent quand même concurrencer les monnaies officielles pour certains usages. L'arrivée possible de Facebook avec sa monnaie Libra, rebaptisée Diem, donnerait une énorme impulsion à l'essor des cryptomonnaies privées puisque le géant américain compte près de 3 milliards d'utilisateurs !

Face à la privatisation de la monnaie, qui nous ramène loin en arrière dans l'histoire, les autorités ne sont pas en reste. Les banques centrales veulent reprendre la main ; elles travaillent au lancement de monnaies digitales publiques. La BCE est sur cette ligne, à l'horizon des cinq prochaines années. Les banques centrales ne font que mettre en œuvre, chacune dans sa sphère de contrôle, les nouvelles technologies du digital. J'ai d'ailleurs un peu de mal à comprendre pourquoi il faut autant de temps pour lancer des monnaies digitales, car les technologies requises sont déjà disponibles. Le défi posé aux autorités publiques, nationales et internationales, par l'essor des cryptomonnaies appellerait en réponse un peu plus d'agilité dans la réactivité de la part des banques centrales...

L'euro numérique viendra compléter le cash, se substituer pour partie à lui. Partout, la part du cash dans le total des moyens de paiement recule, avec les vagues successives d'innovations technologiques. Une partie des transactions courantes va pourtant continuer à se faire en cash pour des raisons d'habitude et de commodité, sans oublier que l'économie informelle, présente ici ou là, fonctionne avec le cash.

L'euro numérique s'échangera à la parité 1/1 contre toutes les autres formes de l'euro. Il sera donc un « stable coin », tout comme le Diem est prévu comme un « stable coin » par rapport au dollar. Cette propriété évitera la volatilité inhérente à de nombreuses cryptomonnaies.

Pour tous, les entreprises et les ménages comme pour les institutions financières, l'euro numérique va réduire les coûts de transaction, accélérer et sécuriser les règlements, potentiellement accroître la vitesse de circulation de la monnaie. Le digital élargit le champ des possibles, en même temps qu'il se prête à des cyberattaques.

Avec les monnaies digitales des banques centrales, l'articulation entre monnaies publiques et monnaies privées deviendra essentielle. Les cryptomonnaies privées sont livrées pour leur prix au jeu

permanent de la loi de l'offre et de la demande. Ce qu'il faut bien appeler la folie bitcoin l'illustre en particulier. Par définition l'euro numérique aura, lui, la BCE comme garant de sa stabilité et de sa liquidité.

Monnaies digitales publiques et privées seront concurrentes. Avec, à la clef, le primat de ce qui fait la qualité d'une monnaie : la stabilité de sa valeur, la profondeur des marchés financiers auxquels elle est adossée, bien sûr aussi sa quantité disponible. Mais monnaies digitales publiques et privées seront aussi complémentaires. La convertibilité entre elles, dans les deux sens et avec des points de passage nombreux, sera une information cruciale pour la lutte contre l'évasion fiscale, contre le blanchiment de l'argent sale et contre le financement du terrorisme.

Christian de Boissieu est Professeur émérite à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne) et vice-Président du Cercle des économistes. Il a été Président du Conseil d'analyse économique et membre du Collège de l'Autorité des Marchés Financiers.

Ce texte est en partie repris de ma contribution à un ouvrage collectif du Cercle des économistes sur le populisme aujourd'hui, à paraître chez Odile Jacob en mars 2022 et dirigé par F.Benhamou et H.d'Albis.