

La livre sterling et le Brexit : retour à la grandeur ou décadence d'une ex-monnaie mondiale ?

Par Denis Ferrand, Directeur Général de Rexecode et Président de la Société d'Economie Politique, 1^{er} novembre 2020

Article rédigé pour la revue « [L'Ena hors les murs](#) », paru dans le N.501 (janvier 2021), et mis à disposition des seuls adhérents de Rexecode.

Les vicissitudes de la livre sterling depuis près d'un siècle s'apparentent à une lente mais régulière glissade dans la hiérarchie des devises à l'échelle mondiale. La livre a été supplantée durant l'entre-deux-guerres par le dollar au titre de monnaie hégémonique à même d'assurer trois fonctions principales dans le système financier international : être une unité de compte, un instrument d'échange, une valeur de réserve adossée à des actifs libellés dans sa devise. Elle a été dépassée depuis dans ce rôle par le yen, l'euro et désormais le renminbi. Parce qu'il procède d'un principe de souveraineté retrouvée, parce qu'il s'accompagne d'un projet de réarmer le Commonwealth d'une identité économique, commerciale et financière forte, le Brexit porte en germes l'idée de restaurer ce rôle de monnaie internationale, à défaut de monnaie hégémonique, qui était le sien à l'acmé de l'Empire britannique. Mais la confrontation entre les aspirations et les fondamentaux économiques risque fort de reléguer les premières au rang de projet mort-né. Parce qu'il est indissociable de la puissance économique et de l'organisation des flux commerciaux et financiers au sein d'un espace cohérent, le « statut » de monnaie mondiale, ou même simplement internationale, semble inaccessible à la livre sterling, quand bien même la place financière de Londres demeurerait centrale. Loin de favoriser le retour à cette chimère, le Brexit pourrait même l'éloigner un peu plus de ce statut revendiqué mais de facto déjà très évanescent.

*

* *

Restaurer un rôle international majeur à la livre sterling reviendrait à inverser une marche vers la relégation entamée de longue date par la devise britannique. Cette relégation tient à ce que le « privilège exorbitant » du dollar s'est peu partagé dès lors qu'il a dépossédé la livre sterling de la couronne monétaire mondiale à partir de 1931 et la suspension de la convertibilité-or de la livre. Cette décision eut pour conséquence immédiate la première grande dévaluation de l'histoire. Des recherches récentes montrent même, sur la base d'une analyse des devises d'émissions de titres de dettes publiques intervenues durant la période 1914-1946, que c'est dès les années 1920 que la livre sterling avait été supplantée en tant que première monnaie d'émission par le dollarⁱ. Depuis lors, le rôle international de la livre sterling s'est progressivement réduit au point de devenir « une monnaie occasionnelle pour investisseurs, une monnaie de réserve de diversification opportuniste, dont la parité est de ce fait étroitement liée à ses taux d'intérêt, à son rendement relatif » ainsi que P. Artus l'avait noté il y a déjà plus de dix ansⁱⁱ. Cette situation a pour conséquence de maintenir un coût du capital au Royaume-Uni plus élevé qu'il ne l'est par exemple en zone euro.

Ce coût du capital plus élevé est à mettre au regard d'un développement de la place financière plus avancé que cela n'est le cas en Europe continentale. La profondeur des marchés, la puissance de la City créent un avantage institutionnel qui devient un avantage comparatif par rapport aux places continentales. Mais la profondeur des marchés sur un territoire, le maillage extraordinairement dense des compétences et la diversité des intervenants financiers n'est pas synonyme de l'aptitude de la monnaie qui circule sur le territoire en question à s'ériger en monnaie internationale de réserve. Si tel avait été le cas, le dollar de Hong Kong jouirait d'un rôle international manifeste qu'aucun observateur n'est pourtant prêt à lui attribuer. Plus que du développement d'un système financier local, le « statut » de monnaie internationale dépend de la masse de titres dans sa propre devise qui peuvent circuler dans le monde et qui se voient reconnaître de facto le statu d'actif de réserve. Malgré le déficit courant persistant du Royaume-Uni associé à un déficit public permanent, cette masse ne fait que s'affaiblir relativement aux titres européens en circulation ou mis en réserve dans le reste du monde, par exemple. Et si la place de Londres est prééminente et pourrait conserver un rôle majeur même après le Brexit, les transactions sur des actifs en livre sterling n'y sont pas majoritaires, loin s'en faut.

Cette banalisation de la livre sterling ressort clairement à la lecture de l'étendue des zones d'influence monétaire. Celles-ci peuvent être approchées à partir des co-mouvements de la valeur des devises nationales avec celle des cinq principales monnaies internationales (dollar, euro, renminbi, yen, sterling). Une étude du FMIⁱⁱⁱ relève ainsi que le bloc sterling représente environ 3 % du PIB mondial. Les zones d'influence mondiale se répartissent à hauteur de 40 % pour le dollar, 30 % pour le renminbi, 20 % pour l'euro et 5 % pour le yen. Hormis le Royaume-Uni, le bloc sterling ne comprendrait plus désormais que les pays africains de la région des grands lacs (Kenya, Ouganda...). Certains grands pays du Commonwealth, comme l'Australie et l'Afrique du Sud, seraient même désormais bien plus dans la zone d'influence du renminbi puis du dollar que dans celle de la livre sterling. Cette proportion de 3% est à mettre en parallèle avec le poids de la devise britannique dans les réserves mondiales en devises qui est de l'ordre de 4,2%. Elle entre également à hauteur de 6,4 % des transactions sur les marchés des changes^{iv}. Un point clé est que c'est la taille de l'économie à monnaie de réserve qui est déterminante pour jouer un rôle central et soutenir la formation et l'extension d'un bloc autour d'une devise. Un système financier hypertrophié, comme c'est le cas au Royaume-Uni, est insuffisant pour préserver un rôle d'importance à la livre sterling dans le concert des devises. C'est d'autant plus le cas que ces marchés financiers ont en quelque sorte un statut d'extraterritorialité de facto en ce que la monnaie qui est traitée principalement n'est pas la devise du pays dans lequel ils exercent. Ce qui fait la force d'une devise et qui est fondateur d'un statut de monnaie internationale, c'est certes le volume de titres exprimés dans une devise comme l'a enseigné l'histoire du grand remplacement de la livre sterling par le dollar, mais c'est aussi et surtout la taille de l'économie^v et son aptitude relative à faire reconnaître hors de sa zone d'émission l'endettement dans sa propre devise comme refuge de valeur.

Sur ce dernier point, la lecture combinée des transactions internationales et de la position extérieure nette du Royaume-Uni est instructive. Cette dernière, qui reflète en quelque sorte le cumul des déficits courants du passé de l'économie britannique, est débitrice de longue date. Cette situation indique que les engagements des résidents britanniques vis-à-vis du reste du monde sont plus importants que ne le sont les actifs qu'ils détiennent sur ce dernier. Une telle position débitrice n'est pas en soi un problème. Avant l'émergence du yen et du renminbi, elle était même vue comme une condition *sine qua non* de l'internationalisation d'une devise. De fait, la position extérieure nette de l'économie américaine est bien plus débitrice encore que ne l'est celle de l'économie britannique (65%

du PIB contre 26 % respectivement). Mais, une différence majeure intervient au niveau des revenus des capitaux investis. Bien que l'économie américaine ait plus d'engagements vis-à-vis du reste du monde qu'elle n'a d'actif sur celui-ci, les revenus des investissements américains réalisés à l'étranger sont plus importants que ceux versés en rémunération des placements des non résidents en titres américains (à hauteur d'un point de PIB). C'est une situation exactement inverse qui prévaut au Royaume-Uni depuis une quinzaine d'années. Jusqu'au début des années 2000, les résidents britanniques tiraient plus de revenus de leurs placements dans le reste du monde qu'ils ne lui en versaient en rémunération de ses placements en titres britanniques. Cette situation conférait de facto à l'économie britannique un statut d' « économie de rente ». Ce n'est plus le cas et ce solde déficitaire des revenus d'investissement s'accroît au point que qu'il représente désormais plus de 2 points de PIB. Sur longue période, c'est ce poste de la balance des paiements courants britannique qui s'est le plus dégradé.

En risquant d'occasionner une érosion de la compétitivité britannique *via* notamment une hausse des tarifs douaniers vers l'Union européenne, qui est la destinataire de près des deux tiers des exportations britanniques, le Brexit pourrait endommager à nouveau la compétitivité de l'économie et de l'industrie du pays, accentuant ainsi un déficit extérieur sur les échanges de biens^{vi}. Le besoin d'appel aux capitaux extérieurs pour financer un déficit croissant ne pourrait alors que s'accroître au prix d'un renchérissement des conditions d'emprunt. Loin de favoriser une chimérique remontée du rôle international de la livre sterling, le Brexit risque plus de miner ce projet en créant les conditions d'une dépréciation rampante de la livre sur fond de forte volatilité. En minant la crédibilité de sa valeur, un tel mouvement éloignerait la livre encore un peu plus d'un rôle de réserve de valeur, apanage des monnaies internationales, un attribut qui lui est de moins en moins attribuable.

ⁱ Livia Chitu, Barry Eichengreen and Arnaud Mehl : « When did the dollar overtake sterling as the leading international currency ? Evidence from the bond markets », *ECB Working Papers Series*, n° 1433, may 2012

ⁱⁱ P. Artus : « Pour prévoir l'évolution des devises, connaître leur statut », *Flash Marchés*, Natixis, n°54, 7 février 2008

ⁱⁱⁱ Camilo Tovar, Tania Mohd Nor : « Reserve currency blocs : a changing international monetary system ? », *IMF Working Paper*, WP/18/20, 2018

^{iv} Sources respectives : FMI, *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* et BRI, *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and OTC Derivatives Markets* in 2019.

^v Comme le notent Chitu et al. (op.cit.) : « In the case of the UK, economic stagnation (i.e. declining relative economic size) was the most important factor for sterling's declining share over the [interwar] period »

^{vi} Celui-ci est toutefois compensé par un excédent croissant sur les échanges de services. Voir par exemple le discours de Ben Broadbent (Deputy Governor de la Banque d'Angleterre) : *Brexit and the pound* » devant l'Imperial Collège de Londres, le 23 mars 2017

Plus d'informations sur *l'Ena hors les murs*, revue de l'association des anciens élèves de l'ENA ici : www.aaena.fr/group/l-ena-hors-les-murs/169/