



“GÉOPOLITIQUE ET ÉCONOMIE”

# Monnaie, facteur de puissance ?

Mémoire de géopolitique  
du commandant Thierry PERES  
dans le cadre du séminaire de géopolitique

Directeur : Christian HARBULOT  
Directeur de l'École de Guerre Économique

Mars 2006

# Sommaire

## PREMIERE PARTIE : LE DOLLAR, PILIER DE L'HYPERPUISSANCE AMERICAINE

Les avantages conférés par le dollar aux Etats-Unis

Fragilité et contestation du pouvoir de monopole du dollar

## DEUXIEME PARTIE : L'EURO, CONCURRENT CREDIBLE DU DOLLAR

Les handicaps de l'euro

Un euro faible ?

L'internationalisation de l'euro

# Table des matières

INTRODUCTION .....	4
1 LE DOLLAR, PILIER DE L'HYPER PUISSANCE AMERICAINE.....	6
1.1 LES AVANTAGES CONFERES PAR LE DOLLAR AUX ETATS-UNIS.....	7
1.1.1 Avantage en termes de puissance et d'influence.....	7
1.1.2 Avantage en matière de change et de paiements internationaux.....	8
1.1.3 Le seignuriage .....	10
1.1.4 La dollarisation.....	12
1.2 FRAGILITE ET CONTESTATION DU POUVOIR DE MONOPOLE DU DOLLAR.....	15
1.2.1 Offre de la liquidité internationale et conditions pérennes du statut de monnaie de réserve .....	15
1.2.2 Le pétrole, base et vulnérabilité de l'hégémonie du dollar .....	18
2 L'EURO, CONCURRENT CREDIBLE DU DOLLAR ? .....	20
2.1 LES HANDICAPS DE L'EURO .....	20
2.1.1 L'impossible émergence d'une zone monétaire optimale (ZMO) sans souveraineté.....	20
2.1.1.1 Notion de zone monétaire optimale.....	21
2.1.1.1.1 La mobilité des facteurs .....	21
2.1.1.1.2 L'intégration fiscale.....	21
2.1.1.2 Optimalité et souveraineté : la nécessité d'une concomitance.....	22
2.1.2 La fragilité de la confiance collective dans l'euro .....	24
2.1.2.1 Le manque de légitimité et de transparence de la BCE.....	25
2.1.2.2 Les limites du policy-mix européen .....	26
2.1.2.3 L'état embryonnaire du projet politique européen.....	27
2.2 UN EURO « FAIBLE » ?.....	28
2.2.1 La déconnexion de l'euro des fondamentaux.....	29
2.2.2 La géopolitique pour expliquer les insuffisances de crédibilité de l'euro .....	32
2.3 L'INTERNATIONALISATION DE L'EURO .....	33
2.3.1 Le potentiel de diffusion de l'euro.....	34
2.3.2 Evaluation du poids effectif de l'euro .....	36
CONCLUSION.....	39
ANNEXE 1 : LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL .....	41
ANNEXE 2 : NOTION DE MONNAIE INTERNATIONALE .....	44
ANNEXE 3 : LES AGREGATS MONETAIRES .....	47
ANNEXE 4 : HISTORIQUE DE LA NAISSANCE DE L'EURO.....	48

# Introduction

Si l'on se place dans une perspective historique, on constate qu'il a existé plusieurs formes d'organisation des relations monétaires internationales : étalon or, étalon or/devise, flottement des monnaies, etc. Chacune a constitué en son temps ce que l'on appelle le Système Monétaire International. Il y a donc eu plusieurs systèmes monétaires internationaux successifs<sup>1</sup>. On peut remarquer au sein de chacun de ces systèmes l'émergence d'une monnaie internationale<sup>2</sup> utilisée pour effectuer le règlement des transactions internationales. Cette monnaie internationale (livre sterling jusqu'à la Première Guerre mondiale, puis dollar à partir de 1944) a conféré au pays émetteur des avantages extrêmement importants non seulement sur le plan économique mais aussi sur le plan politique et en terme de puissance.

On peut également noter dans tous ces systèmes, la prépondérance des rapports conflictuels entre les pays industrialisés, l'absence de coopération réelle, la tendance vers la création de systèmes dans le Système Monétaire International et la formation de blocs monétaires, ainsi que l'existence de rapports de domination dont des exemples sont l'utilisation par les Etats-Unis de la politique des taux d'intérêt et du dollar surévalué pour régner sur l'Occident et le reste du monde, ou la satellisation pure et simple des pays en développement par les pays développés (et dont la zone franc en Afrique est le prototype).

Ces rapports conflictuels au sein des systèmes monétaires internationaux et l'existence dans chacun d'eux d'une monnaie internationale amènent tout naturellement à s'interroger sur la monnaie en tant que facteur de puissance. En effet, il apparaît nettement qu'une monnaie internationale constitue un facteur de puissance pour le pays émetteur. Cela entraîne dès lors deux questions. Premièrement, en quoi une monnaie internationale constitue-t-elle un facteur de puissance ? Secondement, puisque le dollar est actuellement la monnaie internationale sur laquelle est en grande partie bâtie la puissance des Etats-Unis, l'euro peut-il se poser en alternative crédible à la monnaie américaine comme monnaie internationale? Autrement dit sous quelles conditions l'Euro pourra-t-il réellement concurrencer le dollar ?

---

<sup>1</sup> Cf. annexe 1.

<sup>2</sup> Cf. annexe 2.

Ces différentes interrogations nous amèneront à étudier dans un premier temps de quelle manière le dollar constitue le pilier de l'hyperpuissance américaine en examinant les avantages qu'en retirent les Etats-Unis mais aussi la fragilité des bases de la domination de la monnaie américaine. Dans un second temps il conviendra d'examiner si l'euro peut se poser en concurrent crédible du dollar. Pour cela, nous analyserons les handicaps de l'euro par rapport au dollar, la relativité de la notion de faiblesse de la monnaie unique puis son internationalisation.

# 1 Le dollar, pilier de l'hyper puissance américaine

La domination militaire ne suffit pas pour établir un contrôle impérialiste et une domination économique. Un système monétaire et financier doit accompagner le contrôle militaire. En fait, le degré et l'étendue géographique de l'acceptation de la monnaie d'un Etat impérialiste fournissent une bonne indication de l'ampleur de sa domination. Hors de l'Union soviétique, pratiquement personne n'avait envie ni intérêt de posséder des roubles. Aussi, la puissance économique de l'Union soviétique était faible, même en Europe de l'Est, qu'elle contrôlait pourtant militairement et politiquement. Il s'agissait d'une des différences fondamentales entre l'Union soviétique et les Etats-Unis à la fin de la Deuxième Guerre mondiale.

Tout se noue entre le 1<sup>er</sup> juillet et le 22 juillet 1944, lors de la première conférence financière internationale des Nations Unies, réunie à Bretton Woods, aux Etats-Unis. Deux institutions sont créées : le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque internationale pour la reconstruction et le développement (BIRD), qui deviendra la Banque mondiale. Selon le nouveau système monétaire, chaque Etat doit assurer la convertibilité de sa monnaie et une parité fixe en or ou en dollars américains, avec une marge de fluctuation de 1%. En fait, le système consacre la puissance des Etats-Unis et du dollar, d'autant que l'Union soviétique, deuxième grand vainqueur de la guerre, n'est pas en mesure, économiquement et financièrement, de faire contrepoids et décide de ne pas participer au système. Cette consécration montre que le statut de devise internationale conféré à une monnaie est la conséquence de la puissance du pays émetteur, puissance économique mais aussi puissance politique. Une fois qu'une monnaie est devenue internationale, elle peut constituer un facteur de puissance pour le pays émetteur, renforçant ainsi sa domination. On peut donc légitimement postuler que pour être facteur de puissance, une monnaie doit être auparavant une émanation de la puissance du pays émetteur.

La place du dollar s'élargit avec les aides financières à la reconstruction en Europe, dites plan Marshall. Les Etats-Unis multiplient les investissements à l'étranger (moins de 10 milliards en 1946, 19 milliards en 1950, 40 milliards en 1959) et combrent le déficit de leur balance des paiements en émettant des dollars. Toutefois, dans les années 1960, les besoins de financements liés à la guerre du Vietnam et la montée en puissance industrielle de l'Allemagne et du Japon changent la donne. Dès 1961, pour tenter de maintenir le système, un pool de l'or s'organise avec les principales banques centrales, qui maintiennent alors le cours

du dollar à 35 dollars l'once – en rachetant des dollars en cas de baisse et en en vendant en cas de hausse. Ce sont les pays tiers qui prennent en charge la parité fixe du billet vert. La France se retire du pool en 1967. Un an plus tard sera créé un double marché : fluctuant pour les particuliers et fixe (à 35 dollars l'once d'or) pour les banques centrales.

C'est ainsi que, dans la pratique, le dollar est devenu une monnaie internationale, ce qui a obligé tous les pays à constituer des réserves en dollars pour faire face aux fluctuations de leur monnaie résultant de la position de leur balance des paiements. Avec ce système, la Réserve fédérale des États-Unis n'a pas besoin de défendre le dollar ("un dollar est toujours un dollar"), puisque les banques centrales des autres pays doivent le faire pour maintenir la parité de leur monnaie avec le dollar.

Ce statut de monnaie internationale a conféré aux États-Unis de nombreux avantages tant sur le plan économique que sur le plan politique et en termes d'influence et donc de puissance. Toutefois, le statut du dollar est contesté car il repose sur des bases fragiles.

## 1.1 Les avantages conférés par le dollar aux États-Unis

En faisant du dollar la monnaie internationale de référence, le système de Bretton Woods a conféré aux États-Unis des avantages inestimables directement en termes de puissance et d'influence mais surtout en termes économiques qui tiennent à la politique de change, aux paiements internationaux, aux gains de seignuriage et au processus de dollarisation (remplacement de la monnaie nationale d'un État par le dollar). Les avantages économiques ont également, mais de façon indirecte, des conséquences en termes de puissance et d'influence.

### 1.1.1 Avantage en termes de puissance et d'influence

Une monnaie nationale devient la monnaie de réserve d'autres pays lorsqu'elle a été consacrée comme telle par la finance et le commerce globalisés, en raison de sa puissance économique et financière relative. Les États sont désireux de s'en constituer des réserves, car c'est un actif de choix utilisable dans n'importe quel pays entretenant des relations économiques internationales, et donc, lui aussi, intéressé à en détenir des stocks.

Le pays émetteur de la monnaie de réserve acquiert, de ce fait, un pouvoir et une influence considérables sur les autres, mais il contracte aussi des responsabilités<sup>3</sup>. De ce point de vue, la situation de l'après-guerre est éclairante. L'objectif d'un pays autre que celui de la monnaie de réserve est d'attirer des dollars et d'accumuler des réserves qu'il utilisera pour acheter des produits n'importe où dans le monde. Comment procédera-t-il ? Il pourra vendre ses produits aux Etats-Unis et recevoir des dollars en échange, éventualité qui restera purement théorique pendant une ou deux décennies pour les pays européens après la Deuxième Guerre mondiale. Autre option : attirer chez soi des sociétés américaines et leurs dollars. C'est l'origine des multinationales. Dernière possibilité : ouvrir son pays aux bases et aux personnels militaires américains. Telles furent, dans les années 50, pour les Européens, les principales façons de faire rentrer des billets verts... et l'influence qui les accompagne. Elles sont identiques à celles à l'œuvre actuellement dans les pays du Tiers-monde, d'Europe centrale et orientale, en Russie et dans le reste de l'ex-Union soviétique. On voit bien ici en quoi le dollar constitue un vecteur de l'influence des Etats-Unis à travers le monde et donc un facteur de puissance.

### 1.1.2 Avantage en matière de change et de paiements internationaux

L'autre avantage, qui est considérable, est que la Banque centrale des États-Unis n'a pas à défendre le change du dollar : les autres le font pour elle. Cela reste vrai en cas de déficit de la balance des paiements américaine. En effet, si les États-Unis sont en déficit, ils paient leurs créanciers en dollars, alors que les autres pays ne peuvent pas en général payer avec leur monnaie nationale. Mais ce n'est pas le point le plus important. Si le créancier exige une autre monnaie, par exemple des marks, la Banque américaine vendra des dollars contre des marks. Le point important c'est que les dollars réglant le déficit viendront peser sur le change dollar contre mark, dollar contre yen, dollar contre franc, etc. Cette pression abaissera le cours du dollar au-dessous de la parité officielle, mais dès que le point d'intervention obligatoire pour la banque centrale intéressée sera atteint, celle-ci achètera les dollars contre sa monnaie nationale. Le déficit américain peut donc, à la lettre, être sans limite. Par convention, par règle

---

<sup>3</sup> En premier lieu, il doit être prêt en permanence à garantir une liquidité planétaire, de sorte que sa devise circule en quantité suffisante dans l'ensemble du monde pour les besoins de la finance et du commerce mondiaux. En second lieu, il doit également se tenir prêt à jouer le rôle de « prêteur en dernier ressort » et à régler les problèmes d'endettement de pays devenus excessivement débiteurs. Et tout cela en maintenant un cadre raisonnablement stable de valeurs externes et internes de sa devise : ces dernières renvoient à un taux d'inflation modéré, et les valeurs externes à une fourchette de fluctuation prévisible de ses taux de change avec les autres monnaies du monde. Si ces conditions de stabilité ne sont pas réunies, les pays rechignent à détenir des stocks de la monnaie qui se veut de réserve.

du jeu, les dollars émis pour le financer doivent être acquis à taux fixe par les banques centrales des pays ayant un excédent vis-à-vis des États Unis.

Le système de Bretton Woods a donc offert aux États Unis un avantage exorbitant en matière de paiements internationaux, ce qui, en pratique, a obligé le reste du monde de financer le déficit budgétaire de ce pays. La création de dollars est au service de la politique économique américaine. Son impact sur les relations monétaires internationales n'est pas pris en compte.

Ce fut là le point de départ d'un désordre croissant du Système Monétaire International qui a été institutionnalisé en 1975 avec l'abandon du système de taux de changes fixes (réforme de l'article IV des Statuts du FMI, entrée en vigueur en 1978). Un principe fondamental du système monétaire (le système de changes fixes) a été abandonné, mais dans la pratique le dollar s'est maintenu comme monnaie internationale, de sorte que le reste du monde a continué de subventionner l'économie des États-Unis, puisque les banques centrales des autres pays continuent d'intervenir pour éviter toute baisse du dollar. Il est certain que les interventions des banques centrales sont de moins en moins efficaces, car peu d'entre elles peuvent agir sur les sommes phénoménales qui sont instantanément mises en jeu sur le marché financier international pour spéculer contre les monnaies nationales.

La fin du système de Bretton Woods n'a pas fait disparaître l'avantage que confère le dollar aux États-Unis qui peuvent toujours ignorer la discipline d'avoir à équilibrer leurs comptes car, s'ils manquent d'argent et ne trouvent personne pour éponger leur dette, ils peuvent simplement créer des dollars, gonflant la valeur de leur dette et détruisant les capitaux détenus par leurs créiteurs. En d'autres mots, ils peuvent menacer d'un chantage financier.

C'est ainsi que dans les années 1970, les gouvernements européens et asiatiques ont commencé à se plaindre de prêter de l'argent pour financer la guerre du Vietnam. Les États-Unis ont simplement répondu en organisant une chute importante du dollar, laquelle effaça leur déficit et pénalisa fortement les économies de leurs partenaires commerciaux dans le processus. Maintenant, avec le déficit qui gonfle à nouveau pour financer les guerres étrangères, les États-Unis répètent l'astuce. Ils ont encouragé le dollar à chuter. Les exportateurs vers les États-Unis comme la Chine et le Japon n'ont pas eu d'autre choix que de tenter d'arrêter ce déclin pour protéger leur commerce. Comment ? En achetant des dollars, qu'ils investissent dans les bons du Trésor américain, finançant ainsi le déficit américain.

### 1.1.3 Le seignuriage

L'acception moderne du seignuriage fait référence au gain conféré à la banque centrale du fait de sa position de monopole en tant qu'émetteur de billets. En contrepartie des engagements non rémunérés qui représentent la base monétaire, l'Institut d'émission acquiert des actifs qui produisent des intérêts au taux du marché. Le gain ainsi obtenu constitue le revenu de seignuriage de la banque centrale.

Les gains de seignuriage ont été également envisagés au regard des fonctions que remplit une monnaie sur le plan international. La banque centrale d'un pays émetteur de la monnaie internationale peut tirer des recettes de seignuriage de trois types d'engagements : les réserves officielles des banques centrales étrangères, les dépôts obligatoires des banques commerciales auprès de la banque centrale et les liquidités détenues par des non-résidents privés.

Un certain nombre d'auteurs ont recentré la notion de seignuriage autour du privilège conféré au pays émetteur de la monnaie de réserve internationale qui détient un certain pouvoir de monopole pour extraire le seignuriage d'une façon analogue à celui d'une banque centrale.

En échange de moyens de paiements internationaux dont le coût de fabrication est quasiment nul, le pays-centre peut acquérir des avoirs réels et financiers à l'étranger dont la contrepartie est l'accroissement de ses engagements liquides auprès des institutions officielles étrangères. En particulier, le pays-centre obtient un gain de seignuriage dans la mesure où les autorités monétaires étrangères acceptent de détenir une partie de leurs liquidités internationales sous forme de réserves dont le taux de rendement est inférieur aux taux qui rémunèrent les avoirs acquis par le pays-centre à l'étranger. La position du pays-centre a ainsi été comparée à celle d'un banquier mondial empruntant à court terme et prêtant à long terme dont l'offre de liquidités internationales est subordonnée à la réalisation d'un déficit de sa balance des paiements. Cette notion de seignuriage fait généralement référence au privilège dont ont commencé à bénéficier les Etats-Unis au lendemain de la Seconde Guerre mondiale en tant que pays émetteur de la monnaie de réserve internationale.

Les accords de Bretton Woods ont créé une relation asymétrique entre le dollar et les autres devises qui contraignaient les banques centrales étrangères à détenir des réserves en dollars. Compte tenu de l'hégémonie des Etats-Unis tant sur le plan économique que politique d'alors, la constitution de réserves officielles en dollars dans les banques centrales européennes, devait faciliter la reconstruction de ces économies en leur permettant d'ajuster leur balance des paiements sans devoir restreindre leurs importations en provenance de l'économie américaine ou d'ériger des barrières protectionnistes à l'encontre des pays tiers.

En 1944, et pendant les années de la reconstruction de l'Europe, l'or servait à se procurer du dollar, et ce dernier servait à acheter des marchandises aux Etats-Unis ou dans d'autres pays. Les Etats-Unis sont donc devenus un pays à monnaie de réserve parce que les institutions officielles étrangères détenaient des dollars dans leurs réserves internationales. Ainsi, dès la fin des années 1950, les banques centrales européennes ont accumulé les dollars qu'elles recevaient en contrepartie du règlement de leur surplus de la balance des paiements avec les Etats-Unis sous la forme d'actifs liquides en dollars.

Entre 1950 et 1963, les institutions officielles européennes ont acheté 8 milliards de dollars d'actifs liquides en dollars et moins de 8 milliards de dollars d'or auprès du Trésor américain. Dans la mesure où les institutions officielles étrangères ont réglé les surplus des paiements européens avec les Etats-Unis en acquérant des actifs liquides en dollars, leur demande d'or auprès du Trésor américain a été d'autant réduite. Dans le système monétaire international du gold exchange standard, si elles avaient demandé la conversion de ces dollars en or, le stock d'or américain aurait diminué rapidement contraignant les autorités monétaires américaines à prendre des mesures beaucoup plus radicales qu'elles ne l'ont fait à l'époque pour limiter les déficits de leur balance des paiements.

Jusque dans les années 70, les banques centrales étrangères ont accumulé en contrepartie des déficits courants et des sorties de capitaux américains des stocks de dollars qu'elles ont généralement placés en bons du Trésor du gouvernement américain par l'intermédiaire de la banque de réserve fédérale de New York.

La suspension officielle de la convertibilité du dollar, le 13 août 1971, ni même le passage à un régime de taux de change flottants en 1973 n'ont mis fin au seigneurage américain. En outre, les dollars des banques centrales étrangères soumises au seigneurage ont été rémunérés

comme s'ils étaient prêtés à court terme et non pas comme ils auraient dû l'être, c'est-à-dire comme des prêts à long terme. Les Etats-Unis obtiennent donc un gain de seignuriage dans la mesure où les autorités monétaires étrangères acceptent de détenir leurs actifs en dollars en bons du Trésor américain rémunérés sur la base d'un taux à trois mois alors que les investissements américains en Europe se sont traduits au moins jusqu'en 1971 principalement par des investissements directs.

En conséquence les Etats-Unis reçoivent du reste du monde un prêt à long terme et ne versent qu'un taux d'intérêt à court terme parce que les banques centrales étrangères acceptent un taux d'intérêt moindre que celui qui correspond à la durée de leur prêt. Les Américains obtiennent des créances à long terme sur les autres pays et ceux-ci reçoivent des créances à court terme et liquides sur les Etats-Unis sous forme de dépôts à vue et de placements à court terme de bons du Trésor américains. La place des Etats-Unis dans les échanges financiers internationaux est donc analogue à celle d'un banquier international, empruntant à court terme et prêtant à long terme

#### 1.1.4 La dollarisation

Dans le sens le plus large, la dollarisation signifie l'utilisation d'une monnaie étrangère (ou externe) qui sert de moyen de paiement, de réserve de valeur et d'unité de compte pour tout ou partie de la population d'un pays considéré. Il faut distinguer la dollarisation de fait de la dollarisation officielle. La dollarisation de fait ou officieuse est un processus spontané par lequel les résidents d'un pays rejettent en partie la monnaie nationale (pour cause d'hyperinflation ou autre) et détiennent une large part de leurs richesses financières sous forme d'actifs libellés en une monnaie étrangère sans que celle-ci ait cours légal dans le pays considéré. La dollarisation de fait peut prendre différentes formes : les résidents peuvent détenir premièrement des billets d'un institut d'émission étranger, que cette détention soit légale ou illégale, deuxièmement des dépôts libellés en monnaie étrangère dans des banques nationales, troisièmement des dépôts libellés en monnaie étrangère dans des banques étrangères, quatrièmement des titres libellés en monnaie étrangère. Aussi, une étude du FMI estime qu'en 1995 et dans 18 pays, les dépôts libellés en monnaie étrangère représentent plus de 30% de la masse monétaire (M3)<sup>4</sup>. La dollarisation de fait est un phénomène solidement ancré dans certains pays, car il peut aller à l'encontre de la législation nationale ; par exemple, en Russie, la valeur des transactions en dollars est estimée au double de la valeur des

---

<sup>4</sup> Cf. annexe 3.

transactions en roubles alors même qu'il est illégal d'y réaliser des transactions en une quelconque monnaie étrangère.

Bien que la première forme de dollarisation de fait soit difficilement mesurable, on estime, en ce qui concerne le dollar, que parmi les 470 milliards de dollars de billets émis par la Réserve Fédérale des Etats-Unis (Fed), les agents non-américains en détiendraient entre 55 et 70% dont la majeure partie circule en Amérique Latine et en Russie. En Argentine où la Loi de la Convertibilité de 1991 autorise les agents à utiliser le peso comme le dollar (système bi-monnaire), c'est-à-dire la possibilité d'utiliser les billets de la Fed et d'ouvrir des comptes bancaires en dollars, ce serait plus de 40 milliards de billets de la Fed qui y circuleraient. En Russie, malgré l'interdiction de leur utilisation pour le commerce intérieur, ce serait également 40 milliards de billets de la Fed qui circuleraient. La deuxième forme de dollarisation de fait est plus facilement mesurable : en 1995, la proportion des dépôts libellés en dollars par rapport à l'agrégat M3 était de 82% en Bolivie, 76% en Uruguay, 64% au Pérou, et 44% en Argentine, et 24% (puis 47% en 1999) en Equateur. En Argentine, malgré la stabilité du pouvoir d'achat du peso, la proportion des dépôts libellés en dollars représente, en 1999, 61% du total des dépôts.

La dollarisation complète ou officielle a les mêmes caractéristiques économiques que la dollarisation de fait. Sur le plan juridique, le gouvernement prend simplement acte d'une situation où la majorité des transactions commerciales et financières est réalisée par exemple en dollars (cas éventuel de l'Argentine). Sous la dollarisation officielle, la monnaie étrangère a cours légal et devient la seule monnaie officielle ; les billets de l'institut d'émission étranger (ou externe) se substituent aux billets émis par l'ancienne banque centrale nationale, et uniquement aux billets, et sont les seuls à circuler dans le pays dollarisé. Les pièces peuvent éventuellement être émises par les autorités locales. Néanmoins, rien n'empêche le gouvernement de supprimer ce cours légal et d'instaurer une autre monnaie légale, nationale ou étrangère, à moins qu'un traité avec les Etats-Unis ne le dissuade d'une telle décision.

L'inconvénient de la dollarisation à la fois le plus pesant et le plus directement visible pour le pays dollarisé est le manque à gagner du fait de la perte du seigneurage. L'analyse distingue deux types de coût lié à la perte du seigneurage. D'une part, le coût de stock (stock cost) qui correspond au coût immédiat d'obtention de billets de l'institut d'émission étranger afin de remplacer les billets de l'ancienne monnaie nationale. D'autre part, le coût en flux (flow cost)

qui correspond à la perte annuelle des intérêts de la contrepartie de la base monétaire. Ce premier coût est d'autant plus faible que la dollarisation de fait est antérieurement importante, et c'est de ce dernier dont on fait référence lorsque l'on traite des conséquences de la dollarisation officielle – car celle-ci est généralement précédée d'une dollarisation de fait très significative – et il peut être calculé dans la zone dollar de la manière suivante : circulation moyenne de billets sur la période \* taux d'intérêt moyen des bons du Trésor américain à 90 jours durant la période. Dans le cas de l'Argentine, pour l'année 1998, le montant moyen des billets en circulation est de 14,9 milliards de pesos et la rémunération des réserves couvrant cette circulation de billets est de 4,77% (taux d'intérêt moyen des bons du Trésor américain à 90 jours en 1998) ; le manque à gagner s'élève à 710 millions de pesos, soit 0,2% du PIB argentin la même année. Dans le cas de Hong-Kong, pour l'année 1999, le montant moyen des billets en circulation est de 93,4 milliards de HK dollars et la rémunération des réserves est de 4,64% (taux d'intérêt moyen des bons du Trésor américain à 90 jours en 1999) ; le manque à gagner s'élève alors à 4,3 milliards de HK dollars.

Le cas le plus connu de dollarisation officielle est le Panama qui utilise le dollar comme monnaie légale depuis 1904. Les débats en Argentine ont porté sur l'opportunité de passer à la dollarisation officielle ; deux jours après la dévaluation du réal brésilien, en janvier 1999, le Président Menem a demandé à son ministre des finances d'étudier la faisabilité de la dollarisation en Argentine.

Plus récemment, suite à la décision de l'ancien président Muahad, en janvier 2000, l'Equateur a adopté la dollarisation officielle. Malgré de nombreux troubles politiques et sociaux, le gouvernement suivant a poursuivi cette réforme monétaire en fixant la parité à laquelle s'échangent les sucres contre les dollars, soit 25000 sucres pour un dollar, et, en septembre 2000, le dollar a complètement remplacé le sucre. Le procédé rejoint celui panaméen et libérien, États issus de l'intervention des États-Unis. D'autres États, particulièrement le Guatemala et le Salvador, examinent cette possibilité comme moyen ultime d'établir la confiance monétaire à destination des investisseurs internationaux car elle revient à intégrer formellement l'espace monétaire des États-Unis. L'hypothèse d'une dollarisation officielle d'États d'Amérique latine est à prendre au sérieux dans la mesure où à terme l'établissement par ce biais d'une union monétaire peut accompagner le développement d'une zone économique américaine élargie en sauvegardant les intérêts des États-Unis (par exemple en marginalisant les velléités de zone économique régionale autonome telle le Mercosur dans

lequel se développe une puissance potentiellement rivale, le Brésil). Plus encore que le seigneurage, la dollarisation montre bien qu'une monnaie internationale peut constituer un outil de puissance

Les avantages conférés aux Etats-Unis par le dollar du fait de son statut de monnaie internationale sont donc réellement importants tant en termes purement économiques que politiques et d'influence. Toutefois, ce statut repose sur le rôle monnaie de réserve exercé par le dollar qui dépend en grande partie de la confiance des opérateurs internationaux en la monnaie américaine. De ce fait, les fondements de la prépondérance du dollar sont fragiles.

## 1.2 Fragilité et contestation du pouvoir de monopole du dollar

Pour que le dollar conserve son statut de monnaie internationale, il doit avant tout demeurer une monnaie de réserve recherchée par les banques centrales et les opérateurs internationaux. Pour cela, il doit rester une monnaie inspirant confiance. La confiance en une monnaie repose en grande partie sur les performances économiques du pays émetteur. Or, les déficits américains pourraient miner la confiance des banques centrales et des opérateurs. D'autre part, l'hégémonie du dollar s'est bâtie en partie sur le commerce du pétrole, ce qui en constitue sa vulnérabilité.

### 1.2.1 Offre de la liquidité internationale et conditions pérennes du statut de monnaie de réserve

Avec les accords de Bretton Woods instaurés au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, les Etats-Unis deviennent le premier centre financier mondial. Le dollar se substitue à la livre comme monnaie de réserve internationale. Toutefois l'accumulation des engagements de court terme des Etats-Unis liés à la diffusion internationale du dollar comme monnaie de réserve risquait d'entraîner une perte de confiance en la monnaie américaine et provoquer la destruction du système de l'étalon de change or.

Jusqu'à la fin des années 50, les déficits courants américains sont restés modérés. Dans les années 60, la forte croissance des investissements directs américains à l'étranger a généré des exportations de capitaux à long terme largement compensées par les excédents du compte courant américain et les entrées de capitaux étrangers à court terme. A partir de la fin des années 60, les engagements de court terme (officiels et privés) des Etats-Unis ne sont plus couverts par les réserves métalliques américaines. Le Congrès américain vote le 14 mars 1968

la suspension de la convertibilité externe du dollar. L'apparition des premiers déficits commerciaux au début des années 1970 finit par miner la confiance qu'inspire le dollar à ses détenteurs. Le Président Nixon déclare officiellement la suppression de la convertibilité du dollar en or le 15 août 1971.

La particularité du système de Bretton Woods a été de créer un monopole de fait du dollar comme instrument de réserve internationale. Les accords ont incité les institutions officielles étrangères à conserver les engagements extérieurs de court terme des Etats-Unis dans leurs réserves de liquidité internationale. Le mécanisme d'ajustement automatique des balances des paiements qui prévalait sous le régime de l'étalon-or<sup>5</sup> classique ne se produisant pas, les Etats-Unis ont pu accumuler des déficits de leur compte courant qui, du fait du rattachement du dollar à l'or a impliqué la suspension de la convertibilité externe de la monnaie américaine et la fin du système de Bretton Woods. La détérioration de la position d'investissement net des Etats-Unis induite par la réalisation des déficits continus du compte courant a mis fin au système de Bretton Woods.

Dans les années 1980 et les années 1990, les déficits commerciaux importants américains ont été reflétés dans les déficits continus de la balance des paiements courants américaine. Pourtant, depuis 1982, la position de débiteur net américaine ne semble pas, jusqu'à aujourd'hui, avoir entamé la position de monopole du dollar comme monnaie de réserve internationale. Malgré des déficits continus du compte courant, le dollar occupe toujours une part prépondérante dans les réserves officielles des banques centrales étrangères

On peut donc s'interroger sur la pertinence de la position d'investissement net du pays-centre qui reflète l'accumulation de ses dettes envers l'étranger comme indicateur de la pérennité du pouvoir de monopole d'une monnaie comme monnaie de réserve internationale. L'analyse des conditions pérennes du statut de monnaie de réserve internationale du dollar au regard de la dégradation de la position d'investissement extérieur net des Etats-Unis doit être mise en

---

<sup>5</sup> La balance commerciale dépend des prix intérieurs comparés aux prix extérieurs. Une croissance monétaire excessive, faisant croître les prix intérieurs, détériore la compétitivité et crée un déficit commercial. Ce solde négatif devra être réglé. Il le sera d'abord par la recherche de créances sur l'étranger, lesquelles vont s'apprécier et donc la monnaie nationale va se déprécier. Quand la dépréciation du change sera telle qu'elle couvrira les coûts d'exportation d'or, le point de sortie sera atteint et des billets seront convertis afin d'obtenir les espèces nécessaires. Bien sûr, le mécanisme est censé être équilibrant. La sortie d'or et la contraction des billets entraînent une baisse des prix intérieurs qui doit rééquilibrer la balance.

parallèle avec l'émergence de nouveaux centres financiers et en particulier au regard de la contestation possible du monopole américain par la nouvelle monnaie européenne.

Malgré la dégradation continue de la position extérieure nette des Etats-Unis depuis le début des années 1980, le Système Monétaire International reste actuellement largement dominé par le dollar américain.

La composition des réserves en devises a changé peu à peu mais à un rythme soutenu au cours des années 90. La part du dollar, principale monnaie de réserve internationale, est passée de 51% du total au début des années 90 à 66% à la fin de l'année 1999. Le dollar représente donc toujours l'essentiel des avoirs officiels en devises. Cependant en 1999, la monnaie européenne est devenue la deuxième monnaie de réserve par ordre d'importance avec 13%. A la fin de 1999, sa part était de deux points plus faible que la part globale, à la fin de 1998, des quatre grandes monnaies remplacées par l'euro.

Dans ses fonctions privées, la prépondérance du dollar comme monnaie internationale s'explique essentiellement par la place dominante qu'occupent les Etats-Unis dans les échanges internationaux.

Le dollar est la principale monnaie utilisée comme monnaie de facturation : en 1992, 47.6% des exportations mondiales étaient libellées en dollars. Cependant, la part du dollar a sensiblement diminué entre 1980 et 1987, passant respectivement de 56.1% à 47.6%. Cette évolution s'explique en partie par la forte instabilité du dollar au cours de la période. Le repli du dollar dans ses fonctions privées constaté depuis plus d'une dizaine d'années pourrait donc contribuer à accélérer l'internationalisation de la future monnaie européenne.

L'avènement de la monnaie européenne devrait progressivement concurrencer la suprématie du dollar et rendre peut-être un peu plus délicat le financement extérieur des Etats-Unis. Le Système Monétaire International semble en effet s'acheminer vers une structure un peu plus oligopolistique dans laquelle le dollar serait concurrencé par la monnaie européenne dans sa fonction de monnaie de réserve. Le déclin du dollar dans ses fonctions privées est déjà amorcé depuis un peu plus d'une dizaine d'années. Toutefois, dans ses fonctions officielles, la monnaie américaine reste prépondérante comme instrument de réserve international car le processus d'internationalisation d'une monnaie est caractérisé par des phénomènes

d'hystérésis. La devise qui a déjà été utilisée au plan international bénéficie d'une forte préférence tenant à l'effet d'inertie. La livre sterling est restée une monnaie de réserve internationale un demi-siècle après que le Royaume-Uni ait perdu son rôle de grande puissance économique au lendemain de la Première Guerre mondiale. La suprématie future de la monnaie américaine comme monnaie de réserve internationale, résultera de moins en moins du rôle conféré historiquement au dollar vis-à-vis des autres devises que de la confiance qu'inspire la monnaie américaine à ses détenteurs.

### 1.2.2 Le pétrole, base et vulnérabilité de l'hégémonie du dollar

Malgré la suppression de la parité avec l'or, le dollar a poursuivi son règne en tant que devise mondiale suprême pour un certain nombre de raisons, notamment la taille inégalée de l'économie américaine et l'absence de devise de remplacement au niveau mondial. La volonté mondiale de détenir des montants croissants de dollars peut aussi être expliquée par un autre facteur, qui, aujourd'hui, constitue la principale source de la vulnérabilité monétaire des États-Unis dans le Golfe persique : la fixation des prix du pétrole en dollars américains. En effet, en 1975, l'OPEP avait accepté officiellement de vendre son pétrole uniquement en échange de dollars. Un accord secret militaire des États-Unis permettant d'armer l'Arabie Saoudite en était la contrepartie.

Tant qu'il n'y a pas d'autre monnaie pour lui faire concurrence et que la parité pétrole dollar est maintenue, la plus grande partie du commerce mondial peut s'effectuer en dollars. Les pays et les sociétés privées auront tendance à détenir la plus grande partie de leurs réserves en monnaies étrangères sous forme de dollars. En bref, les États-Unis pourront contracter des dettes dans leur propre monnaie, le dollar, et importer des marchandises. Pour la plupart des autres pays, les choses sont bien différentes. Par exemple, les Brésiliens détenteurs de leur propre monnaie, le réal, ou les Indiens détenteurs de roupies n'auraient aucun pouvoir d'achat réel dans le Golfe Persique si leurs pays n'exportaient pas quelque chose pour gagner des dollars, ou bien en empruntaient.

Les États-Unis tirent des bénéfices substantiels du fait que le dollar est la monnaie de fait de l'industrie pétrolière. Comme beaucoup de pays importent du pétrole, ils doivent maintenir des réserves en dollar pour le payer – les deux tiers des réserves monétaires mondiales sont en dollars. C'est un facteur majeur qui entretient la position du dollar en tant que réserve

monétaire mondiale. Un basculement hors du dollar dans l'industrie pétrolière constituerait un assaut majeur contre la prééminence de cette monnaie.

La possibilité que les prix du pétrole puissent commencer à être libellés en euros a été démontrée par Saddam Hussein à l'automne 2000. A cette époque, il a demandé et obtenu la permission des Nations Unies d'être payé en euros pour le pétrole. Mais sa gesticulation à propos de l'euro n'a pas eu d'effet économique concret parce que l'Irak n'était pas en situation de modifier la politique de fixation des prix du pétrole de l'OPEP. Toutefois, si la situation avait perduré, elle aurait pu créer un vent de panique parmi les banques centrales étrangères et les producteurs de pétrole de l'OPEP qui se seraient empressés de liquider les dollars qu'ils détiennent, ce qui aurait remis en question la position de la monnaie américaine. Aussi, on peut raisonnablement estimer que l'un des objectifs – non avoué bien entendu – de l'invasion de l'Irak par les Etats-Unis a été de dissuader l'OPEP de facturer son pétrole dans une monnaie autre que le dollar.

Mais l'OPEP collectivement, l'Iran et la Russie ont tous envisagé de fixer les prix du pétrole en euros. En avril 2003, la compagnie d'Etat indonésienne Pertamina, a déclaré qu'elle envisageait l'utilisation de l'euro pour son commerce de pétrole et de gaz. Encore plus significatif, en octobre 2004, le président Vladimir Poutine a suggéré que la Russie, le second exportateur mondial de pétrole, pourrait basculer vers l'euro. Un mouvement russe serait suffisant pour faire pencher la balance pour les autres grands producteurs. L'OPEP a ouvertement discuté l'option et même l'Arabie Saoudite, autrefois l'allié de l'Amérique le plus dévoué du Moyen-Orient, envisagerait de rejeter le dollar.

A l'heure actuelle, l'euro demeure l'alternative la plus viable au dollar.

## 2 L'euro, concurrent créditable du dollar ?

Les avantages conférés par le dollar aux Etats-Unis amènent à s'interroger sur la possibilité que l'Union européenne en obtienne de similaires grâce à l'euro. Toutefois, il faudrait pour cela que l'euro devienne une monnaie internationale comparable au dollar. Ce qui est encore loin d'être le cas car l'euro cumule un certain nombre de handicaps préjudiciables à la confiance des opérateurs internationaux.

Le manque de confiance en la monnaie unique résultant en partie d'une intégration incomplète de l'Union européenne et de l'inachèvement de sa construction peut expliquer la sous-évaluation initiale de l'euro par rapport au dollar. Cette sous-évaluation a pu faire douter en la capacité de la monnaie unique à concurrencer le dollar. Toutefois, le taux de change n'est pas le seul critère d'appréciation de la « solidité » d'une monnaie, d'autant plus qu'à partir de 2002 l'euro s'est considérablement apprécié par rapport au dollar sans que les handicaps initiaux aient pour autant disparu. La diffusion de l'euro comme monnaie internationale s'est poursuivie, faisant de la monnaie européenne un sérieux concurrent potentiel du dollar.

### 2.1 Les handicaps de l'euro

Les handicaps de l'euro peuvent être expliqués par la théorie économique qui met en lumière l'incomplétude de l'intégration européenne et par la lourdeur et le manque de transparence du mode de fonctionnement des institutions européennes qui peuvent entraîner des risques de non-coordination entre les politiques économiques européennes et les politiques économiques des Etats membres. Plus précisément, il s'agit de la coordination entre la politique monétaire menée par la Banque centrale européenne (BCE) et les politiques budgétaires nationales mettant en exergue une absence de policy-mix.

#### 2.1.1 L'impossible émergence d'une zone monétaire optimale (ZMO) sans souveraineté

L'histoire des unions monétaires enseigne que l'unification monétaire suit toujours l'union politique. Ainsi, l'idée allemande de l'unification part de la protection douanière pour atteindre le couronnement d'une monnaie nationale. Le Zollverein, en effet, union douanière de l'Allemagne achevée pour l'essentiel dès 1854, a précédé la genèse du mark, qui suit, avec

la fondation de l'Empire wilhelmien, la guerre franco prussienne de 1870-1871. L'exemple américain du siècle dernier est lui aussi emblématique de cette thèse. Il est donc rationnel d'essayer de comprendre le lien qui unit souveraineté et zone monétaire. Les exemples historiques cités avancent que la souveraineté nationale, une fois établie sur une zone, rend possible l'introduction d'un même numéraire dans cette zone. Il convient au préalable de rappeler brièvement les deux critères fondamentaux d'une ZMO.

#### 2.1.1.1 Notion de zone monétaire optimale

Une zone monétaire est qualifiée d'optimale s'il apparaît économiquement rationnel d'utiliser une même monnaie à l'intérieur de cette zone. Il faut donc déterminer les critères qui permettent d'apprécier cette « optimalité ». Deux critères semblent fondamentaux pour définir une zone monétaire optimale. Il s'agit de la mobilité des facteurs (et en particulier le facteur travail), critère fondateur de la théorie des ZMO, et du fédéralisme fiscal, qui est un critère présentant une pertinence tant économique, politique, qu'historique.

##### 2.1.1.1.1 La mobilité des facteurs

Deux pays ou deux régions peuvent adopter une monnaie unique s'il existe d'autres moyens permettant de contrecarrer la perte de l'instrument du taux de change comme moyen de rétablir l'équilibre suite à un choc asymétrique. En l'occurrence, si la mobilité du facteur travail entre ces deux zones ou ces deux régions est réelle, alors le chômage découlant d'un choc asymétrique sur l'une des deux zones pourra se résorber par le fait que les chômeurs iront sans difficultés vers la zone où la croissance est la plus forte. Le taux de change qui règle les valeurs relatives de deux monnaies de la zone, autre levier permettant ce rééquilibrage devient, dans ce cas, superflu.

##### 2.1.1.1.2 L'intégration fiscale

L'intégration fiscale se définit à travers la présence d'un mécanisme de stabilisation automatique des déséquilibres entre les régions. L'intégration fiscale suppose qu'il existe des transferts budgétaires entre les régions d'un Etat, transferts qui passent par le truchement d'un budget fédéral. Le raisonnement est simple : quand la demande globale s'accroît dans la région B, son activité économique va se développer : les impôts dont cette région s'acquitte au profit du budget fédéral vont croître tandis que le budget social de l'Etat va être moins sollicité en raison du faible nombre de chômeurs de la zone en expansion. A l'opposé, la région A va entrer en phase de dépression. Les revenus vont ainsi diminuer tandis que le

chômage apparaîtra : la contribution de la région A en matière d'impôts est plus faible ; en revanche, elle perçoit un volume croissant d'allocations chômage. Ces transferts fiscaux de la région B vers la région A vont compenser le choc initial. En effet, la demande de la région A va être revigorée par l'apport du budget fédéral ; la demande en B, quant à elle, est macroéconomiquement freinée par l'accroissement des prélèvements. Le transfert entre les régions B et A suppose sinon l'existence d'un mécanisme proche du fédéralisme budgétaire du moins un consensus politique. Celui-ci est établi automatiquement au sein d'une même nation qui possède un budget unique. Mais lorsque les budgets ne sont pas centralisés, le transfert n'est plus automatique : la région A va devoir emprunter auprès de la région B. On entre ici dans le domaine de l'intégration financière. Au total, une forte intégration fiscale par le biais d'un budget fédéral est de nature à réduire les effets d'un choc asymétrique. Si la demande se déplace des produits de A vers les produits de B, le choc asymétrique sera partiellement compensé par la diminution des versements de A au budget fédéral et un accroissement des revenus de A provenant des dépenses provenant des dépenses fédérales. Le critère de l'intégration fiscale implique l'existence d'un gouvernement fédéral dans la définition d'une ZMO. Pour l'Europe cela signifierait que l'introduction de l'euro aurait dû s'accompagner d'une forme d'intégration fiscale. On peut penser à un budget européen qui aurait explicitement une fonction redistributive.

#### 2.1.1.2 Optimalité et souveraineté : la nécessité d'une concomitance

La question que l'on peut se poser ici tient de la simple observation : quels sont les pays, les zones où l'on constate premièrement que les travailleurs sont les plus mobiles et deuxièmement que les transferts budgétaires entre régions par le truchement du budget fédéral sont les plus importants ? La géographie aussi bien que la démographie montrent que les mouvements migratoires à l'intérieur des frontières nationales des Etats sont les plus conséquents, du moins en ce qui concerne la sphère occidentale. Les individus de cette zone du monde ont, de fait, plus tendance à migrer dans les limites des frontières linguistiques, culturelles, institutionnelles, etc. Il suffit pour cela de constater, au sein même de l'Europe communautaire, les divers tracasseries administratifs auxquels sont soumis les travailleurs frontaliers (déclarations de revenus, droits au chômage, droit à la sécurité sociale, etc.). Ces problèmes ne se posent assurément pas dans un Etat souverain où, quel que soit son lieu de résidence, le citoyen garde l'ensemble de ses droits sans tracasseries administratives ou institutionnelles insurmontables. La question doit être donc reformulée : quelles sont les zones où l'unicité institutionnelle, linguistique, administrative, culturelle, monétaires est réalisée ?

Là réponse est à présent plus immédiate : une telle zone est un Etat nation souverain, précisément parce que ce sont l'Etat et la nation qui garantissent l'unicité de toutes les institutions administratives, linguistiques, législatives précitées. La mobilité des travailleurs, garantie de l'optimalité d'une zone monétaire, n'est réellement parfaite que dans un cadre national. C'est la souveraineté du peuple ou d'une nation qui, en effet, définit le contrat social dont le contrat monétaire n'est qu'une émanation. Une zone monétaire optimale au sens de Mundell a toutes les chances de n'être qu'une zone monétaire nationale. Et s'il est vrai qu'il n'existe pas d'acception universelle de l'idée de nation, celle-ci ne s'en définit pas moins de manière claire : certains auteurs mettent en avant les éléments objectifs : la langue, la religion, une culture, une mémoire et une histoire commune. D'autres privilégient une composante volontariste : la libre décision d'individus choisissant de s'associer pour un destin collectif commun. En somme, le peuple est un concept sociologique, la nation un concept politique, l'Etat un concept juridique. La monnaie est un élément qui capte ces trois dimensions : introduite et garantie par l'Etat, elle est utilisée par un peuple parce qu'elle fait partie de la nation.

La monnaie n'est pas qu'un moyen. La monnaie, est un concept à fort alibi politique. C'est aussi un signe qui procure croyance et confiance c'est-à-dire une conscience collective d'appartenance à un même système de valeurs. Les tentatives historiques de faire émerger, à partir d'une coopération monétaire, une monnaie unique ont toutes échouées, précisément parce qu'elles se sont arc-boutées sur la monnaie unité de compte, négligeant par là, la monnaie représentation collective et nationale.

La construction européenne est un processus unique en son genre : il inverse, en effet, la causalité historique entre l'émergence d'une conscience collective et l'apparition d'une monnaie, référent national en matière de comptes. On peut donc légitimement se poser la question suivante : dans quelle mesure une souveraineté monétaire (si tant est que ce soit le cas en Europe) peut-elle induire par la suite une souveraineté politique ? L'émergence volontariste d'une monnaie unique dans un espace géographique donné constitue-t-elle un vecteur suffisamment puissant permettant de hâter une union politique ? Mais dans ce cas précis, la souveraineté politique ainsi obtenue ne sera-t-elle pas, sinon mort-née du moins fortement diminuée dès le départ, dans la mesure où elle procédera d'un pouvoir monétaire qui n'émane pas lui-même d'une nation (tant il est vrai que la nation « européenne » est à construire) ?

Face à la pluralité des acceptions nationales en Europe, il paraît justifié de poser la question de la pertinence d'une monnaie unique dans l'espace européen (celui des 12 pays membres de l'Euroland). L'Union européenne est loin d'être une zone monétaire optimale. Face à la monnaie unique, il faut donc qu'il existe d'autres leviers d'ajustement en cas de chocs asymétriques. Or ces leviers ne sont autres que les critères de la ZMO et qui dépendent, pour les plus pertinents d'entre eux, de la souveraineté nationale. Fédéralisme fiscal et mobilité des travailleurs sont, on l'a vu, d'autant plus parfaits dans le cadre d'un espace national. Or, cet espace n'existe pas s'agissant de l'Euroland. Et les traités des années 90 n'envisagent rien en ce sens. Dans le traité de Maastricht, en effet, on trouve certainement l'idée, sinon d'abolition des nations du moins de leur « dépassement ». En tout état de cause, on ne discerne pas la volonté positive de créer une nation. A cet égard, l'indépendance qui a été décrétée pour les banques centrales a pour objectif implicite d'arracher le pouvoir monétaire à son emprise nationale. Il n'est pas sûr cependant que la crédibilité économique ainsi obtenue pour gérer la zone euro de manière désinflationniste se traduise par une crédibilité politique. En cas de choc récessif asymétrique et grave, il est à craindre que la dimension politique de la zone euro l'emporte sur la dimension économique.

### 2.1.2 La fragilité de la confiance collective dans l'euro

Depuis son lancement en 1999 à 2002, la monnaie unique européenne a perdu 22% de sa valeur par rapport au dollar, favorisant les exportateurs européens mais traduisant les failles du projet européen. Néanmoins, l'euro dispose d'atouts d'internationalisation élevés : la taille de la population de l'Europe des Douze (292 millions d'habitants) dépasse celle des Etats-Unis. Les Etats membres assurent un cinquième environ des exportations mondiales contre plus de 16% pour les Etats-Unis et 7% pour le Japon. Le succès de l'euro réside dans son rôle de monnaie de placement et de financement. Le rythme soutenu des fusions et des acquisitions en Europe concourt à développer sa fonction de monnaie de placement, malgré un ralentissement de ce rythme ces derniers mois. Et, l'unification des marchés financiers européens doit entraîner la constitution du plus grand marché au monde des obligations. Disposant des atouts et fonctions d'une monnaie internationale, les variations du pouvoir d'achat de la monnaie européenne face au dollar relèvent d'un comportement d'attentisme des investisseurs internationaux et d'un manque de confiance collective des agents économiques européens.

Ainsi, nous analyserons les origines de cette défiance : les failles de la BCE, les tensions du policy-mix européen et les projets actuellement en débat pour tenter de pallier le manque d'union politique de l'Union Européenne (UE).

#### 2.1.2.1 Le manque de légitimité et de transparence de la BCE

Depuis sa création, la BCE, au même titre que l'ensemble des institutions européennes, souffre d'une crise de légitimité et « d'un déficit démocratique ». Sa crise de légitimité découle de ses statuts. La BCE, telle qu'elle est définie dans le Traité de Maastricht, n'est pas tenue de justifier ses interventions et décisions devant un organe de contrôle. Tandis que la Réserve Fédérale américaine (Fed) doit présenter deux fois par an un compte-rendu de sa politique monétaire (procédure Humphrey-Hawkins), et le Conseil des gouverneurs et son président sont soumis à des auditions devant les deux chambres du Congrès américain, les dirigeants européens, quant à eux, peuvent seulement être entendus par le Parlement européen (article 109B du Traité de Maastricht). Ce manque de contrôle sur la gestion de la politique monétaire éloigne les agents économiques de cette institution « parce que les souverainetés nationales sont additionnées et non pas articulées » (Aglietta et Orléan, 1998). La contestation de la légitimité de la BCE renvoie aux débats sur l'avenir des institutions européennes et plus largement sur la constitution d'un Etat européen.

La distance croissante entre l'institution monétaire et les citoyens est liée à ce manque de légitimité mais d'autres facteurs concourent à la renforcer. La confiance collective est fragilisée par le manque de transparence de la politique monétaire unique. La BCE, contrairement à la Fed, ne publie pas les minutes de ses réunions, et le vote de ses membres est protégé par le secret du vote. Ainsi, elle leur donne de facto, la possibilité d'agir, non en tant qu'Européens, mais en tant que représentants nationaux défendant les intérêts de chaque pays. Il faudrait, par conséquent, contraindre la BCE à une publication de ces éléments en révisant le protocole 10.4 du Système Européen des Banques Centrales (SEBC) (Aglietta et De Boissieu, 1998). La BCE se doit d'actualiser sa politique de communication afin de supprimer l'opacité des signaux qu'elle envoie aux marchés financiers et agents économiques, impliquant un manque de confiance en l'euro.

La conduite de la politique monétaire unique peut générer des conflits entre la BCE et les gouvernements nationaux. Des conflits d'appréciation des conjonctures nationale et internationale et d'objectifs peuvent conduire à des choix sous-optimaux de politique

économique, ne correspondant pas aux besoins sociaux. En période de ralentissement de la croissance économique, les gouvernements peuvent être tentés de recourir à des politiques budgétaires de relance face à une BCE amenée à augmenter ses taux afin de respecter son objectif de stabilité des prix. Les effets attendus des politiques budgétaires expansionnistes sont ainsi contrecarrés. Attachée uniquement à la défense de la valeur de l'euro, la BCE risque donc de s'isoler de plus en plus de la sphère politique européenne et des populations européennes.

#### 2.1.2.2 Les limites du policy-mix européen

Le processus de convergence des économies nationales a imposé le respect des critères de convergence définis dans le Traité de Maastricht afin d'accéder à la troisième phase de l'UEM. Les compétences de la politique économique sont réparties entre un pouvoir monétaire unique transféré à la BCE, selon un principe fédéral et un pouvoir budgétaire relevant des gouvernements nationaux selon le principe de subsidiarité. Ainsi, la construction de l'UEM a généré un nouveau mode de coordination entre une politique monétaire unique et des politiques budgétaires souveraines. Il convient de préciser que cette coordination a montré ses limites dès le lancement de l'euro. D'une part, les autorités nationales ne sont pas souveraines dans la définition et la conduite de leurs politiques budgétaires mais encadrées par le pacte de stabilité et de croissance (PSC) et les Grandes Orientations de Politique Economique (GOPE). Cet encadrement est justifié par le fait que des politiques budgétaires inflationnistes génèrent une élévation des taux d'intérêt de la BCE, ce qui a pour conséquence d'alourdir la charge de la dette de l'Etat, et de décourager l'activité économique. Or, les gouvernements sont soumis aux pressions de l'électorat et de ses besoins qui diffèrent de ceux privilégiés par la BCE.

La fracture existe donc entre ces deux sphères, et cette cacophonie ne fait que raviver un comportement de défiance de la part des agents économiques européens et des investisseurs internationaux. Dans ce modèle de coopération défini par une absence d'union politique et donc de préférences communes en termes de politiques économiques, les gouvernements nationaux ont tendance à privilégier leurs intérêts. Dans cet environnement, la confiance collective et l'internationalisation de l'euro sont donc déstabilisées.

Face à ce dilemme, le débat s'est engagé sur la redéfinition de la politique économique européenne et la substitution du critère de déficit public par un critère de dépenses publiques.

Cette proposition du ministre des Finances allemand, Hans Heichel, en août 2001, est justifiée par le fait que les gouvernements peuvent prévoir leurs dépenses mais pas leurs recettes. Néanmoins, cette proposition a été rapidement contestée par la BCE en rassurant les marchés financiers sur le maintien de la définition des critères de convergence tels qu'ils ont été définis. D'autres voix s'élèvent pour soumettre l'idée d'un fédéralisme budgétaire basé sur un système d'impôts et de transferts entre les Etats membres de l'UE. Par exemple, une imposition commune permettrait de faire face à des chocs exceptionnels que le budget communautaire (1,27% du PNB de l'UE) ne peut assumer, et d'éviter ainsi des tensions supplémentaires sur des politiques budgétaires nationales contraintes, et par voie de conséquence, sur la politique monétaire. Mais, comment envisager une telle solution face à des citoyens européens reprochant déjà aux autorités européennes de s'éloigner de leurs préoccupations ?

Le policy-mix dans sa configuration actuelle n'est pas viable sur le long terme et menace la crédibilité de l'ensemble de l'UEM. La confiance des agents économiques s'acquerra dans le temps, celui nécessaire à la BCE pour se forger une réputation de garante de la stabilité des prix et celui d'instaurer une coordination efficace entre les autorités monétaires et les autorités publiques. Toutefois, la confiance dans la BCE suppose que le peuple européen se reconnaisse dans la monnaie unique. Les fondateurs de l'UEM ont préféré ériger d'abord une union monétaire et économique en prévoyant que l'union politique des peuples se constituerait par le vecteur monétaire, l'euro en tant que « lien de socialisation ». Or, la faiblesse initiale de l'internationalisation de l'euro a souffert certainement de ce manque d'union politique que les individus transcrivent par la fragilité de la confiance collective dans la monnaie unique.

### 2.1.2.3 L'état embryonnaire du projet politique européen

La confiance collective dans une monnaie ne peut être acquise que par l'existence d'une communauté unie autour de valeurs sociales communes. Or, l'UEM n'est pas « une identification à une nouvelle communauté sociopolitique d'appartenance » (Théret, 1998). La faiblesse initiale de l'euro serait donc intrinsèque, liée à un déficit de stratégies communes. Il apparaît en effet comme une monnaie non politique, comme la monnaie d'un espace et non d'une puissance. Plusieurs projets sont avancés pour réformer les institutions européennes. Les autorités et les agents économiques ont pris conscience de la sous-optimalité du système institutionnel actuel. Sa lourdeur et sa complexité l'éloignent de toutes crédibilité et légitimité.

L'ensemble des acteurs gagnerait davantage à s'inscrire dans un jeu plus coopératif au lieu de remettre en cause les accords passés et de favoriser les comportements opportunistes.

La construction d'une Europe fédérale cherche à dépasser les limites du policy-mix résultant des tensions entre les sphères monétaire et budgétaire. La Constitution européenne et une réforme des institutions de l'UEM répondaient à cette nécessité. Préalablement à ces réformes, le défi des autorités européennes est d'acquiescer l'adhésion des peuples des Etats membres à approfondir l'intégration politique européenne. La difficulté est mesurée à l'aune de la ratification du Traité de Maastricht et plus encore de la ratification du projet de Constitution européenne. Pour réduire le déficit démocratique, il faut rééquilibrer le contrôle des politiques publiques entre le Parlement et le Conseil de l'UE. Certes, une meilleure transparence et une participation active des citoyens aux décisions de politiques publiques renforceront la confiance envers les institutions européennes. Mais quelle cohésion sociale l'UE acquerra-t-elle dans une Europe à géométrie variable ?

Ces différents handicaps étaient censés expliquer la dépréciation de l'euro de 1999 à 2002. Or, bien qu'ils n'aient pas favorablement évolué, la monnaie unique s'est appréciée à partir de 2002. La notion de « faiblesse » d'une monnaie doit donc être réexaminée en ne tenant pas compte uniquement de son taux de change.

## 2.2 Un euro « faible » ?

La question de l'euro fort est récurrente depuis la création de la monnaie unique. Elle était d'ailleurs déjà posée avant le 1<sup>er</sup> janvier 1999. Derrière elle, on associe implicitement la « valeur » d'une monnaie à la puissance économique et politique du pays qui la gère. Cependant, cette observation est bien trop générale. Il convient tout d'abord de distinguer la valeur interne d'une monnaie de sa valeur externe : au niveau interne, une monnaie est dite forte si son pouvoir d'achat est préservé par le maintien de la stabilité des prix. De ce point de vue, la monnaie unique apparaît incontestablement comme une monnaie forte, compte tenu de la maîtrise de l'inflation dans la zone euro. La Banque centrale européenne peut d'ailleurs s'en féliciter, elle dont la mission principale est justement la stabilité des prix.

Toutefois, la question se complique lorsqu'on compare les monnaies entre elles, comme c'est le cas ici, avec le dollar. L'instrument de mesure immédiat de la force d'une monnaie est le taux de change. D'après ce critère, les amples fluctuations du dollar, depuis 1971, date à

laquelle ce dernier a cessé d'être convertible en or, devraient laisser penser que le dollar fut alternativement fort ou faible. Or, le dollar a toujours été la monnaie dominante. En conséquence, le taux de change n'apparaît pas comme un critère pertinent de mesure de la force d'une monnaie.

Il est possible de recourir à d'autres définitions d'une monnaie forte.

Une première définition considère qu'une monnaie est forte si elle est surévaluée par rapport à sa valeur d'équilibre. Cette approche renvoie directement à la théorie économique : il s'agit alors d'identifier les variables fondamentales (les « fondamentaux ») expliquant ce que devrait être le taux de change d'équilibre et ensuite de comprendre pourquoi il existe des écarts entre les taux théoriques et les taux effectifs.

Une seconde définition distingue une monnaie forte d'une monnaie faible par sa crédibilité en situation d'incertitude : dans cette perspective, une monnaie est désignée comme forte si elle s'avère peu sensible aux mauvaises nouvelles et aux aléas. Moins orthodoxe, cette définition présente le taux de change comme le résultat de la perception de la crédibilité de la monnaie par les acteurs économiques dans un environnement mouvant et difficile à cerner. Les deux approches apparaissent complémentaires pour appréhender le face-à-face entre le dollar et l'euro.

### 2.2.1 La déconnexion de l'euro des fondamentaux

Les évolutions du taux de change de l'euro par rapport au dollar sont globalement déconcertantes.

Le 4 janvier 1999, l'euro valait 1,1820 dollar. Alors que l'on s'attendait, au moment de son lancement, en 1999, à son appréciation, du fait de l'excédent commercial et de la faible inflation dans la zone euro, l'euro a enregistré, pour l'année 1999, une perte de 15% par rapport au dollar. Il est vrai que la croissance aux Etats-Unis était alors plus forte. Cependant, cela ne suffit pas à expliquer les faits. L'euro a d'ailleurs continué à se dégrader, allant jusqu'à perdre 30%, en 2000, par rapport à son cours le jour de sa création. Cette évolution, exagérée et ne répondant à aucune explication économique discernable, a conduit, le 22 septembre 2000, à une intervention concertée et inhabituelle des banques centrales du Japon, du Canada, d'Angleterre et de la Réserve fédérale des Etats-Unis (Fed) visant à soutenir

l'euro. La BCE a justifié cette intervention collective par une « inquiétude commune concernant les implications potentielles pour l'économie mondiale des récents mouvements du taux de change de l'euro ». Le 26 octobre 2000, l'euro ne vaut plus que 0,823 dollar.

Mars 2001 marque le terme d'une décennie de croissance aux Etats-Unis : outre-Atlantique, la croissance est alors de 0,3% contre 1,4% dans la zone euro, où l'inflation est par ailleurs très faible. L'euro continue pourtant à perdre du terrain : après un léger rebond fin 2000 et début 2001, il cède encore face au dollar 6,5% sur l'année 2001. L'impact des attentats du 11 septembre apparaît comme négligeable dans cette évolution : l'euro a en effet continué à reculer face au dollar fin 2001 et début 2002.

A partir de 2002, on observe en revanche un phénomène inverse : alors que l'économie américaine connaît une reprise, avec une croissance réelle de 2,4% contre seulement 0,8% dans la zone euro, l'euro amorce une remontée. Il reste assez stable au premier semestre pour finir l'année avec un gain de 16%. Certes, durant cette période, les Etats-Unis ont brutalement basculé d'un solde budgétaire positif en 2001 (+1,3% du PIB) à un solde négatif en 2002 (-0,5%). L'euro continue à s'apprécier très fortement dans le premier semestre 2003, retrouvant ainsi sa valeur initiale de janvier 1999.

La reprise qu'il connaît équivaut donc à plus de 30 % par rapport au niveau minimum absolu atteint en juillet 2001. Cette période de remontée coïncide paradoxalement avec des problèmes économiques plus forts dans la zone euro qu'aux Etats-Unis : de fait, en Europe, la croissance est atone, le chômage augmente, les grands pays comme l'Allemagne et la France ne respectent pas les normes budgétaires imposées par le Pacte de stabilité et de croissance... Malgré tout la remontée se poursuit et le 31 mars 2005, l'euro vaut 1,2953 dollar avant de redescendre pour fluctuer fin 2005 autour de 1,18 dollar, sa valeur lors de son lancement.

Les évolutions constatées pourraient-elles être expliquées par les différences entre les taux d'intérêt directeurs des banques centrales ? Rien ne semble moins sûr. En effet, on constate que, pendant la longue période de dégradation de l'euro, il y a une inversion dans les différentiels des taux : le taux de la Fed, qui, au début, était supérieur à celui de la BCE, est passé au-dessous de ce dernier en mars 2001. La déconnexion entre le comportement effectif de l'euro face au dollar et l'évolution des fondamentaux de l'économie est visible quelle que soit la théorie utilisée. Pour le montrer, il suffit de rappeler les principales catégories

d'explications. La plus populaire d'entre elles est la théorie de la « parité des pouvoirs d'achat », qui admet que l'évolution des taux de change compense les évolutions divergentes des prix entre deux pays : cette approche de long terme n'explique pas, à l'évidence, l'évolution de l'euro depuis sa création. Les approches dites « réelles » s'appuient sur l'évolution des balances courantes, de la production, de la productivité, des prix relatifs et des finances publiques. Les approches qualifiées de « financières » tiennent compte, elles, des différentiels d'intérêt et des taux de rendement des actifs.

Aucune de ces théories n'apporte une réponse pertinente sur l'évolution du taux de change entre l'euro et le dollar depuis 1999. Tout se passe comme si une variable pouvait s'avérer très explicative pour une période donnée, mais beaucoup moins, voire pas du tout, pour une autre période. Autrement dit, il est impossible de faire ressortir des causalités cohérentes au cours du temps. A titre d'exemple, on a vu ci-dessus que les différentiels de croissance ou de taux d'intérêt jouent dans des sens opposés.

Pourtant, la recherche du taux de change d'équilibre « théorique » n'en représente pas moins une démarche utile, en cela qu'elle permet de situer la réalité par rapport à la théorie. Les dix-neuf études différentes qu'a recensées la BCE pour la période 1999-2000 concluent toutes à la sous-évaluation de l'euro par rapport au dollar : les taux d'équilibre calculés varient, pour 1 euro, entre 1,03 et 1,45 dollar. Lorsque le calcul est effectué en pourcentages, la sous-évaluation se situe entre -3,5% et -30%. On obtient ainsi une très large fourchette, dans laquelle devrait normalement se situer l'euro sur le marché des changes.

La fragilité des résultats n'invalide pas la démarche analytique. Faire l'hypothèse que le taux de change constaté devrait être le taux de change d'équilibre conforme à la théorie implique que l'on admette l'efficacité du marché des changes, c'est-à-dire que ce marché intègre toutes les informations disponibles et qu'il les traite rationnellement. Cela serait illusoire, notamment dans une situation, comme celle de la zone euro, où les opérateurs ont été plongés dans un environnement totalement nouveau et inconnu. Il faut toujours rappeler le formidable choc que fut l'arrivée de l'euro dans un monde complexe et interdépendant : il s'est agi d'une rupture dont on ne peut pas mesurer ex ante les conséquences. Les acteurs économiques sont à la recherche de points de repère : ils tâtonnent et ils testent la valeur de l'euro sur les marchés. Bref, ils essaient d'apprécier sa crédibilité.

## 2.2.2 La géopolitique pour expliquer les insuffisances de crédibilité de l'euro

L'euro est une monnaie nouvelle. Elle doit construire et asseoir sa crédibilité auprès des opérateurs. Indépendamment de l'inachèvement et de la perception de la solidité de l'UEM qui constituent un handicap pour l'euro, des facteurs géopolitiques peuvent expliquer les insuffisances de crédibilité de l'euro.

La géopolitique peut apparaître comme la source d'une très forte incertitude. Elle oblige les décideurs à agir dans le cadre d'une rationalité limitée par l'incapacité de connaître le comportement de l'environnement économique. Les marchés des changes sont touchés de plusieurs manières par ces phénomènes.

Un aspect très particulier et ponctuel de cela confère une dimension originale au problème : il s'agit du fait qu'une monnaie forte inspirant confiance est largement détenue en dehors de la zone où elle a cours légal. Cela a notamment été le cas du deutsche Mark, à côté bien sûr du dollar : la monnaie allemande apparaissait dans les réserves officielles et, sous forme fiduciaire, dans l'économie souterraine. Tout porte à croire qu'une partie importante de ces encaisses a été transformée en dollars pendant la période transitoire de trois ans qui s'est étendue de la création de l'euro à la mise en place définitive de l'euro fiduciaire. Ces déplacements du deutsche Mark, c'est-à-dire de l'euro à partir du 1<sup>er</sup> janvier 1999, vers le dollar ont pesé sur le cours de l'euro. Ils expriment une défiance qui s'explique par la peur de l'inconnu et la recherche corrélative de la sécurité.

La géopolitique intervient également dans la stratégie des investisseurs. On peut parler ici de la prise en compte de l'incertitude extra économique. L'analyse de la balance des paiements de la zone euro fait apparaître l'importance considérable et inhabituelle des flux financiers de l'Europe vers les Etats-Unis pendant la période de baisse de l'euro. Ces sorties de capitaux se traduisent naturellement par des achats de dollars contre des euros. La demande de dollars a ici deux origines : les investissements directs, qui correspondent à des acquisitions ou à des fusions d'entreprises, et les investissements de portefeuille, qui sont des achats d'actifs. La motivation des investisseurs révèle une grande incertitude sur les perspectives dans la zone euro. Les opérateurs semblent faire plus confiance aux Etats-Unis : ils se tournent vers eux pour diversifier leurs risques. La baisse de l'euro répond ici à des choix stratégiques

rationnels, provenant d'opérateurs puissants et informés, qui prennent leurs précautions face à un avenir dont ils discernent mal les contours.

Nous pouvons donner deux exemples de cette incertitude géopolitique : le terrorisme et l'élargissement de l'Union européenne (UE). Les réactions de la communauté internationale après l'attentat du 11 septembre 2001, y compris l'intervention en Afghanistan, n'ont pas modifié la confiance dans les Etats-Unis. On constate en effet que, durant cette période, l'euro ne s'est pas redressé face au dollar. En revanche, l'inversion de la tendance baissière se situe en 2002. Or, c'est à cette période qu'apparaissent les incertitudes géopolitiques liées à la préparation de la guerre en Irak, puis à la guerre elle-même, où en particulier l'Allemagne et la France n'interviennent pas. Les Etats-Unis ne font alors plus l'unanimité. La fin officielle de la guerre ne rassure évidemment pas, compte tenu de l'ampleur des problèmes liés à la reconstruction de l'Irak. La remontée de l'euro semble donc accompagner les questionnements sur la stratégie américaine. Les incertitudes sur les futurs contours de l'Union européenne ont pesé sur la perception de la force de l'Union. C'est une cause de la défiance sur l'euro par rapport au dollar américain : la préparation de l'élargissement peut détourner certains investisseurs vers les Etats-Unis. Selon cette logique, la décision prise au Sommet de Copenhague de décembre 2002 d'intégrer 10 nouveaux pays à l'Union au 1<sup>er</sup> mai 2004 a contribué à baliser le futur des investisseurs. La très bonne tenue de l'euro depuis que l'incertitude dans ce domaine a disparu donne naturellement du poids à l'argument géopolitique.

La faiblesse de l'euro par rapport au dollar au cours de ses quatre premières années d'existence ne s'explique pas par les fondamentaux mis en avant par la théorie économique. Les écarts semblent provenir d'une crédibilité insuffisante de la nouvelle monnaie. Cela a deux sources : la géopolitique de la zone euro et la confiance dans la bonne gestion de l'UEM. Le redressement de l'euro dès la fin 2002 est cohérent avec cette analyse, mais la plus grande prudence s'impose avant d'affirmer des lois générales dans le domaine des taux de change.

### 2.3 L'internationalisation de l'euro

Une monnaie internationale est une monnaie nationale employée de façon massive et systématique par des non-résidents. Tous les résidents du pays concerné peuvent bénéficier de ce statut de leur monnaie : les entreprises et les consommateurs pour leurs opérations avec l'extérieur, y compris les investissements et les voyages ; les intermédiaires financiers, car

leur marché s'élargit au monde entier. Au niveau macro-économique, émettre une monnaie internationale procure au pays un « seigneuriage » international.

Jusqu'à la création de l'euro, le dollar régnait au niveau mondial. Avec l'euro, son hégémonie peut être contestée. Cela était d'ailleurs un des enjeux, certes non officiels, de la création de la monnaie unique européenne. La BCE prend beaucoup de précaution à cet égard : elle souligne systématiquement qu'elle ne poursuit pas de politique explicite concernant le rôle international de l'euro. Si son attitude dans ce domaine n'est ni freinée ni encouragée, la BCE admet néanmoins être attentive aux évolutions se produisant.

Pour apprécier le chemin parcouru et les perspectives qui se présentent, nous commencerons par évaluer le potentiel de diffusion de l'euro, puis nous observerons les résultats.

### 2.3.1 Le potentiel de diffusion de l'euro

Trois variables-clefs font apparaître un jeu assez comparable entre la zone euro et les Etats-Unis. D'une part, la population de la zone euro est de 292 millions, tandis que celle des Etats-Unis est de 270 millions. D'autre part, la part des deux espaces dans la production mondiale (le PIB) est d'environ 21% pour les Etats-Unis contre 16% pour la zone euro. Notons que ces évaluations fluctuent en fonction du taux de change euro/dollar. Enfin, les degrés d'ouverture au commerce mondial (celle-ci étant mesurée à partir de la moyenne des importations et des exportations par rapport au PIB) s'équilibrent à peu près : 12% pour les Etats-Unis et 16% pour la zone euro (et 12% si l'on prend la totalité de l'UEM).

Cependant, le poids « réel » d'une économie nationale ne suffit pas pour offrir le statut de monnaie internationale. Le processus d'internationalisation d'une monnaie est long et complexe. Plusieurs facteurs favorisent le développement d'une monnaie internationale. Leur présentation permet également de comprendre les raisons des inerties, de résistance au changement.

Le phénomène des économies d'échelle entraîne des réductions des coûts de transaction sur les marchés des changes. En effet, plus une monnaie internationale est utilisée dans des opérations de change, plus les écarts entre les prix d'achat et de vente de cette monnaie contre d'autres monnaies sont faibles. On réduit donc les coûts de transaction en choisissant une monnaie internationale pour effectuer des opérations.

Les effets de réseau diminuent l'incertitude et le prix de l'information. La création de l'euro a d'ailleurs créé un effet de réseau considérable au sein de la zone euro. Pour comprendre en quoi il consiste, il suffit de penser aux réseaux téléphoniques : il est rationnel de se connecter au réseau le plus étendu. Par analogie, il vaut mieux utiliser la monnaie qui est déjà utilisée par un grand nombre d'acteurs.

La taille et l'ouverture de l'économie de départ entrent en jeu dans le développement d'une monnaie internationale : une économie de grande taille et ouverte sur l'extérieur favorise la diffusion de sa monnaie. Toutefois, ce facteur n'est qu'un parmi d'autres. Un marché financier efficace et sûr favorise le développement d'une monnaie internationale. Cela passe par de bonnes règles de gestion des intermédiaires financiers et des marchés organisés (bourses, marchés dérivés, etc.).

Les marchés doivent être profonds (grande variété d'échéances), liquides (volumes importants) et larges (ouverts à tous).

Le pays détenteur d'une monnaie internationale doit apparaître comme un prêteur en dernier ressort : les non-résidents détenteurs de dépôts dans une monnaie internationale doivent penser qu'ils pourront obtenir des liquidités en cas de besoin urgent.

Il doit y avoir une volonté politique de développer une monnaie internationale. Cette volonté peut être officielle, notamment dans le cadre de négociations internationales : ainsi, la conférence de Bretton Woods en 1944 imposa le dollar. Le positionnement géopolitique du pays ou de la zone contribue également à la diffusion internationale d'une monnaie. Il convient de rappeler que, sur ce point, la BCE s'affiche comme neutre.

La valeur externe de la monnaie est un critère important : il est probable que des opérateurs internationaux ne se précipiteront pas sur une monnaie qui perd systématiquement de sa valeur. Toutefois, il faut ici distinguer les fluctuations de court et moyen terme des tendances de long terme.

Au total, voilà sept facteurs de développement d'une monnaie internationale. Tous expliquent le rayonnement d'une monnaie internationale caractérisée par ses six fonctions et permettent dans le même temps de comprendre les raisons des lenteurs du processus

d'internationalisation d'une monnaie. Cette analyse justifie les inerties par rapport aux positions déjà acquises : une monnaie perd très lentement son statut de monnaie internationale. L'analyse et l'histoire économique montrent que la hiérarchie n'est pas aisément bousculée dans le monde très restreint des monnaies internationales.

### 2.3.2 Evaluation du poids effectif de l'euro

Quelques tendances statistiques permettent de situer la place de l'euro par rapport au dollar en tant que monnaie internationale. Les statistiques choisies sont illustratives des six fonctions énoncées en annexe II.

Nous les reprenons en distinguant les secteurs privés et publics. Le volume des transactions sur les marchés des changes offre une approche indirecte de la fonction « véhicule » de l'euro. Sur le marché au comptant, l'euro tient, avec environ un cinquième des transactions, la deuxième place, loin derrière le dollar, mais devant le yen. Cela est comparable à la position du deutsche Mark en 1998. C'est honorable quand on sait que toutes les transactions entre le deutsche Mark et les autres monnaies de la zone euro ont disparu.

Il est impossible de saisir directement le volume des échanges libellés en euro. L'analyse des balances des paiements des pays européens permet simplement d'observer un accroissement des transactions libellées en euros entre 2000 et 2001. Par ailleurs, à titre d'exemples, la Bulgarie, la Pologne et le Japon ont accru leur commerce en euros depuis 1999. Cependant, le pétrole et les matières premières sont toujours libellés en dollars.

L'euro est de plus en plus utilisé dans les émissions internationales de titres. De 1999 à 2002, l'augmentation annuelle a été de 3%, ce qui donne, au niveau mondial, les parts suivantes : 44% pour le dollar, 29% pour l'euro et 13% pour le yen. Cette tendance générale posée, on constate plusieurs caractéristiques. Beaucoup des titres émis en euros sont achetés dans la zone euro. Les émetteurs de ces titres sont concentrés aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Les intermédiaires financiers américains ne traitent pratiquement pas de titres en euros, ce qui n'est pas du tout le cas à Londres, où près de la moitié du marché secondaire des obligations concerne l'euro.

Enfin, les titres de créance internationaux en euros émis par des non-résidents représentent, à la mi-2002, 11% de la totalité des créances émises en euros. Par comparaison, ce rapport est de 9% pour le dollar et de 6% pour le yen.

Les trois fonctions associées au secteur public sont liées entre elles. L'euro sert notamment de monnaie d'intervention lorsqu'il est choisi par un pays comme un point d'ancrage pour sa monnaie nationale. Il se retrouve alors naturellement en priorité dans les réserves du pays concerné. Environ cinquante pays introduisent explicitement l'euro dans leurs politiques de change. Ces pays sont soit européens, soit proches de l'Europe et comptent pour environ 4% du PIB mondial. Les modalités de l'attribution de la fonction de monnaie d'intervention à l'euro sont diverses : cela va de la caisse d'émission, où l'accrochage est total, aux parités fixes mais ajustables, jusqu'à des systèmes de rattachement moins rigides. La part de l'euro dans les réserves des banques centrales est restée assez stable : 13% en 2001 contre 12,7% en 1999. Le dollar est, lui, à 68%. Il convient de souligner que ces évaluations sont établies avec un euro très affaibli par rapport au dollar sur les marchés des changes : au plus haut de l'euro, en 2005, la part de l'euro serait mécaniquement supérieure.

Une vision synthétique, qui appréhende les six fonctions d'une monnaie internationale, permet d'avancer la synthèse suivante : le dollar domine toujours en occupant environ la moitié de la scène, tandis que l'euro prend une part qui varie entre un quart et un tiers et que le yen se situe entre un vingtième et un cinquième. Par ailleurs, aucune autre devise ne dépasse un vingtième à elle seule. L'euro est donc clairement la deuxième devise internationale. Sans contester le dollar, la monnaie unique est nettement présente. Cependant, les positions changent en définitive très lentement : la place de l'euro augmente de façon très graduelle. Naturellement, l'euro a une place plus forte dans les pays appelés à devenir membres de l'UE et dans les pays historiquement et commercialement proches de cette dernière.

Le potentiel de diffusion de l'euro existe. On aurait pu imaginer une grande défiance à l'égard de cette nouvelle monnaie. Or, la faiblesse de l'euro face au dollar qui est apparue très tôt en 1999, alors que beaucoup s'attendaient au contraire à une hausse, n'a pas entamé son processus d'internationalisation. Désormais, les synergies entre les diverses fonctions sont à l'œuvre. Toutefois, les inerties sont naturellement présentes. Elles expliquent d'ailleurs le fait

que l'euro s'est aisément imposé dans les pays où le deutsche Mark et le franc français avaient déjà une place importante.

## Conclusion

Avec l'euro, le système monétaire international unipolaire lancé en 1944 tend à devenir bipolaire. Certes, le dollar reste premier, mais l'euro s'est fermement installé. Cela est remarquable bien sûr techniquement, mais surtout du fait de l'absence d'identité politique européenne. La crédibilité internationale d'une monnaie repose sur des données économiques. Mais une économie de dimension mondiale et ouverte avec une monnaie stable ne suffit pas. Le pays doit également être une puissance qui s'affiche et qui est reconnue. L'euro a pris sa place, alors que la zone euro est encore loin de cette configuration géopolitique. Il a donc un fort potentiel comme devise internationale. A partir du moment où l'Europe aura une véritable politique unique, le face-à-face euro/dollar pourrait s'équilibrer.

Au-delà d'éventuelles considérations géopolitiques, certains pays pouvant être tentés de s'affranchir de la tutelle américaine en substituant les euros aux dollars, la diversification des réserves des banques centrales avec l'euro viserait surtout à protéger les pays concernés du risque de dépréciation du billet vert. L'enjeu est de taille : une baisse de 10% du dollar se traduit par exemple pour la Banque du Japon, qui détient l'équivalent de 840 milliards de dollars de réserves, pour l'essentiel sous forme de bons du Trésor américains, par une perte de plus de 80 milliards de dollars. Les producteurs de matières premières, pour la plupart libellées dans la monnaie américaine, évoquent eux aussi parfois le souhait de lisser les risques de change, de ne plus être pénalisés par la chute du billet vert et, pour cela, d'utiliser l'euro, au moins partiellement, comme devise de référence.

Toutefois, plusieurs éléments plaident en faveur du maintien de l'hégémonie du billet vert. Entre autres, le fait que le dollar demeure la grande monnaie de facturation du commerce mondial (60%), notamment en Asie. Surtout, soulignent les économistes, les banques centrales asiatiques adopteraient un comportement suicidaire si elles substituaient massivement et brutalement des euros aux dollars qu'elles détiennent. Une telle conversion provoquerait un krach du billet vert, ce qui plongerait l'économie américaine dans la récession et priverait donc des pays comme la Chine ou la Corée du Sud du principal débouché de leurs exportations. Leur propre économie s'en trouverait gravement affectée. Les pays d'Asie ont besoin d'exporter vers les Etats-Unis. En comparaison, l'Europe, avec sa croissance faible et sa consommation médiocre, représente actuellement pour les pays d'Asie un intérêt économique moindre.

De façon plus subjective, soulignent enfin les analystes, le statut d'hyperpuissance économique, politique et militaire des Etats-Unis joue en faveur du maintien du dollar comme monnaie de réserve dominante, alors que l'Europe apparaît au contraire, sur tous ces plans, beaucoup plus faible, preuve qu'une monnaie internationale hégémonique est autant un facteur de puissance qu'une conséquence de la puissance du pays émetteur.

# Annexe 1 : le système monétaire international

Très schématiquement, on peut définir un système monétaire international comme l'organisation des relations monétaires internationales et l'existence d'une monnaie internationale de référence.

De 1870 à nos jours, cinq principaux systèmes monétaires internationaux se sont succédés. Il s'agit dans l'ordre de l'étalon or, de l'étalon or/devises (dollar, livre), du système de la période d'entre-deux guerres, de l'étalon dollar/or ou système de Bretton Woods, et enfin du système actuel des changes flexibles en vigueur depuis 1973.

## L'étalon or

Dans l'étalon or, ce dernier circule à la fois comme monnaie et comme marchandise. La parité est fixe entre l'or et toutes les monnaies nationales. L'étalon or présentait l'avantage de garantir une libre circulation des capitaux et des taux de change stables, d'éliminer de ce fait les risques de change et les crises des balances des paiements, et de limiter le rôle des institutions sans que cela ne nuise au bon fonctionnement du système. Toutefois, dans ce système où le niveau des taux de change et des variables macroéconomiques stratégiques telles que le niveau des prix ou des réserves en devises dépendaient largement de celui du volume d'or, et que ce dernier n'était en général découvert qu'au hasard (et nécessitait aussi du travail et du capital pour être produit), des coûts d'opportunité extrêmement élevés en résultaient.

Dans le système de l'étalon or, la livre sterling est devenue la principale monnaie de réserve parce qu'ayant confiance en la monnaie anglaise, les Etats qui détenaient des créances libellées en sterling ne les échangeaient pas contre de l'or mais les utilisaient dans leurs règlements extérieurs.

En 1914, la suppression de la libre circulation des biens, des capitaux et de l'or ainsi que de la convertibilité en or par les banques centrales, conjuguée avec l'introduction des bons de trésor (à côté de l'or comme contrepartie importante de la masse monétaire et en tant que moyen de financement de la guerre) allaient conduire à la fin de l'étalon-or.

## L'étalon or/devises

Dans l'étalon or/devises (dollar, livre) en vigueur de 1919 à 1924, les taux de change sont fixés librement entre les monnaies nationales et l'or, la pratique des taux en vigueur avant la Première Guerre mondiale étant rendue impossible par l'absence de convergence dans les taux d'inflation, l'endettement excessif de la France et de la Grande-Bretagne vis-à-vis des Etats-Unis, et les réparations de guerre extrêmement élevées imposées à l'Allemagne. L'or devenant rare en raison de sa production qui a extrêmement baissé, le dollar et la livre furent introduits à côté de l'or comme étalons et le retour à la parité fixe vis-à-vis de l'or fut adopté en 1922. Toutefois, il s'était avéré que la surévaluation de la livre dès 1925, la sous-évaluation du franc et les taux d'intérêt élevés en Allemagne rendaient difficile un fonctionnement optimal du système qui, avec l'avènement de la crise de 1929 allait s'effondrer progressivement jusqu'en 1931.

## La période des blocs

Dans la période d'entre-deux guerres (1931-1945) marquée entre autres par la dévaluation de la livre de 30% vis-à-vis du dollar et l'intervention de la Banque du Japon entre 1932 et 1933 à l'issue de laquelle le yen fut déprécié de près de 40% vis-à-vis de la livre, le Système Monétaire International allait rentrer dans une ère de turbulences qui dura jusqu'en 1945. Au cours de cette période, on va assister à une division du Système Monétaire International en quatre blocs : le bloc « sterling » auquel adhèrent le Royaume Uni, le Portugal et l'Espagne, le bloc « or » auquel adhèrent la France, la Belgique, la Suisse, l'Italie, la Pologne et les Pays-Bas, le bloc « dollar » auquel adhèrent les Etats-Unis et l'Amérique Latine, et enfin le bloc « yen » auquel adhèrent le Japon et les pays d'Asie du Sud-Est. Certains pays comme l'Allemagne restèrent neutres et conduisirent des politiques de contrôle des devises.

## Le système de Bretton Woods

Dans le système de Bretton Woods (1945-1971) que l'on qualifie également de système dollar/or, on note une continuité des systèmes d'étalon or et d'étalon or/devises qui avaient prévalu jusque-là. Dans ce système, toutes les monnaies seront définies dans une parité fixe par rapport au dollar, qui de son côté reste convertible en or à un taux fixe de 1 dollar contre 0,888 gramme d'or. Parallèlement furent créés le FMI (qui avait pour vocation de veiller au respect et au bon fonctionnement des accords de Bretton Woods) et, en 1969, les Droits de Tirage Spéciaux (une monnaie artificielle constituée d'un panier de monnaies, qui pour pallier

la rareté des réserves en dollar comme ce fut le cas pour l'or, pouvait être achetée par les banques centrales en cas de manque des réserves nécessaires pour résorber les déficits des balances des paiements). Le système des parités fixes ne pouvant fonctionner dans le long terme que si les balances commerciales des différents pays faisant partie du système sont en moyenne et simultanément équilibrées, le déficit commercial à la fois important et persistant des Etats-Unis (conjugué avec la guerre du Vietnam) devait conduire le président Nixon à dévaluer le dollar et à mettre fin en août 1971 à la libre convertibilité du dollar en or, et partant, un terme à la fixité des taux de change et au système de Bretton Woods.

### Le système de changes flexibles

Avec la fin des accords de Bretton Woods en 1971 s'est ouverte depuis 1973 une ère de flexibilité des taux de change qui, loin de répondre aux attentes de ses tenants, montre plutôt que le monde est encore à la recherche d'un Système Monétaire International stable dont l'avènement n'est pas pour demain. En effet, les différents pays du monde sont depuis 1973 confrontés à diverses situations qui rendent problématique le système des changes flexibles : place parfois artificielle du dollar dans le Système Monétaire International, problèmes de coordination des politiques macroéconomiques et monétaires, satellisation des pays sous-développés, tendance vers une tripolarisation du Système Monétaire International (autour du dollar, de l'euro et du yen), création des systèmes dans le Système Monétaire International dont le Système Monétaire Européen en est un exemple ayant beaucoup évolué jusqu'au remplacement par l'euro à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2002 des monnaies nationales des 12 Etats membres de l'Union européenne ayant choisi la monnaie unique.

## Annexe 2 : notion de monnaie internationale

Pour analyser la notion de monnaie internationale, il convient de présenter les fonctions que remplit cette monnaie et d'en expliquer l'émergence.

### Fonctions d'une monnaie internationale

Dans un pays, une monnaie a trois fonctions : moyen de paiement, unité de compte, réserve de valeur. Cette trilogie peut être reprise pour définir une monnaie internationale, mais en apportant une précision complémentaire : on distingue, pour chaque fonction, l'utilisation par le secteur privé et l'utilisation par le secteur public. On passe ainsi de trois à six fonctions.

Pour le secteur privé, les trois fonctions d'une monnaie sont les suivantes : véhicule, dénomination, placement. Une monnaie internationale est un « véhicule » qui sert à effectuer les paiements des opérations entre des résidents de pays tiers. Elle sert également à « dénommer » les prix des biens, des services et des actifs sur les marchés internationaux. Enfin, elle est également mobilisée pour la détention de richesse et l'allocation des portefeuilles d'actifs : plus précisément, une devise est impliquée dans un « financement » quand elle sert à libeller une émission de titres de dette ou un emprunt bancaire; elle apparaît comme un « placement » lorsqu'elle est utilisée dans la composition d'un portefeuille d'actifs.

Le secteur public fait appel à trois fonctions différentes : intervention, ancrage, réserves. Les autorités monétaires nationales interviennent souvent avec des monnaies internationales sur les marchés des changes pour soutenir leurs monnaies nationales. Lorsqu'elles décident de lier leur monnaie nationale à une autre, elles utilisent normalement une monnaie internationale comme point d'ancrage ou de référence. Enfin, les banques centrales constituent rationnellement leurs réserves de change en privilégiant les monnaies à statut international.

Fonction	Secteur privé	Secteur officiel
Unité de compte	Facturation et cotation des marchandises	Définition des parités ou des zones cibles (ancrage)
Moyen de paiement	Monnaie véhiculaire sur le marché des changes	Intervention sur les marchés des changes, financement des balances des paiements
Réserve de valeur	Créances et engagements	Détention de réserves

Les six fonctions d'une monnaie sont interdépendantes pour définir une monnaie internationale et pour expliquer la dynamique de son processus de diffusion : chacune des fonctions valorise les cinq autres, même si elles ne se développent pas au même rythme. La synergie entre ces six fonctions se construit grâce aux comportements rationnels des acteurs économiques : en effet, les opérateurs privés et publics diminuent les risques et les coûts en portant leurs choix sur des monnaies reconnues et acceptées internationalement.

### L'émergence d'une monnaie internationale

Plusieurs arguments ont été évoqués pour expliquer l'émergence d'une monnaie sur le plan international.

L'un repose sur le constat qu'il existe une hiérarchie dans les fonctions que remplit une monnaie sur le plan international : d'abord moyen de paiements, puis réserve de valeur et enfin unité de compte. L'histoire de la livre sterling et du dollar des Etats-Unis aurait permis de mettre en évidence l'existence d'un « cycle de vie » des monnaies véhiculaires.

Un autre suggère que la demande de monnaie de réserve dépend des caractéristiques inhérentes au processus d'internationalisation de la monnaie et repose sur un certain nombre de pré requis :

- de la performance du pays émetteur de la monnaie en matière de stabilité politique ou d'instabilité des prix (niveau et variation). La stabilité politique du pays émetteur ainsi que la stabilité interne de la valeur de sa monnaie constituent en effet le gage de la confiance qu'expriment les détenteurs de monnaie (officiels ou privés) au regard de sa valeur ;
- du degré de libéralisation des marchés financiers et de la mobilité des flux de capitaux. Un pays dont la monnaie est utilisée internationalement doit posséder un vaste marché financier qui puisse à la fois mettre à la disposition des prêteurs et des emprunteurs une gamme importante d'instruments financiers, être suffisamment liquide, c'est-à-dire caractérisé par un marché secondaire développé et enfin suffisamment déréglementé afin de faciliter la mobilité des flux de capitaux. Ainsi, la suprématie de la livre sterling dans le commerce international pendant la seconde moitié du 19<sup>ème</sup> siècle reflétait en partie le fait que Londres était un centre financier développé permettant

d'escompter les effets de commerce en provenance du reste du monde à des taux relativement bas ;

- de la structure du commerce extérieur et du choix de la monnaie de facturation.

Un argument complémentaire a tenté d'établir un lien direct entre la position d'investissement net d'un pays et l'utilisation de sa monnaie sur le plan international.

Un pays qui dégage une position d'investissement net à l'étranger positive est un pays créiteur net vis-à-vis du reste du monde. Le reste du monde accumule des créances nettes sur un pays qui est déficitaire. Or, une nation qui dégage un surplus du compte courant de sa balance des paiements, ne voit pas pour autant sa monnaie utilisée internationalement si ses exportations ne sont pas libellées en sa propre monnaie.

La diffusion d'une monnaie comme monnaie internationale n'est donc pas induite par la position d'exportateur net de capitaux du pays (surplus de la balance des paiements courants impliquant des sorties nettes de capitaux libellés en monnaie internationale). Par contre, la position en compte courant (débitrice ou créditrice) est importante car elle peut affecter la confiance qu'ont les détenteurs de la monnaie en sa valeur et donc contraindre ou encourager indirectement son utilisation sur le plan international.

## Annexe 3 : les agrégats monétaires

L'agrégat  $M_1$  regroupe ce que l'on appelle les disponibilités monétaires. Il s'agit des billets, de la monnaie divisionnaire (les pièces) et les dépôts à vue qui sont mobilisables par chèques. Les dépôts en devises sont en revanche exclus de  $M_1$  car leur conversion en monnaie nationale comporte un risque de taux de change.

L'agrégat  $M_2$  est composé de l'agrégat  $M_1$  auquel sont ajoutés les placements à vue en monnaie nationale. Par rapport à un dépôt à vue un placement à vue rapporte un taux d'intérêt, bien que l'agent puisse à tout moment retirer les sommes placées. Il s'agit donc d'un actif relativement liquide et n'impliquant aucun risque de perte en capital : c'est pourquoi on parle d'actifs quasi monétaires ou de quasi-monnaie. Les placements à vue les plus connus en France sont le livret A de Caisse d'épargne, le CODEVI, les comptes épargne logement.

L'agrégat  $M_3$  inclut l'agrégat  $M_2$ , auquel sont ajoutés les placements à terme, les dépôts en devises détenus par les agents non financiers résidents, les titres de créance négociables gérés par les établissements de crédit, les OPCVM de court terme.

## Annexe 4 : historique de la naissance de l'euro

1957 : Le Traité de Rome

Le Traité instituant la Communauté économique européenne, communément appelé Traité de Rome, fait largement l'impasse sur les questions monétaires. La seule allusion qui y est faite est que les taux de change sont un sujet d'intérêt commun.

Ce sont les vicissitudes du SMI et la nécessité de discipliner les taux de change pour ne pas ruiner l'union douanière en gestation qui ont conduit, par étapes, à l'Union économique et monétaire et à l'euro.

Grâce au succès du Plan Marshall, l'Europe d'après-guerre développe rapidement son commerce extérieur. Dans un monde où les monnaies ne sont pas convertibles et où les réserves de change sont insuffisantes, on ressentit la nécessité de créer un centre de « clearing » pour compenser multilatéralement les créances et les dettes des partenaires. Tel fut l'objet de l'Union européenne des paiements (UEP) de 1950, dont le succès permit, en 1958, le retour à la convertibilité des monnaies.

1958 : L'Accord monétaire européen (AME)

L'Accord monétaire européen, qui succéda à l'UEP en 1958, permit de resserrer les marges de fluctuation entre les monnaies des pays signataires. L'AME est un effort de discipline concerté.

Malheureusement, les fissures qui se firent alors dans le système de Bretton Woods (1944) condamnèrent l'AME et nécessitèrent la refonte du Système Monétaire International. Il en résulta la reconnaissance du dollar américain comme pivot du système, convertible en or au taux de 35 dollars l'once et pour les autres devises, la possibilité de flotter de  $\pm 1\%$  par rapport à leur parité déclarée avec le dollar.

Ce système ne résista pas à l'amplification des déficits extérieurs américains provoqués par la guerre du Vietnam et des politiques macro-économiques trop accommodantes. Il en résulta

une accumulation excessive de dollars hors des Etats-Unis et des demandes croissantes de conversions de dollars en or.

Cela aboutit en 1971 à la fin de la convertibilité du dollar en or, à sa dévaluation de 8% (Smithsonian agreement) et à l'élargissement de la marge de fluctuation à  $\pm 2,25\%$  de la parité déclarée des monnaies vis-à-vis du dollar.

L'élargissement de la marge de fluctuation donnait aux monnaies des possibilités de variation (9%) équivalant à un flottement avant la lettre. Il fut préjudiciable aux échanges commerciaux.

Il faut bien avoir à l'esprit ce contexte pour comprendre les efforts de discipline qu'entreprit la CEE, surtout à partir de ce moment-là, pour resserrer les marges de fluctuation entre les monnaies communautaires afin de ne pas déséquilibrer les échanges commerciaux et suppléer, par des mécanismes communautaires, la disparition du système de Bretton Woods. Il y eut plusieurs initiatives.

1969 : Le Plan Werner

Le Plan Werner consistait en un rapport sur les moyens à mettre en œuvre pour activer l'Union monétaire. Ce rapport pose effectivement les fondations de l'Union Monétaire Européenne (UME) dans son architecture actuelle. Il préconisait notamment :

- l'élimination des marges de fluctuation ;
- le gel irrévocable des parités, voire la monnaie unique ;
- la réunion des Banques centrales nationales en un ensemble fédéral pourvu d'un centre de décision unique.

1972 : Le Serpent monétaire européen

Il visait à réduire l'écart de fluctuation des monnaies participantes à  $\pm 2,25\%$  autour de la parité. Cette initiative ne survécut pas aux dérives du dollar.

1979 : Le Système monétaire européen (SME)

Le Président Valéry Giscard d'Estaing et le Chancelier allemand Helmut Schmidt en furent les principaux architectes. Pour l'essentiel, le SME réintroduisit des règles de discipline telles la stabilité des cours de change entre les monnaies participantes et une solidarité entre pays membres pour l'octroi de crédits. En outre, le SME consacra la naissance de l'ECU (European Currency Unit), monnaie de compte, qui fut échangée ultérieurement contre l'euro à la même parité. L'ECU était un panier de monnaies européennes. Le SME fonctionna près de 20 ans – ponctué par des réalignements – jusqu'à l'apparition de l'euro.

1986 : L'Acte unique

La construction européenne prit un nouvel essor après le deuxième choc pétrolier dont l'Europe souffrit particulièrement. Les initiatives d'alors aboutirent :

- à unifier l'économie réelle en réalisant, par l'Acte Unique, la libre circulation des personnes, des biens, des services et des capitaux. Sa mise en œuvre se fit progressivement.
- à unifier la monnaie en ajoutant au Traité de Rome un chapitre intitulé « La coopération en matière de politique économique européenne (UEM) ».

1989 : Le rapport Delors

Grâce à cet amendement crucial, Jacques Delors, alors Président de la Commission européenne, put faire adopter son fameux rapport recommandant une marche en trois phases vers l'adoption d'une monnaie unique et d'une Banque centrale européenne.

La première phase (1990-1993) se déroula peu après la chute du mur de Berlin.

Le Traité de Maastricht, du nom de la ville où il fut signé est le fait marquant de cette phase. Il consolide le marché unique et lance le Traité sur l'Union européenne (UE).

Les péripéties et controverses qui émaillèrent la ratification du Traité de Maastricht, intervenue en 1993, sont connues. Rappelons cependant qu'elles tournèrent essentiellement autour de la question délicate du transfert de souveraineté nationale en matière monétaire vers une instance supranationale.

Cette question-là fut si vivement débattue en Grande-Bretagne que la ratification du Traité ne put être acquise qu'au prix d'un Protocole concédant à ce pays, et ensuite au Danemark, de ne pas être contraint à entrer dans la monnaie unique à une date limite, même si les critères de convergence requis étaient remplis.

Les progrès les plus décisifs de la première phase du rapport Delors concernèrent la monnaie. On y organisa la préparation et la mise sur pied de la monnaie unique gérée par une Banque centrale de type fédéral.

La deuxième phase (1994-1998) fut consacrée à la préparation de l'Union monétaire.

C'est alors que fut créé l'Institut monétaire européen (IME), préfiguration de la BCE. On y arrêta aussi les principes, règles et procédures concernant :

- la convergence des économies ;
- la coordination des politiques monétaires ;
- la supervision du SME ;
- et la préparation de la 3<sup>ème</sup> étape, soit celle du fonctionnement de l'Union monétaire (pièces et billets de banque, scénario du passage à l'euro etc.).

Enfin, la troisième phase (1999-2002) mit en place la monnaie unique européenne (soudure irrévocable des taux de change des monnaies participantes, mise en œuvre de la politique monétaire commune, adhésion de la Grèce à l'euro en 2000 et émission des pièces et billets en euro qui ont cours légal dans l'Euroland depuis 2002).

# Bibliographie

- COMBE Emmanuel, Précis d'économie, Presses Universitaires de France, 7<sup>ème</sup> édition 2003.
- CROZET Yves, ABDEMALKI Lahsen, DUFOURT Daniel, SANDRETTO René, Les grandes questions de l'économie internationale, Édition Nathan, 1997.
- STEPCZYNSKI Marian, Dollar, histoire, actualité, et avenir de la monnaie impériale, Pierre Marcel Favre, 2003.
- LECONTE Pierre, La tragédie monétaire, François-Xavier de Guibert, 2<sup>ème</sup> édition 2003.
- HARROD S.R., La monnaie, Dunod, 1971.
- MUNDELL R.A., The Theory of Optimum Currency Areas, American Economic Review n°51, (septembre 1961), pp.717-725
- AGLIETTA M., ORLEAN A., Souveraineté et Légitimité de la Monnaie, cahiers « finance, éthique, confiance », AEF, Paris, 1995.
- AGLIETTA M., ORLEAN A., La Monnaie Souveraine, Odile Jacob, Paris, 1998.