

**REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE
MINISTRE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE
SCIENTIFIQUE**

**UNIVERSITE MOULOUD MAMMERI DE TIZI-OUZOU
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES, COMMERCIALES
ET DES SCIENCES DE GESTION
DEPARTEMENT DES SCIENCES ECONOMIQUES**

Mémoire

**En vue de l'obtention du diplôme de Magister
en Sciences Économiques
Option : Monnaie Finance Banque**

Thème L'euro monnaie internationale: limites et perspectives

Dirigé par

Réalisé par

Professeur. BOUZAR Chabha , UMMTO.

Melle. BOUKACEM Lila

Jury:

Président: Mr. GUENDOUZI Brahim, Professeur à l' UMMTO.

Rapporteur: Melle. BOUZAR Chabha , Professeur à l' UMMTO.

Examineurs: Mr. OUALIKENE Selim, Maître de conférences / A à

l'UMMTO. Mr. ABIDI Mohamed, Maître de conférences / B à l'UMMTO.

Date de soutenance28/11/2013

Remerciements

Mes remerciements vont d'abord au Pr. BOUZAR Chabha, mon directeur de recherche. Je lui suis très reconnaissante de la confiance qu'elle m'a accordée en me proposant ce thème. Sa collaboration, son encadrement attentif, sa disponibilité, sa passion pour la recherche et sa rigueur scientifique m'ont guidé et m'ont encouragé à avancer dans ce travail.

Je remercie également le président et les autres membres du jury de soutenance qui m'ont fait l'honneur d'accepter de lire et d'évaluer mon travail,

Mes remerciements s'adressent aussi au personnel administratif, en particulier Mr. Belkassemi, pour m'avoir facilité la vie de tous les jours et toutes les démarches administratives, surtout la soutenance,

Ma reconnaissance va également vers mes amis, camarades en poste de graduation et mes collègues enseignants de l'INSFP de Tizi-Ouzou, pour leurs encouragements et remarques très utiles, en particulier à M^r. Hammouche pour la lecture de ce travail,

Que mon cher ami Mohand trouve ici ma profonde reconnaissance pour sa confiance, ses encouragements, sa compréhension et d'avoir cru en moi,

Mes pensées les plus chaleureuses vont vers ma famille pour leurs encouragements, en particulier mes parents, afin de leur témoigner ma gratitude pour leur patience et soutien, qui m'ont permis de mener à terme ce mémoire.

“ Malgré des progrès notables, la représentation internationale de l’euro reste encore souvent trop fragmentée et des intérêts nationaux l’emportent trop souvent sur l’intérêt commun, empêchant l’espace euro d’assumer pleinement la responsabilité politique correspondant à son poids économique et de réaliser l’ensemble des bénéfices économiques conférés par l’Union économique et monétaire ”

(Junker, 2009)

“If the dollar is to lose its privileged position of sole leading international reserve currency, are there any currencies besides the euro that can take its place?”

(Frankel, 2009)

Sommaire :

Introduction générale	6
Chapitre I. Fondements théoriques de la monnaie internationale.....	15
Introduction du chapitre I	15
Section 1. Cadre théorique et conceptuel de la monnaie internationale.....	16
Section 2. Le statut de monnaie internationale : conditions pérennes, gains et coûts	40
Conclusion du chapitre I	75
Chapitre II Les fondements de l'euro.....	77
Introduction du chapitre II. Les fondements de l'euro.....	79
Section 1. Les fondements historiques et théoriques de l'euro.....	79
Section 2. Les politiques de gouvernance de l'euro.....	106
Conclusion du chapitre II	127
Chapitre III. L'euro une monnaie à statut international qui reste régionale.....	130
Introduction du chapitre III	130
Section 1. L'utilisation croissante de l'euro comme monnaie internationale	131
Section 2. L'euro monnaie internationale dont l'usage reste limité hors ZE.....	158
Conclusion du chapitre III.....	180
Chapitre IV. Facteurs de développement, limites et perspectives de l'internalisation de l'euro.....	182
Introduction du chapitre IV.....	182
Section 1. Facteurs justifiant la montée internationale de l'euro entre 1999-2009	184
Section 2. Facteurs limitant le développement international de l'euro face au rôle incontestable du dollar.....	211
Section 3. Rôle international de l'euro : perspectives à long terme et défis à relever ..	255
Conclusion du chapitre IV.....	283
Conclusion générale.....	286
Bibliographie	292

Listes des tableaux, graphiques et figures.....	307
Liste des abréviations.....	311
Annexes.....	314
Table des matières.....	330

Introduction générale

La création de l'euro en 1999 fut un acte politique international majeur. L'Union Économique et Monétaire constitue la suite logique du marché unique instauré en 1992. L'adoption d'une monnaie unique par 11, puis 12, 13, 15 et 17 pays souverains est sans précédent historique¹. Dès son lancement, l'euro avait fait naître de vifs espoirs et d'énormes attentes quant à la place future de la monnaie européenne sur la scène internationale. Bien que la Banque centrale européenne (BCE) n'a pas activement cherché à en promouvoir l'utilisation à l'étranger, l'euro a vu son rôle international s'accroître. Son importance au niveau international dépasse non seulement celle des monnaies européennes qu'il a remplacées, mais aussi celle de la livre sterling et du yen, les deux autres grandes monnaies. Aujourd'hui, après plus de douze ans, il demeure fermement la deuxième monnaie internationale derrière le dollar et devant le yen. L'euro a ainsi bouleversé le système monétaire international (SMI), multipolaire avant l'euro en évoluant vers une triade : dollar, mark et yen, qui tend à devenir bipolaire, dominé aujourd'hui par le dollar et l'euro, marginalement au passage de la livre sterling, franc suisse, et plus surprenant le yen.

A l'origine, l'euro a été conçu pour être la monnaie de l'Union Européenne et des européens et pour se développer au gré de l'attrait qu'il exercerait sur ses utilisateurs et sur les marchés ; non pas pour concurrencer le dollar dans ses fonctions de monnaie internationale. Néanmoins, dès son adoption la monnaie unique européenne a relancé le débat sur la problématique de l'accession d'une monnaie au statut de devise internationale et les relations entre les trois principales monnaies (dollar, euro, yen). Ce débat sur le contenu de la monnaie internationale et ses qualités pour réguler efficacement le SMI n'est pas nouveau, mais la question de la confiance dans la monnaie internationale s'est modifiée radicalement

¹ Belgique, Allemagne, Estonie, Irlande, Grèce, Espagne, France, Italie, Chypre, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Autriche, Portugal, Slovaquie, Finlande.

depuis 1971 avec la grande transformation du SMI.² Celle-ci a marqué le passage au système des taux de changes flottants entre les grandes monnaies internationales concurrentes et le déplacement du contrôle du SMI par les gouvernements vers un système régi essentiellement par les marchés³. Mais à partir de 1973⁴, cette nouvelle organisation du SMI autour du dollar, support monétaire principal des échanges internationaux, a engendré des relations monétaires internationales subordonnées à la concurrence des devises qui entraînent une instabilité financière, des conflits d'intérêts nationaux et des déséquilibres⁵ qui se déplacent d'une région à une autre en réponse aux surréactions du marché⁶. A cet égard, la crise financière « crise des subprimes » qui prend ses racines dans la finance américaine ne fait pas exception. Elle a également jeté de nouveau un doute sur la stabilité d'un SMI organisé autour d'une monnaie fragile (le dollar américain), mais qui demeure sa seule devise clé. Car, cette dépendance du SMI envers cette monnaie de réserve clé est considérée comme l'une des causes de la déficience⁷ du système actuel, engendrant de fortes asymétries dans les processus d'ajustement et le recours coûteux à l'auto-assurance à travers l'accumulation de réserves en dollar de la part des pays émergents et en développement⁸. De plus, cette situation est souvent vue comme cause importante de la crise des subprimes. Le statut international du dollar a alimenté la demande d'actifs liquides en provenance des États-Unis, maintenant les taux d'intérêt de ce

² Disparition de toute obligation monétaire à l'or.

³ Toutes ces mutations avaient pour objectif de résoudre les problèmes inhérents au système de Bretton Woods, (Aglietta, 1997, Ch. XV).

⁴ Crise des devises : éclatement du système de taux de change fixe qui conduit à la mise en place d'un système de changes flottants avec la libre circulation des capitaux et autonomie de la politique monétaire.

⁵ Du à l'inefficacité des ajustements dans les relations entre les trois monnaies principales (dollar, mark et yen), ce qui provoqué de nombreux dysfonctionnements.

⁶ M. AGLIETTA, « Macroéconomie internationale », Eds. Montchrestien, Paris. 1997, pp. 598-599.

⁷ Il faut aussi ajouter à cette cause les imperfections du système dans son ensemble : étant fondé sur la cohabitation de monnaies à change fixe (souvent liées au dollar) et à change flottant, le système financier international court un risque latent d'instabilité plus menaçant que la polarisation des déséquilibres financiers qui s'accroît, comme c'est le cas entre la Chine et les États-Unis.

⁸ Autres déficiences du SMI : son incapacité à inciter les pays excédentaires à s'ajuster ; son désintérêt pour les externalités de politique monétaire et, partant, pour l'adéquation des politiques monétaires agrégées au niveau mondial ; l'incapacité à canaliser les flux nets de capitaux des économies avancées à faibles rendements vers les pays émergents à forts rendements.

pays à un bas niveau et contribuant ainsi à y créer une spirale d'endettement et de hausse d'actifs, particulièrement immobiliers. Ce dérapage confirme une nouvelle fois le paradoxe de Triffin (1960) selon lequel une monnaie internationale est condamnée tôt ou tard à l'auto-destruction, car la liquidité monétaire internationale doit être alimentée par un déficit des paiements courants continuels du pays émetteur de la devise-clé. Le fait est qu'un pays ne peut indéfiniment accumuler des actifs nets ou des dettes nettes sans subir une correction à un moment donné.⁹

Ainsi, la réactualisation en été 2007, du débat sur la déficience du système monétaire international en raison de sa dépendance envers le dollar, devise clé du SMI,¹⁰ a été considéré comme l'occasion pour l'euro de concurrencer le dollar et de renforcer son rôle de monnaie de référence (statut de devise clé du SMI).¹¹ Ce statut dont les États-Unis a tiré profit du fait de ses avantages nombreux : baisse des coûts de transaction et des taux d'intérêt, réduction du risque de change, gain de flexibilité dans le financement de la balance des paiements et gain de seigneurage et d'efficacité, permettrait à la zone euro de dynamiser son économie en attirant les investissements étrangers et en stabilisant ses échanges commerciaux à l'international, mais il ferait aussi peser sur elle de nouvelles responsabilités et de nouveaux risques : instabilité du système monétaire international appelant une régulation internationale, nécessité de consolider l'économie européenne pour rester attractif, possibilité de peser sur les équilibres économiques et politiques internationaux. La zone euro ne pourra alors plus se passer d'une politique économique cohérente et intégrée qui lui permettrait de tirer tous les avantages du rôle international de sa monnaie tout en gardant sous contrôle les risques qui en découlent.

⁹ Cette idée simple a suscité un intense débat bien avant la crise, la plupart des économistes pensaient alors que d'importants ajustements de taux de change et, plus spécifiquement, une forte dépréciation du dollar, seraient nécessaires pour ramener les balances de paiements sur des trajectoires soutenables.

¹⁰ Agnès BENASSY-QUERE ; Jean PISANI-FERRY (Bruegel) et Yu Yongding, « Comment reformer le SMI ? », Lettre CEPIL, n° 309, 28 mars 2011, p.1.

¹¹ « Quelle diplomatie pour l'euro ? », Revue fondation Robert Schuman, Question d'Europe n° 92, 10 mars 2008, p. 1, in, www.robert-schuman.eu/question_europe.php?num=qe-92

En réalité, l'idée du développement international de l'euro au détriment de la place significative qu'assumait le dollar depuis les années 1950 dans ses diverses fonctions internationales, a été prédit par nombre d'économistes (G. Alogoskoufis, R. Portes, 1997 ; F. Bergsten, 1997 ; R. Mundell, 2000),¹² au moment même de la création de la monnaie unique en 1999. Cette prévision, dans un premier temps, s'est trouvée confirmée par la progression de la part relative de l'euro au-delà de ce que représentait la simple agrégation des anciennes monnaies européennes, comme instrument de facturation, d'emprunt ou de réserve. Mais après les débuts prometteurs de la nouvelle monnaie européenne, le dollar et l'euro semblent s'être installés, depuis 2003, dans une configuration stable mais hiérarchisée : après un léger effritement de sa position entre 1999 et 2002¹³, le dollar maintient sa place au titre de monnaie internationale incontestée et l'euro se trouve cantonné à une position de second brillant ; surtout si l'on se réfère aux fonctions d'ancrage ou de réserve de valeur. Cela s'est opéré malgré le fait que les signes de faiblesse se multipliaient en ce qui concerne la position externe de l'économie américaine et l'affaiblissement du taux de change du dollar vis-à-vis de l'euro. Ce fait, paraît plus prodigieux encore, depuis la crise financière internationale de l'été 2007.

En effet, étant un consensus qui semblait se dégager même avant la crise des subprimes, sur le fait que le dollar peut être une monnaie en déclin qui perd en confiance ; et étant donné que la crise a révélé des déséquilibres financiers et l'hétérogénéité du SMI, parmi ces déséquilibres ceux découlant du semi-étalon dollar générateur de coûts en terme de stabilité monétaire, la logique voudrait que le dollar perde son statut de monnaie internationale ou à défaut que les opérateurs diversifient leurs paniers de devises. Les motifs ne manquent pas. Le tableau de bord de l'économie américaine n'est pas reluisant : déficits jumeaux, endettement

¹² André CARTAPANIS, « Le dollar incontesté ? Économie politique d'une monnaie internationale », Revue d'Économie Financière, n° 94, mars, 2009, p.2.

¹³ Voir les annexes 4,9,10 et 11.

élevé et tentation de recours à l'inflation pour l'alléger via la politique d'assouplissement quantitatif - *quantitative easing*¹⁴ -, etc. Tous ces facteurs devraient concourir à l'affaiblissement du dollar au profit de l'euro, deuxième monnaie internationale. Mais il n'en est rien, même aux plus forts moments de la crise le statut international du dollar n'a pas été fragilisé au profit de l'euro¹⁵. Son succès a même été prégnant, puisque il a assuré son rôle traditionnel de valeur refuge en temps de crise (en phase d'incertitude).

Toutes ces tendances contradictoires, que nous venons de relater, ont contribué à susciter pour nous l'intérêt d'évaluer la place et le potentiel de l'euro comme monnaie internationale de 1999 à 2009. Comme l'utilisation internationale du yen japonais est depuis 1999 en dessous de 10%, pour l'ensemble des fonctions de la monnaie internationale, notre analyse des facteurs déterminant les atouts et les faiblesses du statut international de l'euro et ses perspectives va se faire davantage en se référant à celui du dollar américain, première monnaie internationale du SMI.

Présentant un double intérêt aussi bien sur le plan national et international, le sujet que nous avons choisi contient aussi des questionnements d'actualité se rapportant :

- *Premièrement, aux attributs de la monnaie internationale et ses qualités pour réguler efficacement le SMI, fortement liés au problème de confiance collective nécessaire au développement international de la monnaie : dans notre cas l'euro ;*

¹⁴ La dépréciation de la monnaie par un assouplissement quantitatif, appelé « quantitative easing », qui renvoie au phénomène de guerre des monnaies, a pour objectif de rendre les exportations d'un pays (cas des Etats-Unis aujourd'hui) plus attractives, ainsi de stimuler son économie. Mais ce phénomène fonctionne de manière unilatéral, c'est-à-dire qu'il pénalise les autres pays (principalement les pays émergents Chine, Inde...) qui échangent avec celui-ci.

¹⁵ Lorsque les États-Unis ont perdu pour la première fois de leur histoire leur « triple A » en août 2011, et les observateurs se sont attendus à une défiance accrue vis-à-vis du dollar. Bien au contraire, les investisseurs se sont rués sur les titres de la dette américaine.

- *Deuxièmement, à la monnaie internationale qui constitue la liquidité internationale indispensable au fonctionnement du SMI, et qui requiert une régulation systémique vu la propagation des crises financières dans des marchés globalisés, car un manque de liquidité en monnaie internationale provoque immédiatement des anticipations contagieuses ;*
- *Enfin, au paradoxe se rapportant à la distribution des rôles entre l'euro et le dollar, qui demeure la même avec la survenance de la crise financière de l'été 2007, et à un système monétaire international fragile, fondé depuis plus d'un demi-siècle sur le statut hégémonique du dollar qui a été toujours contesté, mais qu'aucune monnaie n'a pu lui ravir sa place. Surtout, que cette situation est reliée également au problème d'une monnaie nationale, le dollar, servant de devise-clé, qui engendre des déséquilibres macroéconomiques, notamment la relation ambivalente Etats-Unis / Chine qui fait de la constitution de réserves de change au sein des économies émergentes un facteur d'instabilité, provoquant par conséquent un détournement d'épargne avec de forts coûts sociaux.*

L'intérêt développé ci-dessus fait appel à la problématique suivante :

Quels sont les facteurs justifiant la place de l'euro en tant que monnaie internationale de 1999 à la fin 2009 ? Quelles sont les limites et perspectives de son internationalisation ? Quelles sont les possibilités pour l'euro d'être une alternative au dollar et la monnaie de référence du SMI ?

Une analyse strictement économique ne permet pas à elle seule d'analyser et d'expliquer cette problématique de statut de monnaie internationale, et plus particulièrement de celui de l'euro qui reste derrière le dollar première monnaie internationale du SMI, d'où la nécessité d'une économie politique de monnaie internationale. En effet, le statut de monnaie internationale répond à des facteurs économiques, mais aussi à des facteurs spécifiquement politiques. Partant de cette idée, nous vérifions, par cette étude, les deux hypothèses suivantes :

- *L'euro ne présente pas encore tous les critères nécessaires au statut de monnaie internationale, ce qui justifie sa place comme deuxième monnaie internationale derrière le dollar qui reste dominant dans l'ensemble des fonctions internationales de la monnaie ;*
- *L'euro, sous l'angle économique et politique, n'offre pas aux investisseurs internationaux les mêmes garanties que le dollar, donc, il est plus une monnaie de diversification pour les réserves des investisseurs publics (banques centrales) et privés, et il pourrait devenir une alternative au dollar sans jamais accéder au statut devise clé du SMI (monnaie de référence).*

Si ces hypothèses sont vérifiées, seraient-elles la cause majeure de la préférence que continuent d'exprimer de nombreux pays, pensons à la Chine ou au Japon, pour des réserves faiblement diversifiées au profit de l'euro et principalement libellées en dollars ? S'agit-il d'une configuration de nature à se pérenniser ? Ou bien d'une situation transitoire, car le dollar pourrait être conduit à partager son leadership à moyen-terme avec l'euro, voire à se banaliser dans le cadre d'un fractionnement de l'espace monétaire international ?

En se référant à divers outils théoriques d'analyse statique et dynamique, nous adoptons une démarche par laquelle nous reprenons les propriétés théoriques auxquelles doivent satisfaire une monnaie pour obtenir le statut de monnaie internationale, et nous les comparons au rôle de l'euro sur la scène internationale depuis son lancement jusqu'à la fin 2009. Notre objectif de recherche est d'analyser les facteurs et les limites justifiant la place de l'euro comme deuxième monnaie internationale derrière le dollar, puis d'examiner les possibilités offertes par l'euro d'être la monnaie de référence du SMI et de mieux faire entendre la voix européenne sur la scène internationale. Pour ce faire, nous subdiviserons notre travail en quatre chapitres. Dans le premier chapitre, nous développerons les critères théoriques d'internationalisation d'une monnaie en se référant à deux

approches : une approche instrumentaliste¹⁶ explicative de la monnaie (orthodoxe), axant sa définition sur la monnaie en tant qu'un simple «voile» et un bien économique, permettant l'échange entre les agents économiques ; et une approche institutionnaliste (hétérodoxe), pour laquelle la monnaie est un bien collectif, fondé sur la confiance collective. Partant de ces deux approches, nous présenterons les fonctions de la monnaie internationale, leurs caractéristiques, puis nous nous arrêterons sur l'importance de la monnaie internationale pour la stabilité du SMI et les différentes monnaies qui ont joué un rôle international dans les systèmes monétaires internationaux depuis le XIX^{ème} siècle (section 1). S'inspirant des travaux des auteurs sur les propriétés auxquelles doivent satisfaire une monnaie pour obtenir le statut de monnaie internationale, nous examinerons le poids des facteurs historiques, institutionnels, économiques, géopolitiques et des phénomènes d'inertie sur le statut de monnaie clé du SMI. Puis, nous passerons en revue les avantages et les inconvénients de la monnaie internationale (section 2).

Pour tirer tous les avantages du rôle international de sa monnaie et assurer la gestion efficace des risques qui en découlent, un pays doit se doter d'une politique monétaire indépendante de la part du gouvernement et de sa banque centrale et d'une politique macroéconomique cohérente, intégrée et prudente pour assurer une croissance dynamique et durable sans déficits extérieur ni budgétaire excessifs. A cet égard, pour une analyse claire et pertinente des facteurs déterminant la place de l'euro comme monnaie internationale, sur la base du travail effectué au cours du premier chapitre, il est nécessaire, dans le deuxième chapitre, de procéder à l'identification des fondements historiques et institutionnels qui sont

¹⁶L'approche fonctionnaliste limite son analyse de la monnaie aux trois fonctions canoniques qui lui sont traditionnellement assignées. L'argent est alors considéré comme un équivalent général, « voile neutre ». Cette vision fortement restrictive de la monnaie trouve son fondement analytique dans l'histoire de la pensée économique au sein de l'œuvre d'Adam Smith dans son livre de la Richesse des nations.

à l'origine des politiques de la gouvernance économique, monétaire et financière de l'euro. Ainsi, après avoir défilé les principales étapes qui ont entraîné les européens à décider d'abandonner leurs monnaies nationales au profit d'une monnaie unique : l'euro, nous expliquerons, d'après la théorie économique standard, les approches théoriques justifiant et expliquant l'intérêt d'une monnaie unique en Europe. En particulier, nous verrons que la construction européenne s'est essentiellement réalisée par la voie économique ; l'euro s'inscrit comme une monnaie originale mais qui n'est pas attachée à une souveraineté et quasi exempte de consistance sociale et politique (section 1). Nous terminons par l'analyse des politiques de gouvernance monétaire et financière de l'euro : la politique monétaire, la politique de change et la politique budgétaire (section 2). Tous ces aspects, seront repris, dans le quatrième chapitre, pour s'interroger sur les facteurs institutionnels, économiques et politiques justifiant le développement international de l'euro (section1), puis pour identifier les limites et perspectives de l'internationalisation de l'euro, ainsi que les défis à relever, par la zone euro, pour une meilleure internationalisation de la monnaie unique (section1 et section 2). Mais avant de s'étaler là-dessus, nous considérons d'abord, dans le troisième chapitre, le développement graduel des fonctions internationales de l'euro, de 1999 à la fin 2009, tout en les comparant à l'évolution de celles des principales monnaies internationales : le dollar, le yen japonais et la livre sterling (section 1). Enfin, nous dévisagerons son utilisation en dehors de la zone euro et de l'Union Européenne par rapport au dollar (section 2).

Chapitre I

**Fondements théoriques de la
monnaie internationale**

Introduction du chapitre I

Désormais, dans notre société, la monnaie qu'elle soit nationale ou internationale, a pénétré les relations sociales, ayant même le pouvoir de métamorphoser les comportements et les personnalités. Omniprésente dans le langage, dans les images, dans l'actualité, c'est une réalité prégnante de notre quotidien. C'est également un marqueur social important des sociétés monétisées dans la mesure où l'argent homogénéise, identifie et hiérarchise les éléments. Ce faisant, elle paraît exercer une influence considérable sur des individus qui pensent le monde en termes monétaires. Langage, lien social fondamental des sociétés marchandes, source de pouvoir mais aussi d'inégalités, de liens de sujétion, de violences, de crises sociales et monétaires... Ces quelques éléments invitent à réfléchir sur la nature profonde de la monnaie internationale, qui est avant tout une monnaie nationale, ce qui implique de ne pas en rester à son apparence fonctionnelle de la théorie orthodoxe car, finalement, l'évidence ne dit rien sur ce qu'est réellement la monnaie nationale ou internationale. C'est pourquoi, adopter le point de départ de la théorie économique standard conduit assurément à abaisser la capacité de compréhension des phénomènes impliquant la monnaie (nationale et internationale), ce qui peut se révéler dommageable lorsqu'on sait que l'économie et le social repose aujourd'hui en bonne partie sur le monétaire. Dès lors, écarter ou neutraliser la monnaie, nationale ou internationale, revient d'une certaine manière à occulter ou à rejeter sciemment une partie intégrante de la réalité économique et sociale.¹ Donc, la monnaie doit être appréhendée comme une *institution* et non comme un *bien économique ordinaire*. Cette idée constitue un point de rupture majeur entre l'orthodoxie économique, incarnée par la théorie économique standard, et les courants de pensée économiques qualifiés d'hétérodoxes².

¹ Idée de Jacques SAPIR, qui souligne l'importance de réfléchir sur la nature profonde de la monnaie, eu égard au rôle prééminent qu'elle joue dans une économie de marché où les échanges sont décentralisés : « *La question de la monnaie est donc un point central si l'on part de l'hypothèse d'une société fortement hétérogène et d'une centralisation devant se réaliser ex-post, à travers des institutions ayant leur histoire et leur dynamique, alors penser la monnaie devient un exercice capital* ». Jacques SAPIR, « Les trous noirs de la science économique. Essais sur l'impossibilité de penser le temps et l'argent », Eds. Michel ALBIN, Paris, 2003, p.237.

² Idem, p.237

En outre, l'argent fait partie de ces « choses » qui existent uniquement parce que les hommes les ont créées de manière artificielle et délibérée, selon une intention spécifique. Ces choses construites socialement, qui régissent notre quotidien, résultent de la volonté humaine et sont, en ce sens, le produit de l'histoire. En d'autres termes, la monnaie n'est une composante des sociétés uniquement dans la mesure où il existe un consensus social sur son existence, sa nature et ses fonctions. De ce fait, elle a pour support fiable *la croyance* et, à plus long terme, *la confiance des individus*, ce qui pose, entre autres, le problème crucial *de la stabilité du cadre et du support de l'économie de marché*. De par sa nature, la monnaie, nationale ou internationale, doit donc toujours réaffirmer sa légitimité aux yeux des individus si elle veut rester *souveraine* car, *à défaut de reconnaissance sociale, monnaie n'est pas richesse et richesse n'est pas monnaie*.

Partant de ces réflexions, saisir la nature de la monnaie internationale, par transposition à la monnaie nationale, implique, semble-t-il, de déborder le cadre économique afin d'appréhender l'argent comme un concept, devenu institution, aux composantes à la fois politiques, sociales et économiques. De ce fait, il faut se demander, d'une part, comment la monnaie, considérée comme une composante fondamentale de la réalité économique et sociale, dépourvue de valeur intrinsèque, parvient-elle à remplir les fonctions d'unité de compte, de moyen de paiement et de réserve de valeur que les économistes lui assignent traditionnellement (section 1) ? Puis en se référant à l'analyse des approches orthodoxes et hétérodoxes, quels sont les arguments justifiant l'émergence de la monnaie internationale (section 2) ?

Section 1. Cadre théorique et conceptuel de la monnaie internationale

Comme toute monnaie, la monnaie internationale se définit par les trois fonctions de base de la monnaie : unité de compte, réserve de valeur et moyen de paiement. Mais, avant d'examiner les spécificités des fonctions de la monnaie internationale, ses caractéristiques et les critères qui sont à l'origine de son développement, nous abordons, dans cette section, les deux approches de la théorie monétaire qui ont déterminé et expliqué la notion de monnaie internationale. Nous

verrons que ces deux approches monétaires orthodoxes³ et hétérodoxes⁴, identifient la notion de monnaie internationale à partir des mêmes concepts utilisés pour reconnaître la monnaie nationale : bien économique, bien collectif et confiance.

1. La monnaie internationale dans la théorie monétaire

L'internationalisation d'une monnaie est définie de manière théorique entre une approche traditionnelle orthodoxe axant sa définition sur la monnaie en tant bien économique neutre permettant l'échange entre deux biens, et une analyse hétérodoxe pour laquelle la monnaie est un bien collectif, une institution fondatrice non marchande de la société au sein de laquelle elle circule.

1.1 L'approche orthodoxe : la monnaie internationale est un bien économique

Il s'agit d'une conception purement instrumentale de la monnaie, que l'on trouve chez Adam Smith et chez bon nombre d'auteurs depuis lors et jusqu'aux récents modèles de prospection (loi de Say, monnaie marchandise, théorie quantitative, etc.). Elle est décrite à partir d'une logique individualiste, ce qui peut être expliqué par le contexte qui a vu naître et développer l'économie, notamment avec la mise en avant de l'individu comme valeur cardinale supérieure dans nos sociétés modernes.

1.1.1 L'approche fonctionnaliste de la monnaie

Selon l'analyse orthodoxe, la monnaie est assimilée à un bien économique. L'argent est alors considéré comme un équivalent général, « voile neutre », permettant

³ Le courant orthodoxe est le courant majoritaire en économie, celui auquel adhère la majorité des économistes. Il regroupe essentiellement trois théories : la première est la théorie classique, ses précurseurs Adam Smith (1723-1790) et Ricardo (1772-1823) partisans du libre-échange ; elle analyse les principales fonctions économiques (la production, la consommation, les échanges) et se montrent confiant dans les mécanismes du marché, pour assurer les grands équilibres et la croissance économique ; la deuxième est la théorie néoclassique, inventée à la fin du XIX^e siècle, qui constitue depuis le début du XX^e siècle la théorie dominante en économie et le socle de l'ensemble des théories orthodoxes. Ses fondateurs Menger (1840-1921) et Walras (1834-1910), ils approfondissent et rénovent la pensée classique d'où son nom. Cette théorie s'appuie sur deux concepts centraux (l'utilité marginale et la loi des rendements décroissants) et qui la distingue alors des théories existantes. Les questions qui l'intéressent, entre autres : Comment se forment les prix des biens et des facteurs de production ? Comment la richesse produite est répartie entre les facteurs de production ? (salariés, propriétaires, État). Les deux pensées classique et néoclassique forment le courant libéral. La troisième théorie : la néokeynésienne, apparue à la suite de la publication par Keynes (1883-1946) de son œuvre majeure et du désir d'un certain nombre d'économistes néoclassiques alors d'insérer le message de Keynes dans le cadre néoclassique. Pour les partisans de cette théorie l'économie de marché n'est que rarement en équilibre. Pour Keynes, l'État doit intervenir dans la vie économique pour rétablir les grands équilibres. Dans sa théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie (1936), il justifie le recours au déficit public pour stimuler l'emploi.

⁴ Courant de pensée qui s'est toujours radicalement opposé au courant orthodoxe, ce courant regroupe de nombreuses théories, parfois très différentes. Les deux principaux courants de la pensée hétérodoxe aujourd'hui, qui forment plus un ensemble relativement homogène : la théorie postkeynésienne, qui s'appuie à l'origine sur les œuvres de Keynes et de Kalecki, et la théorie de la régulation, qui est apparue à la fin des années 70 pour expliquer notamment les différences observées entre la crise des années 70 et celles des années 30 et du XIX^e siècle.

de faciliter les échanges. Cette vision fortement restrictive de la monnaie trouve son fondement analytique dans l'histoire de la pensée économique au sein de l'oeuvre d'Adam Smith, « père fondateur » de l'économie politique. Ainsi, sans nier l'existence et l'utilité de la monnaie dans une économie où le travail est socialement divisé, dans le son livre I (chapitre IV) de la *Richesse des nations*⁵, Adam Smith avance implicitement l'idée selon laquelle la monnaie n'est qu'un « voile » au sens où les échanges sont réels. L'idée centrale, et historique, d'Adam Smith réside dans la double équivalence qu'il établit: d'une part entre marchandise et monnaie, et, d'autre part entre quantité de travail et marchandise. Ce faisant, *Adam Smith* instaure une vision réelle de l'économie, c'est-à-dire que les échanges peuvent être pensés en faisant abstraction de la monnaie. Il est à ce titre un précurseur de l'orthodoxie économique et monétaire.⁶

Selon cette approche la monnaie fait l'objet, d'une part, d'une demande issue des besoins des agents économiques relatifs à l'utilité de ce bien économique. D'autre part, l'offre est déterminée de manière exogène par les autorités monétaires nationales. L'analyse de la monnaie est donc microéconomiquement fondée: elle commence par une étude en termes de marché (offre et demande), et se poursuit par l'étude des services simultanés qu'elle rend, c'est-à-dire les trois fonctions traditionnelles: instrument d'échange, réserve de valeur et étalon de valeur.

1.1.2 L'approche fonctionnaliste de la monnaie internationale

Par transposition, la monnaie internationale est définie selon les mêmes principes. En tant que bien économique, la première fonction que l'approche fonctionnaliste attribue à la monnaie internationale est celle d'étalon de valeur, ou, d'unité de compte. En effet, elle permet de dénombrer les monnaies nationales entre elles, puisqu'elle est le numéraire dans lequel elles sont exprimées. Avec la monnaie internationale, il devient possible de mesurer la valeur des différents biens libellés en monnaies nationales de manière absolue ou relative. Elle s'apparente alors à un langage permettant d'homogénéiser, d'évaluer et de hiérarchiser les différents biens présents dans l'économie mondiale. Donc, de par sa fonction d'unité de compte, la

⁵ Adam SMITH, « Enquête sur la nature et les causes de la richesse des nations », Eds. PUF, Paris, 1995.

⁶ Les partisans de cette approche analysent les principales fonctions économiques (la production, la consommation, les échanges) et se montrent confiant dans les mécanismes du marché, pour assurer les grands équilibres et la croissance économique. Ils sont tous partisans du libre-échange.

monnaie internationale se veut être : une unité de mesure commune grâce à laquelle les prix individuels des différents biens et des transactions sont évalués dans un langage chiffré commun à tous les membres de la communauté internationale de paiement considérés. En tant qu'intermédiaire des échanges, elle est une monnaie véhiculaire pour le règlement des échanges internationaux,⁷ c'est-à-dire comme un intermédiaire d'échange entre deux monnaies internationales de second rang, mais aussi utilisée comme moyen d'intervention des banques centrales sur le marché des changes. A ce titre, si une monnaie nationale doit être liquide et disposer d'un pouvoir libératoire, la monnaie internationale doit également être convertible dans une autre monnaie. Donc la monnaie internationale doit être immédiatement disponible en quantité suffisante pour acquérir d'autres biens en ce qu'elle est unanimement acceptée dans les transactions internationales, et susciter la confiance en annonçant la libre convertibilité de la devise nationale à un prix fixé dans un autre actif dont la valeur ne peut pas être contrôlée par le pays émetteur concerné, le non résident est ainsi convaincu que l'émetteur ne peut déprécier la monnaie qu'il émet. Enfin, sa fonction de réserve de valeur est liée à sa capacité de conserver son pouvoir d'achat dans le temps. Pouvant être conservée pour réaliser un achat à un moment futur, la monnaie internationale offre la possibilité de transférer le pouvoir d'achat d'une période à une autre, ce qui lui confère une double dimension spécifique : elle est tout d'abord un 'lien' entre le présent et le futur ; elle est ensuite un instrument favorable à l'exercice des décisions et des responsabilités individuelles.

1.1.3 Les limites de l'analyse orthodoxe

L'analyse de la monnaie par le prisme de la théorie orthodoxe présente certaines limites, qui sont les suivantes :

- L'approche fonctionnaliste énonce les trois fonctions essentielles attachées à la monnaie, fonctions qui sont avérées, sans toutefois poser de questions substantielles. C'est là que réside sa principale faiblesse. Effectivement, à supposer que la monnaie remplit de manière effective ses trois fonctions, comment y parvient-elle sachant qu'elle se présente sous la forme de simples

⁷ J. M SHIROEN, « Finances internationales », Eds. A. Colin, Paris.1993, p.52.

morceaux de papier colorés ? Comment des individus peuvent-ils adhérer spontanément à telle ou telle forme de monnaie alors même que rien ne leur garantit, a priori, qu'il s'agit bien là, effectivement, d'une monnaie ayant un pouvoir d'achat sur l'ensemble de la société ? Il faut donc se pencher sur le processus social à l'origine de la monnaie et de son acceptation générale dans la société. Par conséquent, la monnaie doit être reconsidérée comme une institution socialement construite, préalable nécessaire au bon fonctionnement des échanges, non comme un voile neutre.⁸

- La monnaie ayant un coût de production nul, et n'étant jamais demandée pour elle-même, elle n'est pas comprise dans les préférences des individus. Un bien économique est défini par l'égalité entre son prix et son coût marginal. Le prix et le coût de production de la monnaie sont nuls. La monnaie et, par transposition la monnaie internationale, ne sont pas des biens économiques.
- L'analyse traditionnelle orthodoxe définit la monnaie par ses fonctions. Mais celles-ci se définissent elles-mêmes par le biais de la monnaie. Cette définition est donc circulaire. Pour résoudre cette impasse, il convient d'analyser la monnaie en termes de pratiques monétaires, c'est-à-dire les actes quotidiens : compter et payer des dettes. Il s'agit de la dimension monétaire préconisé par J. Blanc, 2000⁹.
- La hiérarchie des fonctions de la monnaie imposée dans cette analyse est discutable, d'abord instrument d'échanges, ensuite, réserve de valeur et finalement, unité de compte, toutes trois indépendantes les unes des autres. Une première analyse montre que la monnaie ne permet pas l'échange des biens et services mais d'un pouvoir d'achat contre une valeur équivalente en biens permettant d'éteindre une dette, celle de l'acheteur vis-à-vis du vendeur. Elle est donc en premier lieu un moyen de paiement et non un instrument d'échange. En outre, la fonction de réserve de valeur est dépendante de celle de moyen de paiement. Si les agents économiques consentent à constituer des réserves en monnaie, c'est parce qu'elle sera utilisée comme moyen de paiement à une date

⁸ Jean CARTELIER, 1996, Op.citée, p. 42-51.

⁹ J. BLANC, « Les monnaies parallèles, Coll. Logiques Économiques », Eds. L'Harmattan, Paris, décembre, 2000, p.22-24.

future. Sans ces anticipations, cette fonction n'existerait pas. Mais, cet usage dépend de la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie et de son acceptabilité par autrui. Ces deux qualités procèdent de comportements sociaux et d'une cohésion sociale autour d'une institution qu'est la monnaie. La qualité monétaire d'un instrument est moins liée à « *la généralité de son usage qu'à la socialisation des pratiques de compte ou de paiement par son biais au sein d'un groupe social déterminé* »¹⁰. Une deuxième analyse définit un cercle vertueux lié au contexte de libéralisation des marchés financiers dans les années 80 générant une exigence des agents économiques privés et publics sur la qualité de la profondeur des marchés financiers, la diversité des instruments financiers et la politique monétaire. Ainsi, les fonctions de la monnaie internationale sont de plus en plus dépendantes : « *la diversité des produits financiers dépend de la profondeur du marché, elle-même liée aux pratiques de facturation du commerce et aux libellés des financements ; les pratiques de facturation sont liées aux libellés des financements, qui sont eux-mêmes dépendants de la diversité des instruments financiers sur chaque marché* »¹¹.

- Le transfert strict des fonctions d'une monnaie nationale à une monnaie internationale est limité. En effet, il convient d'intégrer une quatrième fonction : celle de *bouclage du circuit international*¹². Cette fonction signifie qu'un pays émettant une monnaie à statut international joue le rôle d'intermédiation. Il doit donc garantir la liquidité et la solvabilité de manière à ce que le SMI soit équilibré. Ces deux obligations lui confèrent le rôle de prêteur en dernier ressort. Ainsi, pour les opérations privées, la monnaie internationale sera utilisée en tant qu'intermédiaire internationale (monnaie de détention des actifs, monnaie véhiculaire sur le marché des changes et monnaie parallèle), et pour les opérations officielles, en tant que prêteur en dernier ressort vis-à-vis des banques centrales (monnaie de réserves de change détenues par les banques centrales et gouvernements.).

¹⁰ J. BLANC, 2000, Op.citée, p.59.

¹¹ BÉNASSY-QUÉRÉ et DEUSY-FOURNIER, « La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973 », Revue du CEPII, n°59, Paris, 3^{ème} trimestre, 1994, p.110.

¹² H. BOURGUINAT, « Les vertiges de la finance internationale », coll. Thémis, Eds. Economica, Paris.1987, p. 43.

L'analyse instrumentale (fonctionnelle) de la monnaie ne dit rien sur la nature de la monnaie, les questions ayant trait à la nature profonde de la monnaie sont détournées de l'analyse. Elle est donc incomplète pour rendre compte de la totalité du fait monétaire de la monnaie, et dans notre cas, d'une monnaie internationale : comment justifie-t-elle les faiblesses d'une monnaie unique disposant de ces trois fonctions monétaires ? Ainsi, la monnaie n'est pas un fait évident qui relève de l'innée. C'est pourquoi, une réflexion essentialiste (approche hétérodoxe) de la monnaie qui tenterait d'en saisir la nature impose de se distancier de la théorie économique dominante et de franchir les limites de l'économie.

1.2 L'approche hétérodoxe : la monnaie internationale est un bien collectif fondée sur la confiance

Pour les auteurs de l'approche hétérodoxe (Hayek, 1978 ; Krugman, 1984 ; Le Quéré, 1999, G.S. Tavlas et Y. Ozeki, 1992 ; M. Aglietta et Deusy-Fournier, 1995 ; Aglietta et Orléan, 1998), essentielle au fonctionnement de l'économie de marché, la monnaie, et par transposition, la monnaie internationale doit être envisagée comme un fait institutionnel, résultat d'un processus endogène à la société et ayant des fondements à la fois économiques, politiques et sociaux. Par cette réflexion sur la construction sociale et politique de la monnaie, cette approche nous invite dans la continuité de l'analyse à se pencher sur les phénomènes *de croyance et de confiance* qui sous-tendent l'existence, *la souveraineté et la continuité de l'institution monétaire*.

La confiance collective dans la solidité de la monnaie, soulevée par l'approche hétérodoxe, est amenée par de bonnes conditions cadres dans le pays émetteur de la monnaie internationale. Parmi ces conditions une monnaie dotée de consistance sociale et politique, donc attachée à une souveraineté politique et à État-nation. *Ce détour paraît important pour la suite de notre analyse, dès lors qu'il nous permet de vérifier dans quelle mesure l'euro est une monnaie dépourvue de consistance sociale, fondant sa souveraineté sur des espérances de prospérité économique, peut s'affirmer sur les marchés internationaux ?*

1.2.1 L'approche institutionnaliste de la monnaie

Pour l'approche hétérodoxe, Penser la monnaie implique de s'écarter de l'orthodoxie monétaire et de dépasser l'économique, si l'on veut réfléchir sur sa nature en tant que support fondamental de la vie économique et sociale. Elle nous invite donc à reconsidérer la monnaie, non comme un voile neutre, mais comme une institution socialement construite, préalable nécessaire au bon fonctionnement des échanges. C'est d'ailleurs cette conception de la monnaie que soutient Jean Cartelier.¹³ *« La réhabilitation de la monnaie comme point de départ de l'économie politique est donc l'hypothèse de remplacement qu'il convient d'explorer ou de réexplorer. Dans cette perspective, la monnaie n'est pas un objet ou un bien particulier, mais un ensemble de règles. Pour bien marquer cet aspect organisationnel de la monnaie, nous parlerons également du système de paiement. La monnaie, ou système de paiement, est l'institution qui rend possible la coordination des actions économiques des individus [...] Sans elle, le marché n'est pas pensable ».*

Ainsi, la monnaie doit être appréhendée comme *une institution*, c'est-à-dire un ensemble de règles conçues pour répondre à un certain nombre de besoins. Cette partie de la réflexion intègre des éléments de philosophie de John R. Searle¹⁴. En se référant à cette réflexion, nous pouvons avancer l'idée selon laquelle John R. Searle présente la monnaie comme un « *nœud d'institutions* », au sens où son existence repose sur une multitude de faits institutionnalisés : langage, système politique et juridique, système régissant le mode d'accès à la monnaie, etc. La monnaie a de la sorte été « fabriquée » afin de répondre à un besoin économique qui, traditionnellement, est celui de faciliter les échanges. En tout cas, quelles que soient les fonctions qu'elle a pu revêtir dans le passé, ou qu'elle revêt encore aujourd'hui dans d'autres sociétés, il paraît assez évident que la raison première d'existence de la monnaie, aujourd'hui, dans les sociétés modernes, est de permettre le bon fonctionnement de l'économie de marché ; c'est ce

¹³ Jean CARTELIER, 1996, Op.citée, p.61.

¹⁴ John R. SEARLE est professeur de philosophie de l'esprit et du langage à Berkeley (Californie). Son ouvrage intitulé « *La construction de la réalité sociale* » constitue une référence bibliographique centrale de cette partie du mémoire en ce que sa réflexion, de nature philosophique, s'articule très bien avec notre projet qui est de réfléchir sur la nature profonde de la monnaie internationale, pour en faire ressortir des traits extra-économiques (mais aussi économiques !) susceptibles d'éclairer les faits réels. Ainsi, cette partie se fonde essentiellement sur son analyse de la réalité sociale. Sa démarche et la thèse qu'il défend s'inscrivent en adéquation avec les théories économiques hétérodoxes de la monnaie, en particulier celle de Michel Aglietta et André Orléan.

qui la fonde en tant que fait construit. De la sorte, son utilisation courante et continue tend à renforcer son existence en ce que les pratiques sociales concourent à valider et à consolider en permanence l'institution.

Tout compte fait, la monnaie se veut être *l'institution centrale qui permet une régulation organisée et efficace de l'activité économique et sociale*. Composante de notre réalité socialement construite au sens où l'entend John R. Searle¹⁵, elle fait intervenir un certain nombre de mécanismes et comporte plusieurs caractéristiques fondamentales propres aux faits institutionnels. Elle ne peut donc être réduite à l'état de « bien » ; elle doit être comprise comme un ensemble de règles construites qui, dans un cadre plus largement défini, forment un système de paiement complet.

Il convient de préciser que la monnaie peut revêtir des dimensions variées selon les sociétés. Ainsi, si elle occupe une place centrale dans les sociétés modernes occidentales, cela est la résultante d'une évolution historique contextuellement marquée.¹⁶ Ceci montre bien le caractère construit de la monnaie. Celle-ci n'est pas un bien ordinaire dont le fonctionnement serait universel. Sa perception, ses finalités, ses formes, etc., tout ceci doit être appréhendé comme le produit d'un processus social propre à une société donnée. Le fait que des milliers d'individus adhèrent à l'artifice monétaire relève alors, selon l'expression de Serge Latouche, de la « *fabrication sociale des personnes* »¹⁷.

Enfin, la construction monétaire ne se réalise pas seulement par la voie économique, elle doit être adossée à un à une consistance sociale et politique et donc attachée à une souveraineté politique et à État-nation. En effet, une monnaie qui fait fi de toute attache symbolique et, qui se fonde uniquement sur des éléments de nature économique, demeure une monnaie fragile car l'absence de consistance sociale et politique fait d'elle une monnaie « neutre », aux racines peu profondes. Par conséquent grandement exposée au risque de réversibilité en ce que l'économie est par nature précaire, à la différence du politique et du social. Dans cette même optique, selon la

¹⁵ John R. SEARLE, « La construction de la réalité sociale », Ed. Gallimard, Paris, 1998, p.197.

¹⁶ Certaines régions du monde semblent avoir une autre perception de l'argent, souligne Serge LATOUCHE

¹⁷ Serge LATOUCHE, « Décoloniser l'imaginaire. La pensée créative contre l'économie de l'absurde », L'Aventurine, Paris, 2003, p.55-126 : « ...Or toute culture vise avant tout à l'intégration de ses membres [...] Elle ne vise pas uniquement à une intégration imaginaire, mais aussi une intégration réelle dans la vie concrète. Elle fournit les mythes et les croyances qui contribuent à la fabrication sociale des personnes ».

conception de Jean Messiha laquelle, monnaie et souveraineté politique sont, en principe, liées. La monnaie doit être symbolisée par une communauté préexistante marquant sa souveraineté en établissant sa propre unité de compte:¹⁸ « Se polariser sur la superficie matérielle de la monnaie comme simple instrument de compte, vider cette monnaie de sa charge historique, culturelle, nationale et souveraine, est une entreprise qui porte en elle les germes de son propre échec en ce qu'elle réduit à l'extrême la notion de monnaie et néglige de fait tout lien entre monnaie et souveraineté »¹⁹. Cette pensée sur la construction sociale de la monnaie, nous conduit, dans la continuité de l'analyse, à se pencher sur les phénomènes de croyance et de confiance qui sous-tendent l'existence, la souveraineté et la continuité de l'institution monétaire²⁰.

1.2.2 L'approche institutionnaliste de la monnaie internationale

Les approches hétérodoxes élargissent la définition de la monnaie internationale sur la base du concept de confiance collective. Pour les partisans de cette approche (Hayek, 1978 ; Krugman, 1984 ; Le Quéré, 1999, G.S. Tavlas et Y. Ozeki, 1992 ; M. Aglietta et Deussy-Fournier, 1995 ; Aglietta et Orléan, 1998), le transfert des propriétés de la monnaie nationale à la monnaie internationale est réfuté. La monnaie internationale est un bien collectif, accepté par un nombre croissant d'individus. Plus une monnaie est utilisée dans les transactions internationales, plus son utilité augmente, c'est-à-dire son usage s'accroît. Elle satisfait les deux propriétés d'un bien collectif : non-exclusive et indivisible. Elle est aussi le résultat des anticipations des agents économiques entre le niveau anticipé et le niveau effectif des taux de change.

1.2.3 La monnaie internationale fondée sur le principe de la confiance collective

La confiance collective est une propriété constitutive de la formation d'une monnaie internationale. La monnaie internationale est donc une relation entre chaque agent et l'ensemble de la société puisque « la valeur de la monnaie ne tient qu'à son

¹⁸ Il semble avoir existé des cas inversés mais, à moyen terme, ceux-ci ont imploré. C'est l'idée défendue par Jean Messiha, s'appuyant sur le cas de l'Union latine.

¹⁹ Jean MESSIHA, « Souveraineté et zone monétaire optimale : construit, coïncidence ou causalité ? », document de travail MODEM, Université de Paris-X Nanterre (élaboré suite au colloque sur la monnaie qui s'est tenu à Poitiers en novembre 2001 intitulé: « Du franc à l'euro : changements et continuité de la monnaie »), p. 10, in, <http://sceco.univ-poitiers.fr>.

²⁰ Michel AGLIETTA et André ORLÉAN, « La monnaie entre violence et confiance », Eds. Odile Jacob, Paris, 2002, p. 292-293.

acceptabilité postulée par autrui »²¹, c'est-à-dire à la confiance collective des agents économique envers cette monnaie.

La confiance collective dans une monnaie est issue, d'une part, des qualités de stabilité, et d'autre part, de la prévisibilité de son pouvoir d'achat. La stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie internationale dépend de la performance du pays émetteur²² de la monnaie en matière de souveraineté et stabilité politique. Assurer de bonnes conditions de gouvernance monétaire et financière du pays émetteur préserve la stabilité interne et externe de la valeur de sa monnaie internationale, par conséquent constitue un gage de confiance qu'expriment les détenteurs de monnaie (officiels ou privés) au regard de sa valeur.

Aussi, la confiance dans la monnaie internationale est d'une part le résultat des anticipations des agents économiques entre le niveau anticipé et le niveau effectif des taux de change, c'est-à-dire de la stabilité externe de la valeur de sa monnaie. D'autre part, la confiance est fondée sur les anticipations des agents économiques que la monnaie internationale garantisse la pérennité des échanges, et que les autres coéchangistes l'accepteront en tant que moyen de paiement.

Les monnaies internationales n'étant pas en concurrence, puisque n'étant pas appréhendées comme un bien économique mais comme un bien collectif régi par des règles, elles ne sont pas soumises aux lois du «marché». Ceci exige la centralisation du pouvoir monétaire, afin d'établir des règles et de les faire respecter²³.

La production de ce bien collectif implique, par conséquent, la mise en place des principes d'action collective de manière à réguler des interdépendances économiques de plus en plus fortes dans le contexte de mondialisation et de globalisation financière²⁴. L'exigence d'instaurer une organisation internationale de gestion de la monnaie

²¹ M. AGLIETTA et DEUSY-FOURNIER, « Internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire, in cinquante ans après Bretton-Woods », Coll. CEPIL, Eds Economica, Paris, 1995, p.80.

²² G.S. TAVLAS et Y. OZEKI, « The internationalization of currencies: appraisal of the Japanese Yen », Occasional Paper, n°90, International Monetary Fund, janvier 1992, cité par : Annie CORBIN, « Statut de monnaie de réserve du dollar et seigneurage américain: Bilan et perspectives », 2000, p.13, in, <http://secco.univ-poitiers.fr/franc-euro/articles/ACorbin.PDF>.

²³ Florence FOUQUER, « Le manque de confiance collective : les limites de l'internationalisation de l'euro », Colloque CRIEF, « Du Franc à l'euro : changements et continuité de la monnaie », 14-16 novembre, 2001, Faculté d'économie et de gestion, Centre de Recherche sur les Institutions, l'Industrie et les Systèmes Économiques d'Amiens(CRIISEA), p.6, in, <http://secco.univ-poitiers.fr/franc-euro/articles/FFouquer.PDF>.

²⁴ Florence FOUQUER, 2001, Op. Citée, p6.

internationale est également motivée par la persistance d'externalités²⁵, et de comportements de nationalisme monétaire perturbant les anticipations des agents économiques sur les variations du taux de change. Il faut que ces règles s'inscrivent dans le respect des règles internationales et qu'elles soient acceptées par les États. Cependant, il ne faut pas exclure de cette institution supranationale, les acteurs privés des marchés compte tenu de leur influence sur la sphère financière internationale. De plus, les principes d'action collective doivent prendre en considération les hétérogénéités structurelles et conjoncturelles des économies nationales.

2. Cadre conceptuel de la monnaie internationale

2.1 Définition de la monnaie internationale

Une monnaie internationale est une monnaie utilisée par les résidents d'un pays qui n'est pas le pays de cette monnaie. Elle est donc utilisée dans les échanges commerciaux internationaux et dans les transactions financières et circule partout sur la planète. C'est une monnaie très largement demandée sur le marché des changes, car elle remplit les fonctions monétaires à l'échelle internationale.²⁶

2.2 Les fonctions classiques de la monnaie internationale

Les monnaies internationales, autant que les monnaies nationales remplissent trois fonctions, en tant que moyens de paiement, unités de comptes et réserves de valeur. Mais dans l'espace internationale, les autorités monétaires d'un pays sont des utilisatrices de monnaies qu'elles ne peuvent pas créer. De plus ces acteurs n'ont pas les mêmes motivations que les agents privés pour utiliser les monnaies étrangères. Il faut donc subdiviser ces fonctions en six autres si l'on prend en compte l'utilisation d'une monnaie par les secteurs privés et publics²⁷. Cette distinction entre les six destinations d'une monnaie internationale est devenue traditionnelle depuis Cohen (1971), Cooper (1975), Kenen (1983) et Krugman (1984)²⁸ (cf. tableau n°1).

²⁵ Ces externalités sont de trois ordres : la liquidité, l'instabilité des changes et la non prise en compte des interdépendances des politiques économiques dans un contexte de globalisation financière.

²⁶ Michelle de MOURGUES, « La monnaie : Système Financiers et Théorie Monétaire », 2^e Eds. Economica, Paris, 1990, p. 282.

²⁷ Florence FOUQUER, 2001, Op.citée, p. 8.

²⁸ B. COHEN, «The Future of Sterling as an International Currency », Macmillan, London, 1971; R. COOPER, « Prolegomena to the Choice of an International Monetary System », International Organization, 1975, vol. 29; P. KENEN, « The Role of the Dollar as an International Currency », G. O. Thirty, Ed, Occasional Paper (13),1983, et P. KRUGMAN,

Tableau n° 1 - Usages internationaux d'une monnaie

Fonction	Acteurs privés	Acteurs publics
Unité de compte	• Monnaie de facturation des contrats commerciaux internationaux ; • Dénomination des prix sur les marchés de matières premières • Monnaie de comptabilisation et d'émission des actifs sur les marchés financiers • Monnaie parallèle (substitution de monnaie).	• Monnaie de référence ou d'ancrage dans les divers régimes de change.
Réserve de valeur	• Monnaie de détention des actifs financiers internationaux (dépôts et prêts, placements) : monnaie parallèle (substitution de monnaie).	• Monnaie de réserve : réserves de change détenues par les banques centrales et gouvernements.
Moyen de paiement	• Monnaie véhiculaire sur le marché des changes. • monnaie parallèle : substitut à une monnaie nationale ; • Monnaie de règlement des transactions commerciales et support des opérations financières internationales.	• Monnaie d'intervention officielle sur le marché des changes ; • Monnaie véhiculaire : support des flux financiers internationaux publics.

Source : P. KRUGMAN., 1984, et Commission Européenne, cité par : Christian AUBIN et Al, « L'euro comme monnaie d'endettement international », Communication au 55ème Congrès de l'AIELF Varsovie, 21-23 mai 2007, p.2, in, [www.http://sceco.univ-poitiers.fr/recherpubli/doctravail/M2007-01.pdf](http://sceco.univ-poitiers.fr/recherpubli/doctravail/M2007-01.pdf)

« The International Role of the Dollar: Theory and Prospects in Currency and Crises », in J.BILSON et R.MARSTON, eds. Exchange Rate Theory and Practice, University of Chicago Press, 1984, cités par : Christian AUBIN, Jean-Pierre BERDOT, Daniel GOYEAU et Jacques LEONARD, « L'Euro comme monnaie d'endettement international », Communication au 55ème Congrès de l'AIELF Varsovie, 21-23 mai 2007, p.2, in, <http://sceco.univ-poitiers.fr/recherpubli/doctravail/M2007-01.pdf>

2.2.1 La fonction d'unité de compte

Une monnaie internationale sert d'unité de compte pour les agents privés pour la facturation de leurs transactions internationales dans les domaines commerciaux et financiers (facturation des exportations et des importations, libellés des émissions de titres sur les marchés financiers, libellés de concours bancaires). Cette fonction est distincte de celle de moyen de paiement dans la mesure où une transaction peut être libellée dans une monnaie puis réglée dans une autre monnaie²⁹.

Les autorités monétaires font également usage de cette fonction d'unité de compte dans la mise en œuvre de leur politique de change lorsqu'elles décident d'ancrer leur monnaie sur une monnaie internationale de référence : c'est la question du régime de changes. L'ancrage est une solution adéquate pour les petits pays ouverts ayant des liens (économiques et financiers) très forts avec un pays partenaire. Cela permet de stabiliser leurs politiques économiques domestiques. Parmi les systèmes d'ancrage, on trouve le currency board à Hongkong par exemple. S'il y a une parité fixe entre la monnaie nationale et la monnaie internationale (dollar de Hongkong et US dollar). La masse monétaire est entièrement gagée sur les régimes de changes : hausse des régimes de changes - hausse de la masse monétaire. On parle aussi des parités glissantes : système de rattachement utilisé par les pays d'Amérique latine. Il est moins rigoureux. On définit une parité, puis on prévoit un % de dépréciation par rapport à la parité annoncée. C'est une parité contrôlée. On parle de "peg".

2.2.2 La fonction de moyen d'échange

Comme moyen d'échange (ou de paiement) une monnaie internationale est utilisée par des non résidents pour les échanges commerciaux et les mouvements de capitaux. Les agents privés utilisent une monnaie internationale comme un véhicule, c'est-à-dire comme un intermédiaire d'échange entre deux monnaies de second rang. Ainsi les transactions entre le Brésil et la Thaïlande sont éclatées en real/dollar et dollar/baht. De

²⁹ Hubert ESCAITH et Carlos QUENAN, « Émergence de l'euro: implications pour l'Amérique latine et les Caraïbes », Série Estudios y Perspectivas, Mexique, D.F., mai, 2004, p.12.

leur côté, les autorités monétaires utilisent également les monnaies internationales comme moyen de paiement dans leurs interventions sur le marché des changes³⁰.

2.2.3 La fonction de réserve de valeur

En tant que réserve de valeur, une devise internationale permet tant au secteur public qu'au secteur privé de conserver la valeur de leur épargne. L'objectif des investisseurs privés est d'atteindre l'équilibre idéal entre rendement et diversification des risques. Quant au but poursuivi par le secteur public, il dépendra du régime de taux de change qui est adopté. Comme les investisseurs privés, les pouvoirs publics peuvent viser l'optimisation de leurs réserves, ou poursuivre au contraire une politique de gestion des taux de change³¹.

Comme réserve de valeur, une monnaie internationale est utilisée par les agents privés dans le but de préserver la valeur de leurs avoirs (liquidités, titres ; dépôts, prêts transfrontaliers, placements). Ces derniers effectuent des placements dans des avoirs libellés dans différentes monnaies internationales dans le cadre de stratégies d'optimisation du couple risque-rendement. Quant aux autorités monétaires, elles gèrent la composition de leurs avoirs de change (réserves des banques centrales) en fonction, d'une part, de leur objectif d'optimisation du couple risque-rendement, et d'autre part, de la nature de leurs interventions sur le marché des changes³².

2.3 Le rapport entre les fonctions de la monnaie internationale

Les trois fonctions d'une monnaie internationale : unité de compte, moyen d'échange et réserve de valeur et de financement sont séparables mais inter-dépendantes.

2.3.1 Divergence entre le développement des fonctions de la monnaie internationale

Les fonctions publiques et privées d'une monnaie spécifique peuvent se développer de manière inégale. Une devise peut être utilisée comme instrument d'échange, mais ne servir que rarement aux interventions publiques sur les marchés

³⁰ Idem, p.12.

³¹ Hubert ESCAITH et Carlos QUENAN, mai 2004, Op.citée, p.12.

³² Idem, p.12.

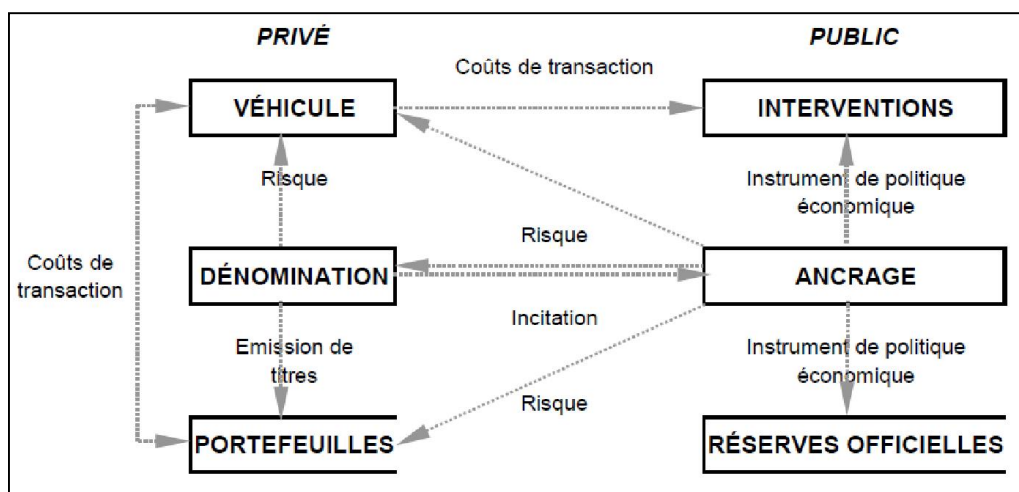
des changes. Une grande partie du commerce d'un pays peut être facturée dans une monnaie spécifique, alors que celle-ci ne sert pas de monnaie d'ancrage. Par ailleurs les réserves officielles seront libellées dans une monnaie spécifique seulement si les autorités monétaires veulent stabiliser les taux de change par rapport à cette monnaie, quelle que soit la composition des portefeuilles privés³³.

Le degré d'utilisation d'une monnaie internationale par un pays peut être très différent selon le développement de ses différentes fonctions. Ainsi le dollar peut être choisi comme ancre par les autorités monétaires en raison du poids écrasant des marchés financiers américains, tandis que les opérations commerciales du même pays sont libellées dans d'autres monnaies. Il est possible de hiérarchiser ces fonctions ; la fonction de moyen de paiement international est souvent considérée comme la plus importante³⁴.

2.3.2 Interdépendance entre les fonctions de la monnaie internationale

Les fonctions d'une monnaie internationale se renforcent et se complètent mutuellement, selon différentes configurations. Schématiquement, l'interaction entre les différents usages peut circuler par différents canaux³⁵ (cf. figure n°1).

Figure n°1. Principales synergies entre les fonctions monétaires internationales



Source : A. BÉNASSY-QUÉRÉ, B. MOJON et A-D. SCHOR, « The international role of the euro », Document de travail, n° 98-03, CEPII, Paris, 1998, cité par Hubert ESCAITH et Carlos QUENAN, Op.citée, p.13.

³³ H. BOURGUINAT, « La concurrence des monnaies véhiculaires : vers le polycentrisme monétaire ? En Croissance, échange et monnaie en économie internationale », Economica, Paris.1985, p. 45.

³⁴ H. BOURGUINAT, 1985, Op.citée, p. 46.

³⁵ A. BÉNASSY-QUÉRÉ, B. MOJON et A-D. SCHOR, « The international role of the euro », Document de travail, n° 98-03, CEPII, Paris.1998, cité par Hubert ESCAITH et Carlos QUENAN, Op.citée, p.13.

2.3.2.1 Internalisation et coûts de transaction de la monnaie internationale

A. Internalisation d'une monnaie de la monnaie internationale

C'est le résultat de synergie logique entre les trois fonctions de la monnaie internationale. Les trois fonctions se renforcent donc mutuellement de manière logique. Ainsi si une monnaie est utilisée dans la facturation commerciale (unité de compte) et la détention d'actifs financiers (réserve de valeur), la probabilité en est d'autant plus forte qu'elle soit utilisée en tant que moyen de paiement. Par ailleurs l'utilisation d'une monnaie comme ancrage³⁶ du taux de change (unité de compte) facilitera l'usage de celle-ci dans le commerce extérieur et les contrats financiers.

B. Coûts de transaction de la monnaie internationale

Lorsqu'une devise internationale a un marché qui est à la fois vaste et important, les coûts³⁷ de transaction y sont réduits, ce qui incite les autorités monétaires à utiliser cette monnaie pour ses interventions, et accroît la probabilité que les investisseurs privés détiennent des éléments d'actifs libellés dans cette devise.

2.3.2.2 Emissions de titres

La fonction dénominateur détermine l'offre de titres ; la disponibilité d'actions et obligations dans une certaine monnaie est nécessaire si celle-ci souhaite s'étendre en tant que réserve de valeur ou moyen de paiement.

2.3.2.3 L'impact des incitations et instruments politiques sur le développement des fonctions de la monnaie internationale

Le développement de l'une des fonctions de monnaie internationale, ou son utilisation comme instrument politique par les autorités monétaires, peut inciter les autorités monétaires à développer une autre fonction.

A. L'impact des incitations politiques

Les autorités monétaires seront incitées à rattacher leur monnaie à une monnaie internationale si une grande partie des échanges et des flux de capitaux se

³⁶ Monnaie de référence dans les divers régimes de change.

³⁷ Écart entre les cours acheteur et vendeur.

déroulent dans cette devise (car ce rattachement tendra à protéger l'économie nationale contre des fluctuations de taux de change pernicieuses).

B. L'impact des instruments politiques

Lorsqu'une monnaie internationale est utilisée comme monnaie d'ancrage (monnaie de référence pour le taux de change), il est nécessaire de détenir des réserves officielles et d'intervenir dans cette monnaie afin de défendre l'ancrage.³⁸

2.3.2.4 Risque de change

Si une monnaie est utilisée comme référence internationale, cette situation tendra à inciter les acteurs économiques à libeller les échanges internationaux et les flux de capitaux dans cette devise, ainsi qu'à détenir des actifs libellés dans cette devise, en tant que réserve de valeur ou qu'instrument de paiement. Ceci tient au fait que le risque de fluctuations des taux de change est réduit, ce qui rend les opérations de couverture moins onéreuses ou moins nécessaires.³⁹

3. La monnaie internationale et stabilité du Système Monétaire International

Comme nous l'avons constaté précédemment, une monnaie internationale est un moyen de paiement utilisé par les résidents d'un pays qui n'est pas le pays de cette monnaie. Elle est donc utilisée dans les échanges commerciaux internationaux et dans les transactions financières et circule partout dans toutes les économies. Ainsi, pour les opérations privées, la monnaie internationale sera utilisée autant qu'instrument d'intermédiation internationale et, pour les opérations officielles comme réserves de change (ce qui conduit à son utilisation comme monnaie d'intervention sur le marché de change). Il s'agit de la quatrième fonction de la monnaie internationale : le bouclage du circuit monétaire international, qui suppose le rôle du prêteur en dernier ressort du pays émetteur de la monnaie internationale vis-à-vis des banques centrales. Cette fonction signifie que ce pays doit garantir la liquidité et la solvabilité de manière à ce que le SMI soit équilibré. Son importance apparaît notamment dans les périodes de turbulences financières, car la liquidité des marchés financiers et la confiance des investisseurs sont assurées par l'existence d'une institution disposée à jouer le rôle de " *prêteur en*

³⁸ www.europarl.europa.eu/fr

³⁹ Idem

dernier ressort ", voire, dans certaines conditions, " *d'assureur ultime* ", injectant les liquidités ou organisant le sauvetage d'établissements menacés d'insolvabilité⁴⁰. Dès lors, la disponibilité de la monnaie internationale en quantité suffisante est primordiale pour le fonctionnement et l'équilibre du système monétaire international.⁴¹

Ainsi, la compréhension de la relation entre le fonctionnement du SMI et la monnaie internationale est très importante dans notre analyse, dans la mesure où nous allons vérifier, d'une part si l'euro assure cette fonction de bouclage du circuit monétaire international, et d'autre part, si la BCE joue rôle du prêteur en dernier ressort. Dans ce qui suit nous présentons cette relation entre la monnaie internationale et le SMI, pour se faire nous passons d'abord en revue la définition du SMI, son intérêt, ses caractéristiques, puis l'importance de la monnaie internationale pour le SMI, et nous terminons par la présentation des différentes monnaies qui se sont succédé à travers les différents SMI.

3.1 Eléments de définition du SMI

3.1.1 Définition du SMI

Le Système monétaire international est défini comme étant " un ensemble de règles définissant les rapports entre les cours des différentes monnaies et assurant l'approvisionnement en liquidités internationales. Un système monétaire international (SMI) est donc un ensemble de règles visant à organiser et à contrôler les échanges monétaires entre les pays. Ces règles vont devoir définir un certain nombre de points à savoir : un régime de change, un approvisionnement du monde en liquidités internationales, un système de réserves - objet de notre étude - et des mécanismes de réajustement. Les relations monétaires actuelles organisées autour du flottement des monnaies et de l'hégémonie du dollar, définissent, au même titre que l'étalon-Or ou le Gold Exchange Standard, un " système monétaire international ".⁴²

⁴⁰ Jacques Le CACHEUX, « L'euro, monnaie internationale ? », Les cahiers français, n° 297(07/2000), p.8, in, <file:///F:/prépa/prépa2/cours/90%paiements/93L'euro,monnaieinternationale.HTM>

⁴¹ H. BOURGUINAT, 1987, Op.citée, p 43-45.

⁴² Jean-Pierre FAUGERE et Colette VOISIN, « Le système financier et monétaire international : Crises et mutations », Eds Nathan, Paris, 1993, p. 43.

3.1.2 Intérêt d'un SMI

Un SMI devient indispensable dès lors que le développement des échanges internationaux se traduit par un accroissement des relations monétaires entre pays. L'explosion des échanges internationaux produit deux conséquences : des déficits ou des excédents selon les pays.⁴³ Ces déséquilibres commerciaux provoquent des variations des taux de change de leur monnaie sur le marché des changes. Au-delà de l'impact des échanges commerciaux sur la valeur d'une monnaie, des phénomènes de spéculation entraînent également d'importantes fluctuations des taux de change. Dans la mesure où ces mouvements de taux de change pénalisent fortement les échanges de biens et de services, certains pays ont jugé préférable de s'entendre pour assurer une certaine stabilité du taux de change entre les monnaies respectives. Ainsi l'intérêt du SMI est de permettre une coopération économique entre les pays⁴⁴.

3.1.3 Les caractéristiques d'un SMI

Un système monétaire international se caractérise toujours par trois éléments : un système de change, un étalon de référence et des liquidités internationales.⁴⁵

3.1.3.1 Système de change

Il décrit la façon dont les cours des monnaies peuvent varier. Comme l'objectif d'un SMI est d'assurer une certaine stabilité aux taux de change, le système de change ne peut pas être régi par un système de changes flottants où les cours se déterminent uniquement par le jeu des offres et des demandes sur le marché des changes. Pour répondre à l'objectif principal du SMI, il y a donc nécessité d'une intervention des banques centrales sur le marché des changes visant à orienter les cours de change de leur monnaie dans le sens souhaité. Le système de change peut être parfaitement fixe et les banques centrales, qui gèrent chacune leur monnaie nationale, doivent maintenir la parité de leur monnaie. Ainsi, dans ce système, la banque centrale achète sa

⁴³ Le cas le plus typique étant la relation sino-américaine : le déficit des États unis produit pour une grande part l'excédent chinois.

⁴⁴ A l'opposé des événements qui ont marqué les années 1930 où chaque pays s'est replié sur lui-même en limitant la convertibilité externe de sa monnaie – ce qui a entraîné un problème de liquidité internationale et contribué à faire baisser le commerce international. L'autre aspect de la politique économique des pays développés dans les années 1930 est d'avoir pratiqué des dévaluations compétitives. Cependant, tous les pays ayant dévalué leur monnaie pour favoriser leurs exportations ont vu finalement ces dévaluations s'annuler les unes les autres, rendant celles-ci inefficaces et produisant même un effet négatif sur le commerce mondial qui a chuté fortement.

⁴⁵ Jean-Pierre FAUGERE et Colette VOISIN, 1993, Op.citée, p.44.

monnaie et vend des devises lorsque le cours de sa monnaie se déprécie sur le marché des changes afin de compenser ce phénomène. Mécaniquement, en achetant sa monnaie.

3.1.3.2 Étalon de référence

La notion de change fixe est liée à l'existence d'un *étalon de référence*, c'est-à-dire d'une unité de mesure commune entre les monnaies dont les cours sont stables.

3.1.3.3 Liquidités internationales

La dernière caractéristique d'un SMI est de produire des liquidités internationales, suffisamment abondantes pour faire face à l'évolution du commerce extérieur, avec tout ce qu'il peut engendrer comme décaissements. Il s'agit d'un ensemble de moyens de paiements internationaux dont disposent les pays pour financer leurs déficits de balance des paiements – plus précisément la balance courante. Il s'agit principalement de l'or et des réserves de change, celles-ci étant composées des devises qui sont acceptées et recherchées dans le monde entier comme le dollar – de moins en moins – ou l'euro – de plus en plus.

3.2 La relation entre la monnaie internationale et le Système Monétaire International

Partant de la troisième caractéristique d'un SMI et de ses deux objectifs principaux SMI, nous constatons de manière claire la relation entre ce dernier et la monnaie internationale. En effet, l'une des caractéristiques du SMI est de produire des liquidités internationales, suffisamment abondantes pour faire face à l'évolution du commerce extérieur, avec tout ce qu'il peut engendrer comme décaissements. Ses deux objectifs principaux sont : faciliter les échanges internationaux et de venir en aide aux pays qui connaissent des difficultés de paiements – c'est-à-dire ceux qui ont un important déficit de la balance courante (solde des flux monétaires d'un pays comprenant la balance commerciale, la balance des revenus et la balance des transferts courants) – et qui seraient tentés par des mesures protectionnistes. Dès lors, apparaît l'importance pour tous les pays, de l'accroissement, voire la création de moyens de

paiements internationaux (liquidité internationale) qui facilitent les échanges internationaux et le financement de leurs déficits de la balance courante⁴⁶.

D'ailleurs, selon la théorie de la « stabilité hégémonique » la stabilité du SMI est conditionnée par l'existence d'une devise clé ou hégémonique⁴⁷. Cette question fait l'objet de débats. Toujours est-il que détenir une devise clé s'avère primordial dans le concert mondial. En effet, l'économie mondiale a besoin d'une monnaie internationale, car en son absence, on serait comme en situation de troc, avec les deux principaux inconvénients qu'une telle situation présente : la nécessité de la coïncidence des besoins et la question de la multiplicité des prix ; donc le poids des coûts de transaction.

3.3 Historique des monnaies internationales à travers les différents SMI depuis le XIX^{ème} siècle

Après la monnaie d'Alexandre le Grand largement utilisée en Asie mineure au III^{ème} siècle avant J-C, plusieurs monnaies internationales ont assurée la liquidité du système monétaire international : le florin et la livre sterling au XIX^{ème} et durant la première moitié du XX^{ème} siècle, la livre sterling, le dollar et le franc français durant l'entre-deux-guerres, puis le dollar seule monnaie liée à l'or durant le système de Bretton Woods (1944-1971). Depuis 1971, la fin du système de Bretton Woods, le dollar continue à être la monnaie pivot du système monétaire internationale, si bien que d'autres monnaies, comme le yen japonais et l'euro, lui font concurrence.

3.3.1 La monnaie internationale de l'Étalon-Or (jusqu'en 1914)

Au cours du XIX^{ème} siècle, l'or est petit à petit devenu la monnaie de référence pour chaque nation : Il circule à l'intérieur des pays et sert de moyen de paiement au niveau international. Dans ce système, toutes les monnaies sont définies par rapport à l'or, ce rapport étant fixe. En réalité, c'est la livre sterling qui devient la monnaie de référence à cette époque, la monnaie internationale. *Pourquoi ?* Avec la révolution industrielle en Grande Bretagne, puis dans les autres pays occidentaux, on assiste à un

⁴⁶ Jean-Pierre FAUGERE et Colette VOISIN, 1993, Op.citée, p.45.

⁴⁷ Fabien LABONDANCE, « Le rôle internationale de l'euro », De Boeck Université, Reflets et perspectives de la vie économique, n° 2010 /4, Tome XLIX, p .53, in, <http://www.cairn.info/revue-reflets-et-perspectives-de-la-vie-economique-2010>.

développement de la production et des échanges : on a donc de plus en plus besoin de monnaie pour régler les transactions et pour accumuler des réserves. Cependant, la quantité d'or disponible, bien qu'en accroissement, est alors insuffisante. On va donc se servir de la livre sterling comme moyen de paiement, car tout le monde à cette époque a confiance en cette monnaie : elle est celle d'un pays fort, en plein développement, elle est sûre et sa définition par rapport à l'or est stable⁴⁸.

3.3.2 La monnaie internationale de l'entre-deux-guerres

A l'issue de la Première Guerre mondiale, les rapports de force se sont modifiés : les États-Unis ont bénéficié de la guerre en tant que fournisseur d'arme et de biens aux pays belligérants, si bien qu'ils deviennent créiteurs du reste du monde⁴⁹. Autrement dit, les autres pays se sont endettés vis à vis des États-Unis, qui ont ainsi accumulé des stocks d'or importants. La Grande Bretagne quant à elle, entame son déclin du fait des conséquences de la guerre, même si elle reste la première place financière du monde.

En 1922, la Conférence de Gênes tente de remettre les finances internationales en ordre et de revenir au système de l'étalon-or d'avant 1914. C'est cependant impossible : les quantités d'or sont maintenant tout à fait insuffisantes, les pays doivent donc se servir de monnaies nationales comme instruments de règlement. Il y a à ce moment deux pays dominants, les États-Unis et la Grande-Bretagne, plus la France qui possède un grand empire colonial. Durant l'entre-deux-guerres ainsi, il y a trois monnaies internationales, ce qui renforce la domination de chaque pays dans sa sphère d'influence (zone sterling, zone dollar, zone franc).

3.3.3 La monnaie internationale du système de Bretton Woods (1944-1971)

Après la Seconde Guerre mondiale, les États-Unis renforcent leur position dominante. Encore une fois, ils ont été les fournisseurs des pays alliés, ce qui leur a permis d'accumuler de forts excédents commerciaux : à la fin de la guerre, ils détiennent ainsi les 3/4 du stock mondial d'or. En 1944, lors de la Conférence de Bretton Woods, les États-Unis sont donc en position de force : ils repoussent le plan

⁴⁸ « Le statut de monnaie internationale », p.4, in, www.dessertationoboulo.com

⁴⁹ Idem, p.10.

Keynes qui consiste à mettre en place une monnaie internationale non liée à un pays, le bancor, et lui préfèrent le plan White, qui consacre la suprématie du dollar. Le dollar, seule monnaie liée à l'or, devient alors l'unique monnaie internationale⁵⁰.

Dans les premières années, le système fonctionne bien. A partir de 1958 cependant, des dérèglements voient le jour : les déficits américains apparaissent, amplifiés par la guerre du Vietnam, et de plus en plus de dollars circulent à l'extérieur des États-Unis. En août 1971, Nixon décide de décrocher le dollar de l'or, mettant fin au système de Bretton Woods.

3.3.4 La monnaie internationale depuis 1971

Malgré la fin du système de Bretton Woods, le dollar continue à être la monnaie internationale. En effet, les États-Unis sont toujours la première puissance politique et économique du monde, si bien que malgré l'essor de nouveaux acteurs comme l'Europe et le Japon, le dollar reste la première monnaie mondiale. Avec l'apparition de la monnaie européenne, de grandes ambitions naissent : l'euro peut-il devenir une monnaie internationale et une alternative au dollar ?

Conclusion de la section 1

Selon l'approche hétérodoxe, la compréhension de la nature de la monnaie internationale en tant qu'artifice nécessite de dépasser les fonctions économiques (moyen de paiement, réserve de valeur et unité de compte) de l'approche orthodoxe, et de se pencher sur les phénomènes de croyance et de confiance qui la fondent. Ainsi, la construction monétaire ne se réalise pas seulement par la voie économique, elle doit être adossée à une consistance sociale et politique. Dès lors, la monnaie internationale est considérée un moyen de paiement international et un bien collectif fondé sur la confiance, produit et réglementé par le système monétaire international en vue de garantir la liquidité et la solvabilité des échanges internationaux. Depuis 1971, la fin du système de Bretton Woods, le dollar continue à être la monnaie pivot du système monétaire international, si bien que d'autres monnaies comme le yen japonais et l'euro lui font concurrence. Mais quels sont, pour une monnaie, les qualités nécessaires pour l'accès au statut de monnaie internationale ?

⁵⁰ « Le statut de monnaie internationale », p.5, in, www.dessertationoboulo.com

Section 2. Le statut de monnaie internationale : conditions pérennes, gains et coûts

L'existence d'une monnaie internationale se justifie par le développement des changes multilatéraux des agents économiques qui cherchent à équilibrer leurs achats et leurs ventes de devises. Dès lors, plusieurs monnaies sont en compétition pour le statut de monnaie internationale. Alors, quels sont les critères déterminant le statut de monnaie internationale ? C'est autour de cette question que nous développons le contenu de la présente section.

Plusieurs arguments ont été évoqués pour expliquer l'émergence d'une monnaie sur le plan international. L'un repose, comme nous l'avons présenté dans la section précédente, sur l'approche orthodoxe et 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 États-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 le critère de confiance en un certain nombre de prérequis développés par l'approche hétérodoxe (Tavlas et Ozeki, 1992)¹. A cet égard, en se référant à cette dernière, nous présentons dans ce qui suit, de manière exhaustive, les différents facteurs déterminant le développement et la solidité d'une monnaie sur la scène internationale (Cf. tableau n°2). Puis, nous terminons en passant en revue les avantages et les inconvénients de la monnaie internationale.

¹ G.S. TALVAS et Y. OZEKI, « The internationalization of currencies: appraisal of the Japanese Yen », Occasional Paper, n°90, International Monetary Fund, janvier, 1992, cité par : Annie CORBIN, « Statut de monnaie de réserve du dollar et seigniorage américain: Bilan et perspectives », 2000, p.13, in, <http://sceco.univ-poitiers.fr/franc-euro/articles/ACorbin.PDF2000>.

Tableau n°2. Facteurs déterminant le statut de monnaie internationale		
Conditions préalables au statut de monnaie internationale	- Acceptabilité-liquidité de la monnaie - Stabilité-prédictibilité de la monnaie	- « résilience » de son marché (capacité à résister et à absorber les chocs) et Etendue de son champ d'action ; - Confiance des agents en monnaie.
Autres déterminants du statut de la monnaie internationale	- Le contexte économique du pays émetteur	-Taille de l'économie et son poids dans le commerce mondial ; -Taux de croissance de l'économie.
	-Choix des politiques macroéconomiques	- Stabilité de la valeur interne de la monnaie du pays émetteur (inflation) ; - Stabilité de la valeur externe de la monnaie du pays émetteur (taux de change) ; - Stabilité de la position extérieure nette du pays émetteur.
	-Facteurs financiers : prédominance du marché de capitaux les plus développés	- Marché financier organisé et suffisamment dérèglementé (bourse, marché dérivé, etc.) ; - Marché financier profond (taille, variété d'échéance et de titres, actifs à rendements élevés) ; - Marché financier large (ouvert à tous) ; - Marché financier stable et liquide ;
	-Contexte géopolitique de l'État	- Influence de la puissance politique du pays émetteur ; - La politique internationale et l'attitude de la banque centrale du pays-émetteur ; - L'organisation de la gouvernance monétaire et financière du pays émetteur ;

	- Poids des phénomènes d'inertie et d'hystérèse	- Effet d'hystérèse² ou de cliquet ; - Economies d'échelle (baisse des coûts de transaction) ; - Externalités liées aux effets de réseau (mimétisme).
Source : Synthèse réalisée à partir des références bibliographiques		

1. Les conditions préalables au statut de monnaie internationale

Afin de développer son statut de monnaie internationale, une monnaie doit requérir préalablement deux attributs : l'acceptabilité-liquidité et la stabilité-prédictibilité (Hayek, 1978,³ Bourguinat 1987⁴, Aglietta et Deusy-Fournier 1995⁵). Le premier signifie que la monnaie internationale doit disposer d'un marché « large, vigoureux et disposer d'une forte résilience ». Ainsi, elle pourra défendre d'autant plus fermement sa valeur externe en cas de chocs d'offre et de demande. Mais, cet attribut est insuffisant car des effets de réseaux et des économies d'échelle favorisent le maintien de la monnaie internationale dominante sur certains segments du marché, par exemple le marché des changes (Le Quéré, 1999)⁶. Le deuxième signifie que l'internationalisation d'une monnaie sera d'autant plus élevée que sa stabilité (stabilité interne et externe) sera forte et par conséquent, la confiance collective des agents économiques acquise.

1.1 Acceptabilité-liquidité de la monnaie internationale

1.1.1 Acceptabilité de la monnaie internationale

La notion d'acceptation de la monnaie repose sur la confiance⁷. Cette dernière constitue un facteur essentielle pour déterminer la solidité d'une monnaie interna-

² Terme désignant des effets qui persistent même après la disparition de la cause. L'hystérèse, reflète l'inertie qui affecte les décisions des pays et des individus, indépendamment de tout autre facteur économique.

³ F. HAYEK, « Denationalization of Money. The Argument Refined. An Analysis of the Theory and the Practice of Concurrent Currencies », 2nd Eds, London, IEA, 1978, cité par Florence FOUQUER, 2001, Op.citée, p.2.

⁴ H BOURGUINAT, 1987, Op.citée, p.45.

⁵ M. AGLIETTA et Deusy-FOURNIER, « Internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire, in Cinquante ans après Bretton-Woods », Coll. CEPII., Eds Economica, Paris, 1995, p.80.

⁶ F. Le Quéré, « Les sources de l'internationalisation de l'euro », in Revue d'économie financière, n° 52, Eds. Montchrestien, Paris, mars, 1999, p.31-35.

⁷ Expression de M. AGLIETTA et Deusy-FOURNIER, 1995, Op.citée, p.80 « la valeur de la monnaie ne tient qu'à son acceptabilité postulée par autrui ».

tionale, ceci parce qu'aucune institution internationale n'est capable d'imposer l'utilisation d'une monnaie particulière dans les transactions mondiales.

Ainsi, une monnaie doit être perçue comme solide par les participants au marché. De bonnes conditions cadres dans le pays émetteur de la monnaie internationale peuvent amener cette confiance dans la solidité de la monnaie⁸ : par exemple, une stabilité politique et sociale, une banque centrale crédible assurant la stabilité des prix (une faible inflation), des autorités de surveillance bancaires et anti-trust, une charge fiscale modérée, une main d'œuvre qualifiée, un bon fonctionnement de la justice et une faible criminalité.

Mais, la monnaie internationale est-elle nécessairement une monnaie forte⁹ ? En tant que monnaie internationale remplissant la fonction réserve de valeur, la monnaie internationale ne doit pas voir sa valeur décliner par rapport aux autres devises : cette aptitude est souvent mesurée par la faiblesse du taux d'inflation. Mais la stabilité des taux de change est aussi liée à la cohérence et à la crédibilité des politiques économiques des pays concernés, à la confiance que les agents privés ont en celles-ci.

De ce fait, les autorités monétaires du pays dont la monnaie est internationale sont incitées à préserver la confiance des investisseurs, afin d'éviter les crises de balance des paiements et les fortes fluctuations de change qui en découlent. Si ces autorités parviennent à la préserver, on doit alors observer une demande importante dans la monnaie concernée : cela induirait donc un biais en faveur d'une appréciation structurelle de la monnaie.

L'argument de la monnaie forte est néanmoins contestable, car une monnaie ne peut devenir réserve internationale de valeur que si l'offre d'actifs dans cette monnaie est suffisante. Ces actifs peuvent par exemple être créés par un déficit de la balance des paiements courants¹⁰. Dans ce cas, les réserves internationales sont la contrepartie du crédit international dans cette monnaie, et non d'une réelle demande dans la devise.

⁸ Florence FOUQUER, novembre 2001, Op.citée, p.7.

⁹ « Le statut de monnaie internationale », p.12, in, www.dessertationoboulo.com

¹⁰ Sur ce point, voir ce qui suit, p.50-56. Le solde de la balance des paiements courants traduit la position financière d'un pays par rapport au reste du monde. Un pays disposant d'un déficit de ses paiements courants est un pays qui emprunte au reste du monde.

En définitif, une monnaie peut acquérir un statut international à la fois par l'offre et par la demande. C'est pourquoi la monnaie internationale n'est pas nécessairement une monnaie forte.

1.1.2 Liquidité de la monnaie internationale

Une monnaie internationale doit être aussi liquide¹¹, c'est-à-dire une monnaie immédiatement disponible en quantité suffisante dans les pays les plus lointains. N'importe quel paiement doit pouvoir être effectué en n'importe quelle destination, ce qui implique que le système bancaire du pays émetteur d'une monnaie internationale doit être présent sur les cinq continents. Les transactions internationales étant de plus en plus importantes en volume, ceci implique que le pays émetteur de la monnaie internationale accepte que des quantités croissantes de sa monnaie passent sous contrôle étranger. Cela n'est acceptable pour lui que si une certaine proportion est maintenue entre ces encaisses internationales et d'autres indicateurs représentatifs de sa propre puissance internationale¹². Ainsi dans le cas des États-Unis, jusqu'à 1980, on a souvent fait remarquer que son déficit externe ne représentait qu'un faible pourcentage de son produit global. On ne pourrait dire autant pour un pays d'importance moyenne ou même pour un grand pays fortement dépendant de l'extérieur qui ne pourrait pas avoir à l'égard du comportement des détenteurs internationaux de sa monnaie, la sérénité, voire parfois l'indifférence apparente des USA¹³.

Notons que les deux notions sont complémentaires : une monnaie ne peut être liquide que si elle est acceptée

1.2 Stabilité-prédictibilité de la monnaie internationale

Une monnaie internationale doit convaincre tous les utilisateurs étrangers potentiels de la stabilité de sa valeur et de sa prévisibilité¹⁴.

¹¹ Deux critères doivent être retenus : stabilité-prédictibilité et acceptabilité-liquidité de la monnaie ; H. BOURGUINAT, Op.citée, 1987, p 45.

¹² Voir ce qui suit, p.50-56.

¹³ « L'euro : forces et faiblesses face au dollar », in, www.dessertationoboulo.com, p. 17.

¹⁴ H. BOURGUINAT, 1987, Op.citée, p.45.

1.2.1 Stabilité de la monnaie internationale

Une monnaie peut servir d'unité de compte et de moyen de paiement uniquement si sa valeur est stable. Son prix devra procurer par rapport aux autres monnaies, une information suffisante aux agents économiques, de manière à leur éviter d'entreprendre des investigations coûteuses.

1.2.2 Prédicibilité de la monnaie internationale

La valeur de la monnaie (exprimée en quantité de biens et services) doit être considérée comme prévisible. Des pertes de pouvoir d'achat ou des fluctuations excessives de prix tendent à freiner l'utilisation d'une monnaie. Si une monnaie est vue comme une réserve de valeur viable dans les époques d'incertitude générale, elle attirera également les investisseurs lorsque ces périodes d'incertitudes prendront fin.

Les États peuvent essayer de susciter la confiance en annonçant la libre convertibilité de la devise nationale à un prix fixé dans un autre actif dont la valeur ne peut pas être contrôlée par le pays émetteur concerné, par exemple en or ou dans une autre monnaie. Le détenteur étranger est ainsi convaincu que l'émetteur ne peut déprécier la monnaie qu'il émet. La convertibilité de la monnaie du pays est donc fondamentale à l'internationalisation d'une monnaie. Des restrictions apportées à la possibilité d'échanger une monnaie contre d'autres monnaies limitent grandement l'utilisation internationale d'une monnaie. A la fin de la seconde guerre mondiale, tous les pays à l'exception des États-Unis restreignaient la convertibilité de leurs monnaies. Pour de nombreuses monnaies européennes cette inconvertibilité s'est maintenue jusqu'au milieu des années 50, ce qui a contribué à renforcer l'usage du dollar dans le commerce international.

2. Les facteurs déterminant l'usage international d'une monnaie

Comme on l'a précisé précédemment, afin de développer son statut de monnaie internationale, une monnaie doit requérir préalablement deux attributs : l'acceptabilité-

liquidité et la stabilité-prédictibilité Bourguinat (1987)¹⁵. Néanmoins, une monnaie ne saurait se suffire de ces critères pour répondre au statut de monnaie internationale. Différents déterminants entre également en compte¹⁶.

L'utilisation internationale d'une monnaie nationale ne se décrète pas ; elle s'impose petit à petit, comme guidée par une main invisible. Certains facteurs sont fondamentaux à l'usage international d'une monnaie dans les échanges de biens, de services et d'actifs financiers¹⁷.

2.1 L'influence du contexte économique

2.1.1 Taille de l'économie et son poids dans le commerce mondial

Tavlas (1991)¹⁸ a proposé des critères complémentaires pour le développement de l'usage international d'une monnaie. Le pays émetteur de la monnaie internationale doit avoir un poids important dans le commerce international, ce qui renforce l'utilisation de cette monnaie par les pays tiers.

Plus une économie est vaste, dynamique et ouverte, plus elle a des chances d'influencer l'économie mondiale, du fait en partie que la taille et l'ouverture d'une économie sont fortement corrélées aux flux de capitaux et d'échanges commerciaux (importations et exportations).

En effet, historiquement la monnaie de la puissance économique dominante a toujours fini par s'imposer au plan international, même si cette évolution s'est effectuée à des rythmes différents : florin hollandais aux XVII^e et XVIII^e siècles, livre sterling au XIX^e siècle et au début du XX^e siècle et le dollar américain surtout depuis 1945.

¹⁵ H. BOURGUINAT, 1987, Op.citée, p.45.

¹⁶ Cyril. POUVELLE, « Le rôle international de l'euro depuis 1999 : facteurs et enjeux », Direction des Relations internationales et européennes, Service des Relations européennes, Bulletin de la Banque de France, n° 147, mars 2006, p.7, in, <http://www.banquefrance.fr>.

¹⁷ A. BENASSY et P. DEUSY-FOURNIER, La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973 » in Revue du CEPII, n°59, Paris, 3ème trimestre, 1994, p.108.

¹⁸ G. TAVLAS, « On the international use of currencies: The case of the deutsche mark », Essays in international finance, mars, 1991, cité par : Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.6.

La relation entre la part dans le commerce mondial et l'utilisation internationale de la monnaie se vérifie, en premier lieu, dans la fonction de facturation des échanges. Selon la « *loi de Grassman* »¹⁹, le commerce des biens manufacturés entre pays développés est principalement libellé dans la monnaie du pays producteur. La facturation dans la monnaie du pays exportateur permet à celui-ci de supprimer l'incertitude sur le taux de marge de ses exportations mais la reporte sur le volume de la demande étrangère, qui varie en fonction du taux de change bilatéral entre deux partenaires. Bacchetta et Van Wincoop²⁰ ont ainsi mis en évidence une relation positive entre, d'une part, la part de marché moyenne d'un pays exportateur et le degré de différenciation des biens exportés et, d'autre part, la part des exportations libellées dans la monnaie nationale, la relation se vérifiant en particulier pour les États-Unis et l'Allemagne. À l'inverse, une devise véhicule sera plutôt utilisée dans le commerce entre deux pays pour la facturation de biens homogènes (matières premières).

Par ailleurs, en raison des synergies²¹ entre fonctions de la monnaie, le poids d'un pays dans le commerce mondial et l'utilisation de sa monnaie dans la facturation des échanges favorisent l'utilisation de celle-ci dans pratiquement toutes les fonctions officielles d'une monnaie internationale.

Ainsi, si une large part des flux Commerciaux d'un pays est réalisée avec une zone monétaire en particulier, ce pays a intérêt à ancrer sa monnaie à celle de la zone monétaire, afin de :

- Réduire la volatilité des prix des importations en monnaie nationale ;
- Réduire la volatilité des prix des exportations en monnaie étrangère ;
- Réduire les chocs sur l'économie domestique ;
- Maximiser le volume du commerce extérieur.

Le choix d'une monnaie d'ancrage implique à son tour de détenir des réserves de change et d'intervenir sur le marché des changes dans cette monnaie, afin de garantir le

¹⁹ Du nom de l'économiste suédois ayant étudié la structure du commerce extérieur de la Suède en 1968, cité par: Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.6.

²⁰ P. BACCHETTA et E. VAN WINCOOP, « A theory of the currency denomination of international trade », BCE, Working paper series n°177, septembre, 2002, cité par: Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.6.

²¹ Sur ce point voir section précédente, p.31-33.

taux de change fixe. Eichengreen²² et Frankel²³ ont ainsi mis en évidence une relation économétrique positive entre la part du pays émetteur dans la production mondiale, et la part de sa monnaie dans les réserves mondiales de change.

Enfin, le débat reste ouvert pour savoir si l'internationalisation d'une monnaie est facilitée par la proportion du pays à exporter, ou bien à importer. D'un côté, il existe ce qu'on appelle la « loi de Grassman » qui affirme que le commerce de biens manufacturés entre pays développés se fait généralement dans la monnaie de l'exportateur, à fortiori si les contrats impliquent un horizon temporel long. Notons cependant que le Japon constitue un contre-exemple notable à cette règle, bien que le faible développement du yen puisse être expliqué par des raisons politiques, notamment l'incertitude qui entoure les relations diplomatiques du Japon avec les pays asiatiques. D'un autre côté, pour qu'une monnaie ait le statut de monnaie internationale, il faut qu'elle soit présente dans les portefeuilles des agents étrangers : cela est plus facile si la balance des paiements du pays concerné est en déficit. Robert Triffin²⁴ remarque ainsi que, dans l'histoire, les monnaies qui ont eu le statut de monnaie de réserve internationale sont essentiellement des monnaies de pays en déficit²⁵. D'ailleurs, lorsqu'à la fin des années 40, le dollar semblait tout désigné pour acquérir le statut de monnaie internationale, les excédents commerciaux américains ont engendré une pénurie de dollars à l'étranger qui a gêné le processus d'internationalisation du dollar²⁶.

²² B. EICHENGREEN et J. FRANKEL, « The SDR, Reserve Currencies and the Future of the International Monetary System », publié dans "The Future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System" sous la direction de Mussa, Boughton, Isard, FMI, 1996, p.37-78, cité par : Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.6.

²³ B. EICHENGREEN, « Comments on Bergsten », publié dans "EMU and the International Monetary System" sous la direction de Masson (P.R.), Krueger (T.H.), Turtelboom (B.G.), FMI, 1997, p.49-57, cité par : Cyril POUVELLE, mars 2006, p.6.

²⁴ Robert TRIFFIN, influencé par la création des grandes institutions qui voient le jour au lendemain de la guerre. Dans son ouvrage « Gold and the Dollar Crisis. The Future of Convertibility », (1960), il se montre critique à l'égard des accords de Bretton Woods, met en évidence ce qui sera appelé le dilemme de Triffin et prône la réforme du Fonds monétaire international.

²⁵ H. BOURGUINAT, 1987, Op.citée, p.45.

²⁶ Pour plus de détails, sur la relation du déficit ou l'excédent de la balance des paiements et le statut de monnaie internationale, voir ce qui suit, p.50-56.

2.1.2 Taux de croissance de l'économie

Celui-ci conditionne le rendement des actifs investis dans une économie, et donc le rôle de la monnaie comme instrument financier²⁷. Plus le taux de croissance potentielle d'une monnaie internationale est plus élevé, plus les actifs du pays émetteur en cette monnaie sont plus attrayants et favorisent donc son utilisation, au détriment des autres monnaies internationales (Cohen, 2003)²⁸.

2.2 Facteurs liés au choix des politiques macroéconomiques

2.2.1 Stabilité de la valeur interne et externe de la monnaie du pays émetteur

Cette condition est essentielle pour le développement de la fonction de réserve de valeur, privée et publique, car elle permet d'assurer la confiance des investisseurs dans le maintien du pouvoir d'achat et la sécurité de leurs placements. Cette condition implique la stabilité²⁹ des prix intérieurs et du taux de change de la monnaie³⁰. En effet, le choix des politiques macroéconomiques agissant sur la croissance économique est intrinsèquement lié à l'usage international d'une monnaie.

2.2.1.1 Stabilité de la valeur interne de la monnaie du pays émetteur

Le taux d'inflation de la monnaie internationale du pays émetteur est un critère déterminant pour les résidents et les non résidents. Les pays victimes d'hyperinflation voient l'utilisation de leurs monnaies s'écrouler au niveau international mais aussi intérieurement du fait d'un retournement des résidents vers une monnaie de remplacement. Une inflation forte et non maîtrisée génère une dépréciation du taux de change et de l'incertitude. Des politiques faiblement inflationnistes sont donc à privilégier pour le pays émetteur d'une monnaie internationale.

McKinnon³¹ attribue ainsi à la hausse du taux d'inflation aux États-Unis dans les

²⁷ Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.8.

²⁸ B. COHEN, « Global currency rivalry: Can the euro ever challenge the dollar », Journal of common market studies, mars, 2003, cité par : Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.8.

²⁹ M. AGLIETTA et Deussy-FOURNIER, Op.citée, p.80.

³⁰ F. Le QUÉRÉ, 1999, Op.citée, p.42.

³¹ G. TAVLAS, « On the international use of currencies: The case of the deutsche mark », Essays in international finance, mars, 1991, cité par : Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.11.

³¹ P. KENEN, « The euro versus the dollar: Will there be a struggle for dominance? », Journal of policy Modeling, février, 2002, cité par : Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p. 6.

années soixante-dix le déclin de la part du dollar dans les réserves de change et la hausse concomitante de la part du deutsche mark et du yen. La part du dollar est ainsi passée de 76,1 % en 1973³² à 55,3 % en 1985 ; sur la même période, la part du deutsche mark est passée de 7,1 % à 13,7 %, et celle du yen, de 0 à 7,3 %. De même, l'auteur associe la stabilisation puis la hausse de la part du dollar dans les années quatre-vingt-dix au retour de la stabilité monétaire aux États-Unis.

2.2.1.2 Stabilité de la valeur externe de la monnaie du pays émetteur

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 distinguer ici les fluctuations de court et moyen terme des tendances de long terme³³.

Ainsi, la stabilité du taux de change³⁴ détermine aussi l'usage d'une devise comme monnaie tierce dans la facturation des échanges et comme monnaie véhiculaire sur le marché des changes : une monnaie sera choisie si elle permet à deux partenaires commerciaux ou financiers de réduire les coûts de couverture du risque de change, et donc les coûts de transaction. À ce titre, la fonction d'ancrage officiel joue un rôle important, car elle réduit la volatilité du taux de change des monnaies rattachées à la monnaie internationale.

2.2.2 Stabilité de la position extérieure nette du pays émetteur

Selon l'analyse monétaire hétérodoxe³⁵, présentée dans la section précédente, Il convient d'intégrer une quatrième fonction à la monnaie internationale : celle de bouclage du circuit international³⁶. Cette fonction signifie qu'un pays émettant une monnaie à statut international assure le rôle d'intermédiation et du prêteur en dernier

³² Depuis 1973, apparition des changes flottants, les États-Unis sont parvenus à maîtriser l'inflation, même si elle demeure légèrement plus forte qu'en Allemagne ou au Japon.

³³ Michel DÉVOLUY, « Le face-à-face Euro/Dollar », *Annuaire Français des Relations Internationales*, vol V.2004, p.11, in, www.afri-ct.org.

³⁴ Cyril. POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.7.

³⁵ Voir la section précédente, p.22-27

³⁶ H. BOURGUINAT, 1987, Op.citée, p.45.

ressort. Il doit donc garantir la liquidité et la solvabilité³⁷ de manière à ce que le SMI soit équilibré.³⁸

Cette fonction de banquier mondial est généralement associée à une configuration particulière de la balance des paiements du pays émetteur.³⁹ En effet, afin de satisfaire la demande de monnaie internationale, le pays émetteur doit réaliser un déficit de sa balance des paiements. Si l'offre de liquidité internationale est subordonnée à la réalisation d'un déficit global de la balance des paiements courante⁴⁰ du pays émetteur, à long terme, sa position de banquier mondial ne se maintiendra que si les sorties nettes de capitaux à long terme sont supérieures au surplus du compte courant de la balance des paiements permettant ainsi des entrées de capitaux à court terme. La liquidité internationale peut croître mais les déficits des paiements courants qui tendent à miner la position de créateur net du pays émetteur et donc la confiance qu'inspire la monnaie internationale, ne se produiront pas.

Historiquement, cette configuration globale de la balance des paiements a caractérisé les principaux pays dont la monnaie a été utilisée comme monnaie de réserve internationale.

Durant la période allant de la fin du 19^{ème} siècle à la Première Guerre mondiale, la puissance économique du Royaume-Uni et l'émergence de Londres comme centre financier ont imposé la livre Sterling comme principale monnaie de réserve. Les sorties de capitaux britanniques finançaient les déficits commerciaux de pays économiquement moins avancés (Canada, Australie, Argentine, États-Unis). Dans le système de l'étalon or, comme nous l'avons constaté dans le premier chapitre, la livre sterling est devenue la principale monnaie de réserve parce qu'ayant confiance en la monnaie anglaise, les États qui détenaient des créances libellées en sterling ne les

³⁷ 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.

³⁸ Voir section précédente, p.21.

³⁹ Annie. CORBIN, 2000, Op.citée, p.8.

⁴⁰ Le solde de la balance des transactions courantes permet de juger si une économie parvient à équilibrer son niveau d'épargne et son niveau d'investissement. Si le solde est positif, l'économie dégage un surplus d'épargne, qu'elle va investir à l'étranger, elle prête donc de l'argent au reste du monde. Par conséquent, la monnaie s'appréciera. Si ce solde est négatif, l'économie dégage un besoin d'épargne, et c'est l'épargne internationale qui vient financer ses investissements. L'offre de monnaie augmente sur le marché des changes, ce qui tend à la dépréciation de celle-ci.

échangeaient pas contre de l'or mais les utilisaient dans leurs règlements extérieurs. Ainsi, de la seconde moitié du 19^{ème} siècle à la Première Guerre mondiale, les exportations de capitaux britanniques ont généré des revenus dont le rapatriement a largement compensé les déficits commerciaux. Sur la période 1900-1913, l'investissement net à l'étranger de la Grande-Bretagne représentait environ 2/5 du total de l'investissement net national. Cependant, l'accumulation de déficits continus du compte courant de la balance des paiements à travers l'accroissement des engagements de court terme du pays émetteur envers l'étranger tend à long terme à éroder la convertibilité externe de la monnaie internationale, car ces engagements de court terme (officiels et privés) du pays émetteur ne sont plus couverts par les réserves métalliques (or). C'est ce qui s'est produit dans les années 30, le déficit de la balance commerciale britannique a été de moins en moins compensé par les revenus de services, la balance des paiements courants s'est dégradée, ce qui a conduit à miner progressivement la confiance qu'inspirait la livre sterling à ses détenteurs⁴¹. Avec les accords de Bretton-Woods instaurés au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, les États-Unis deviennent le premier centre financier mondial. Le dollar se substitue à la livre comme monnaie de réserve internationale⁴².

La question du lien existant entre la diffusion de la monnaie internationale et l'accroissement induit des engagements externes du pays émetteur a été notamment analysée dans le contexte de l'étalon de change or par Gemmill (1961) et Kenen (1963).⁴³ Cette analyse suggérait, en particulier, que l'accumulation des engagements de court terme des États-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.

⁴¹ L'accumulation de déficits continus du compte courant de la balance des paiements à travers l'accroissement des engagements de court terme du pays émetteur envers l'étranger tend à long terme à éroder la convertibilité externe de la monnaie internationale, car les engagements de court terme (officiels et privés) du pays émetteur ne sont plus couverts par les réserves métalliques (or).

Annie. CORBIN, 2000, Op.citée, p.9.

⁴² Rappelons qu'à la fin de la seconde guerre mondiale, les États-Unis participent largement à l'effort de reconstruction de l'Europe et le dollar devient la principale monnaie de réserve internationale. A l'époque, le système de Bretton-Woods reposait sur la confiance qu'inspirait le dollar. Le rapport existant entre les réserves métalliques américaines et la masse des dollars détenus par l'étranger permettait de garantir la convertibilité externe du dollar en or au taux de 35 dollars l'once.

⁴³ R. F GEMMILL, « Interest rates and foreign dollar balances », *The Journal of Finance*, n°3, 1961 et P. KENEN, « Reserve asset preferences of central banks and stability of gold exchange standard », Princeton University Press, 1963, cité par : Annie CORBIN, », 2000 , Op.citée, p.9.

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 (cf. tableau n°3) a généré des exportations de capitaux à long terme largement compensées par les excédents du compte courant américain (cf. graphique n°1) et les entrées de capitaux étrangers à court terme. A partir de la fin des années soixante, en raison des coûts engendrés par la guerre du Vietnam, les États-Unis connurent une croissance élevée de la masse monétaire et un creusement du déficit courant, qui entraîna une accumulation d'endettement extérieur, et une forte augmentation des réserves en dollar des banques centrales étrangères. Celles-ci atteignirent un montant supérieur à celui des réserves en or des États-Unis. Les engagements de court terme (officiels et privés) des États-Unis ne sont plus couverts par les réserves métalliques américaines.

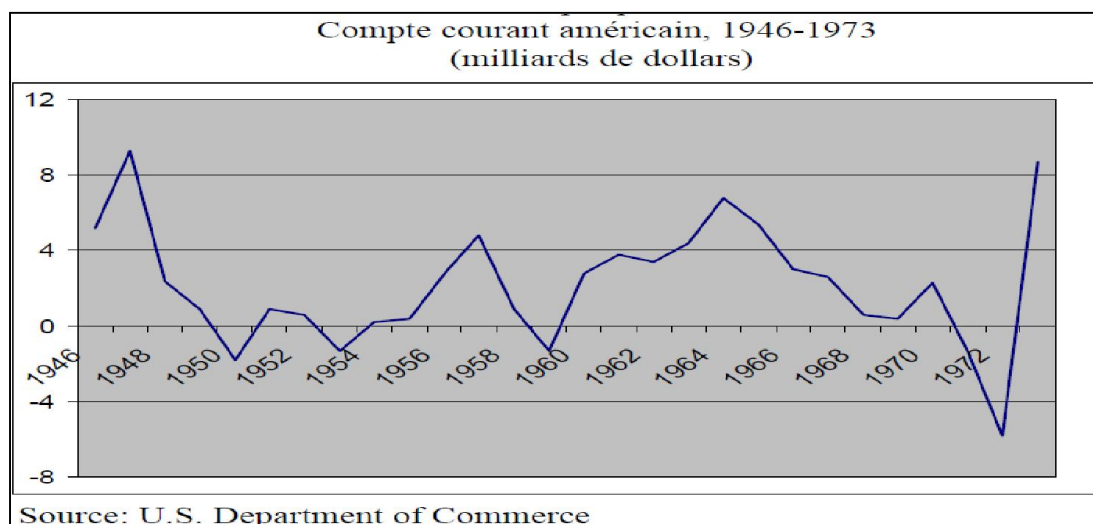
Tableau n° 3.

Valeur des investissements directs américains en Europe (en millions de dollars)											
Pays	1929	1936	1943	1950	1957	1960	1962	1965	1966	1967	1968
France	145	146	167	217	464	741	1006	1609	1758	1904	1910
Allemagne	217	228	513	204	581	796	1472	2431	3077	3487	3774
Italie	113	70	85	63	252	384	540	982	1148	1242	1272
Pays-Bas	434	19	60	84	191	283	370	686	858	917	1073
Bel-Lux	64	35	66	69	192	231	283	596	745	856	963
C.E.E.	582	499	891	637	1680	2644	3671	6304	7587	8406	6703
R.Uni	-	-	-	-	-	-	-	5123	5652	6101	1436
Suisse	-	-	-	-	-	-	-	1120	1210	1322	-
Source : DICKIE R.B., Foreign investment : France A case study, Leyden, 1970.											

L'apparition des premiers déficits commerciaux au début des années 1970 finit par miner la confiance qu'inspire le dollar à ses détenteurs. Par conséquent, la particularité du système de Bretton-Woods à inciter les institutions officielles étrangères à conserver les engagements extérieurs de court terme des États-Unis dans leurs réserves de liquidité internationale ne fonctionnait plus. Donc, le mécanisme d'ajustement automatique des balances des paiements qui prévalait sous le régime de l'étalon-or classique ne se produisait pas, ce qui amène à déclarer officiellement, lors

des accords du Jamaïque en 1976, la suppression de la convertibilité externe du dollar en or (rattachement du dollar à l'or) et la fin du système de Bretton-Woods (Rueff, 1966, Aglietta, 1986)⁴⁴.

Graphique n°1



Ainsi, sous la période de l'étalon or classique, c'est donc le principe de la convertibilité externe des principales monnaies de réserve qui a fait de la dégradation de la position de liquidité internationale un facteur déterminant dans l'explication du déclin historique de la livre comme monnaie de réserve internationale. L'apparition de déficits continus de la balance des paiements britanniques a en effet fortement miné la position de banquier mondial du Royaume-Uni. Mais, sous l'étalon de change or, c'est la détérioration de la position d'investissement net⁴⁵ des États-Unis induite par la réalisation des déficits continus du compte courant qui a mis fin au système de Bretton-Woods.

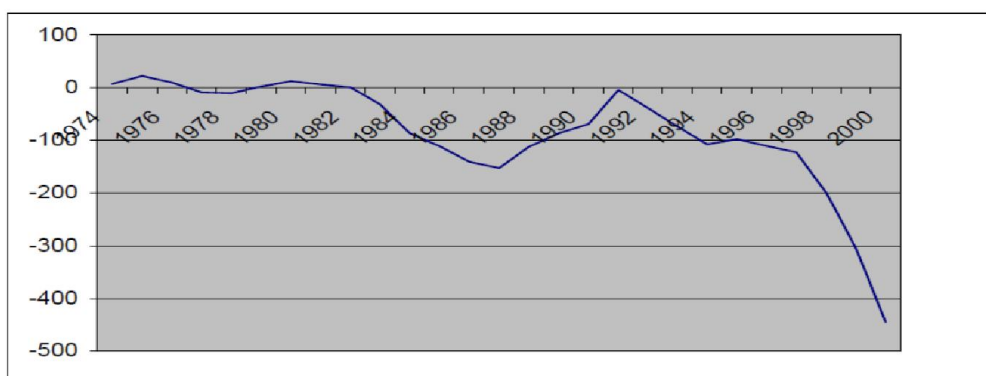
Dans les années 1980 et les années 1990, les déficits commerciaux importants américains ont été reflétés dans les déficits continus de la balance des paiements courants américaine (cf. graphique n°2). Depuis la fin des années quatre-vingt-dix, l'accumulation de déficits courants et d'endettement extérieur américains entraîne à

⁴⁴ RUEFF, « Balance of payments: proposals for the resolution of the most pressing world economic problem of our time », Macmillan, 1967; M. AGLIETTA, « La fin des devises clés: essai sur la monnaie internationale », La découverte, Paris, 1986, cité par : Annie Corbin, 2000, Op.citée, pp.9-10.

⁴⁵ Annie. CORBIN, 2000, Op.citée, p.10.

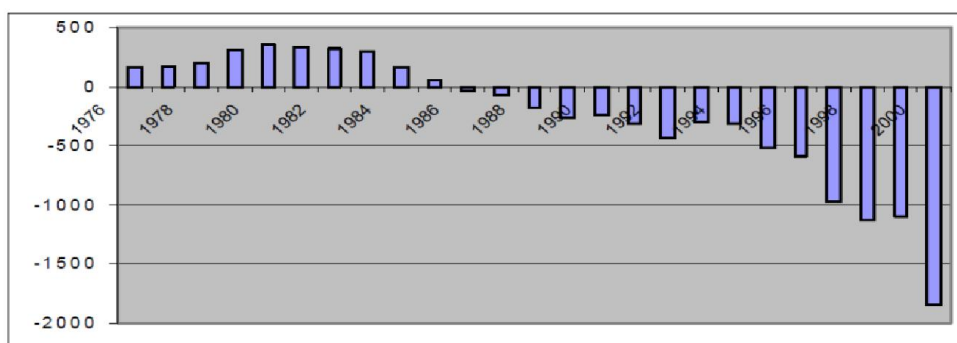
nouveau un léger effritement de la part du dollar comme monnaie de réserve⁴⁶. Cette évolution a fortement érodé la position de créiteur net des États-Unis (cf. graphique n°3). Pourtant, depuis 1982, la position de débiteur net américaine ne semble pas, jusqu'aujourd'hui, avoir entamé la position de monopole du dollar comme monnaie de réserve internationale. Malgré des déficits continus du compte courant (cf. graphique n°4), le dollar occupe toujours une part prépondérante dans les réserves officielles des banques centrales étrangères⁴⁷.

Graphique 2
Compte courant américain,
1974-2000 (milliards de dollars)



Source: U.S. Department of Commerce

Graphique 3
Position d'investissement net des États-Unis,
1976-2000 (millions de dollars)



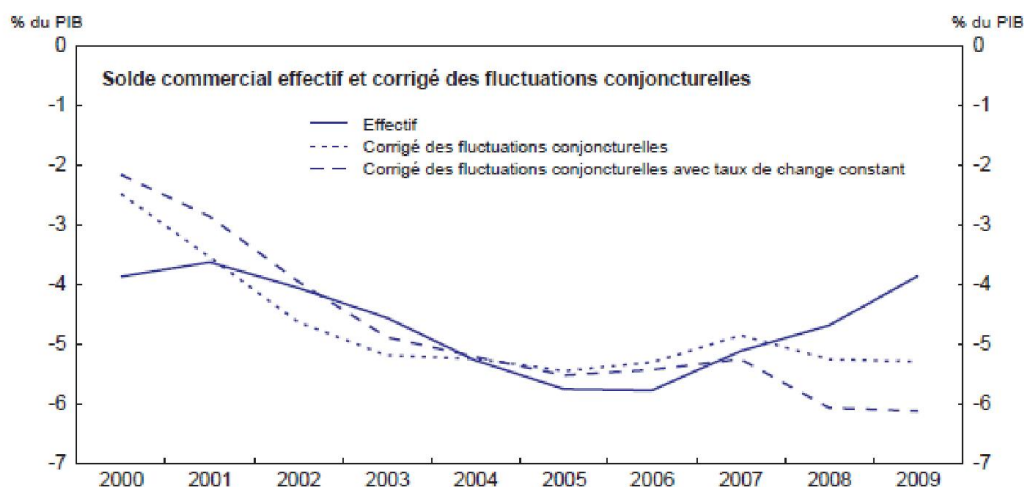
Source: U.S. Department of Commerce

⁴⁶ Même si, la diminution tient aussi en partie à des effets de valorisation et à un changement de méthodologie dans le calcul des réserves de change par le FMI.

⁴⁷ Pour comprendre les raisons de cette position du dollar voir la deuxième section du quatrième chapitre, p. 211-254.

En définitif, un déficit courant entraîne donc une offre de titres libellés dans la monnaie nationale aux non-résidents, dès lors que cette monnaie a un minimum de statut international, c'est une source de création nette de liquidité internationale pour le SMI⁴⁸. Cependant, aujourd'hui, avec la généralisation des euromonnaies, l'accumulation de déficits de balance de paiements courants n'est plus une condition nécessaire à l'internationalisation d'une monnaie : on pourrait, par exemple, tout à fait multiplier les prêts en dollars à partir de Londres, même si les États-Unis avaient un solde courant excédentaire⁴⁹. D'autre part, un excédent du compte courant s'accompagnant d'une exportation nette de capitaux, peut être également considéré comme un facteur encourageant l'utilisation internationale d'une monnaie : l'exportation nette de capitaux ou de biens et services en deutsche marks, par exemple pouvait inciter les non-résidents à acquérir des avoirs en deutsche marks pour pouvoir assurer le service de la dette ou payer la facture des biens et services⁵⁰.

Graphique n°4. Déséquilibre de la balance des opérations courantes



Source : Revue Etude Economique de l'OCDE : USA, Décembre 2008, 2010, p.39.

⁴⁸ F. Le QUÉRÉ, 1999, cité par : Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.7.

⁴⁹ Ce qui n'est plus le cas depuis 1991.

⁵⁰ G. TAVLAS, « On the international use of currencies: The case of the deutsche mark », Essays in international finance », Mars, 1991 et FRANKEL. J, «The World's Key Currencies», paper presented at the Fourth Nikkei Teleconference, avril, 1989, cites par : Cyril POUVELLE, mars 2006, Op. citée, p 7.

2.3 Poids des facteurs financiers : la prédominance des marchés de capitaux les plus développés

La littérature récente attache une importance croissante à l'existence dans le pays émetteur de la monnaie internationale d'un marché financier vaste et mature. En effet, le statut de devise internationale est conditionnée par le développement et l'efficacité de son marché financier qui doit être : organisé et suffisamment dérèglementé (bourse, marché dérivé, etc.), profond (taille, variété d'échéance et de titres), large (ouvert à tous), stable et liquide (volume important) (Tavlas, 1991 ; Hartmann et Issing, 2001 ; Greenspan, 2002)⁵¹.

Un pays dont la monnaie est utilisée internationalement doit assurer la liquidité et la solvabilité du SMI, pour se faire il 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 rentables ; et suffisamment liquide (c'est-à-dire liquidité des actifs est assurée par un marché secondaire développé) ; enfin suffisamment dérèglementé afin de faciliter la mobilité des flux de capitaux. C'est une des conséquences de la globalisation. De plus, de nombreux facteurs d'attractivité d'une place financière sont associés à certaines caractéristiques, notamment la qualité des infrastructures de marché, au sens large, la diversité des choix en matière d'investissement, la présence d'un gisement de compétences financières, la qualité de l'encadrement réglementaire, l'aptitude à générer des économies externes par la mutualisation des fonctions et l'aptitude de la place à intégrer les nouvelles technologies de l'information (Duvivier, 2004)⁵².

2.3.1 Impact de la dérèglementation des marchés financiers

La mobilité des flux de capitaux est apparue à la suite de la libéralisation financière réalisée dans les années soixante-dix et quatre-vingt. Les mouvements de

⁵¹ G. TAVLAS, mars 1991, P. HARTMANN et O. ISSING, « The international role of the euro », Journal of policy modelling, décembre 2001, et A. GREENSPAN, « L'euro en tant que devise internationale », Revue d'économie financière, n°68, 2002, cités par : Hubert ESCAITH et Carlos QUENAN, mai 2004, Op.citée, p.13.

⁵² A. DUVIVIER, « L'attractivité des places financières », Bulletin de la Banque de France, n° 123, Mars, 2004, cité par : Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.11.

capitaux sont devenus plus de quarante fois supérieurs aux flux commerciaux⁵³. Il convient de noter qu'une même opération sur les marchés de change peut être comptée plusieurs fois, jusqu'à ce qu'elle trouve un acheteur final, ce qui peut gonfler le volume des marchés de change. En raison de l'écart entre le montant des flux financiers et celui des flux commerciaux, les fonctions de réserve de valeur et de véhicule sur les marchés de change ont pris une place prééminente dans le processus d'internationalisation d'une monnaie. Ainsi, Williams (1968) et McKinnon (1979)⁵⁴ ont suggéré que la suprématie du sterling dans le commerce international pendant la seconde moitié du 19^{ème} 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.

2.3.2 Impact de la liquidité des marchés financiers

L'utilisation de la monnaie comme devise internationale croît en effet avec la liquidité⁵⁵ de son marché monétaire qui doit être supérieure à celle de tout autre marché monétaire. La liquidité supérieure peut initialement provenir d'un phénomène historique qui a joué en sa faveur. Ce fut le cas des deux guerres mondiales qui ont renforcé l'usage international du dollar au détriment de la livre sterling. Une liquidité supérieure favorise des taux d'intérêts bas sur cette devise. La liquidité supérieure se perpétue parce qu'elle induit une forte demande internationale à la fois comme monnaie d'emprunt, comme encaisse de transactions (monnaie véhicule) et comme monnaie de réserve des banques centrales.

De plus, en ce qui concerne plus particulièrement l'utilisation d'une monnaie «véhicule», la liquidité supérieure de son marché financier permet d'abaisser les coûts de transaction dont les niveaux relatifs sont devenus un facteur déterminant du choix des devises traitées sur le marché des changes⁵⁶. La relation négative entre

⁵³ Montant quotidien moyen de transactions sur le marché des changes de 1900 milliards de dollars en avril 2004, selon la BRI, contre un montant quotidien moyen d'exportations de biens et services de 44 milliards de dollars en 2004, selon l'OMC.

⁵⁴ R.I. MCKINNON, « Money in international exchange, Oxford University Press », 1979, et D.WILLIAMS, « The evolution of the sterling system », in, C.R.Whittlesey and J.S.Wilson (ed.), Essays in Money and Banking in Honour of R.S. Sayer, Oxford University Press, 1968, cités par : Annie Corbin, 2000, Op.citée, p.13.

⁵⁵ G. TAVLAS, Mars 1991, cités par : Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.11.

⁵⁶ P. KRUGMAN, « Vehicle currencies and the Structure of International Exchange », Journal of Money, Credit and Banking, n 12, 1980, cité par : Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p. 11.

volumes et coûts de transaction est liée au fait qu'une augmentation des volumes de transactions entraîne généralement une diminution de la volatilité des marchés, une réduction du spread⁵⁷, des coûts fixes et des coûts de collecte de l'information pour trouver une contrepartie à une demande ou une offre donnée, l'intensification de la concurrence entre opérateurs et la disponibilité d'une vaste gamme d'instruments financiers, notamment de couverture⁵⁸.

On peut trouver étonnant que la baisse de la valeur du dollar sur un longue période n'ait pas altéré la perception de la liquidité supérieure de cette monnaie pour les banques centrales étrangères⁵⁹. En effet, depuis 1971 le dollar a perdu les deux tiers de sa valeur contre le mark et les trois quart contre le yen, et depuis 2002 il a perdu 80% de sa valeur contre l'euro, sans que sa part dans les réserves de changes mondiales en ait été sérieusement affectée⁶⁰.

2.3.3 Impact du rendement des actifs et des opportunités de diversification sur le marché financier

Le rendement d'un actif financier est notamment lié, au plan macroéconomique, au taux de croissance du pays émetteur. Pour les titres de créance, il est également lié au taux d'intérêt qui leur est associé. Par conséquent, le taux de croissance potentielle plus élevé d'une monnaie internationale rend les actifs du pays émetteur en cette monnaie plus attrayants et favorise donc son utilisation, au détriment des autres monnaies internationales⁶¹.

⁵⁷ Écart entre le cours acheteur et le cours vendeur d'une devise.

⁵⁸ Jean ZWAHLEN, Vice-Président de l'Union Bank, « L'Euro nouvelle monnaie internationale, réflexions sur divers aspects de la question », in, www.pdf.com.

⁵⁹ Pour plus de détail voir : Jacques MISTRAL, « le billet vert et la versatilité du modèle économique américain », *Revue d'économie financière*, n° 2987, 2010, p.12.

⁶⁰ M. AGLIETTA, « Le dollar : pivot du système monétaire international », *revue d'économie financière*, n° 2987, 2010, p. 18.

⁶¹ B. COHEN, « Global currency rivalry: Can the euro ever challenge the dollar ? », *journal of common market studies*, mars, 2003, cité par : Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p. 11.

2.4 Influence du contexte géopolitique de l'État

2.4.1 Influence de la puissance politique du pays émetteur

Selon les politologues qui se réclament de l'économie politique internationale, R. Gilpin [1987]⁶² par exemple, un régime monétaire international est avant tout un ordre politique, indissociable de la hiérarchie qui s'établit entre les grandes puissances, tout en constituant un outil pour la maintenir. Pour les théoriciens de la stabilité hégémonique, en particulier pour C. Kindleberger [1970, 1973]⁶³, le statut de monnaie internationale permet effectivement de renforcer le pouvoir et la suprématie d'un hégémon, la Grande-Bretagne au XIX^{ème} siècle, les États-Unis après 1945. Mais, il contribue dans le même temps à la stabilité internationale en permettant à l'hégémon d'imposer ses propres règles du jeu, en disposant du pouvoir de les faire respecter, par exemple dans le cadre d'un système monétaire comme l'étalon-or ou comme le régime de change fixe et d'étalon-dollar de l'après-guerre.

Dès lors, la diffusion de la monnaie internationale associe aux avantages économiques des déterminants plus politiques, selon différents canaux d'influence [E. Helleiner, 2008]⁶⁴. D'abord, de façon indirecte, à cause des effets que la puissance politique du pays-émetteur permet d'exercer sur les attributs économiques de la devise concernée. La confiance accordée à une monnaie dépend aussi de la puissance militaire et du rôle géopolitique de l'État, surtout en période de crise lorsqu'une monnaie se transforme en valeur-refuge (safe haven). Ensuite, de façon plus directe, parce que l'usage de cette monnaie peut être purement et simplement imposé, par la persuasion plus ou moins bienveillante de l'hégémon, et se trouver ainsi accepté, par crainte des rétorsions éventuelles. C'est ce qui peut transformer une devise-clé en une master currency, selon les termes de S. Strange [1970]⁶⁵. Cette influence directe peut

⁶² R. GILPIN, « The Political Economy of International Relations », Princeton University Press, 1987, cité par : André CARTAPANIS, « Le dollar incontesté ? Économie politique d'une monnaie internationale », *Revue d'Économie Financière*, n° 94, mars, 2009, p.7.

⁶³ C. KINDLEBERGER, « Power and Money: the Politics of International Economics and the Economics of International Politics », New York, Basic Books, 1970, et C. KINDLEBERGER, « The World in Depression, 1929-1939 », Berkeley, University of California Press, 1973, cités par André Cartapanis, mars 2009, Op.citée, p.7.

⁶⁴ E. HELLEINER, « Political determinants of international currencies: What future for the US dollar ? », *Review of International Political Economy*, N°15-3, August, 2008, cité par : André CARTAPANIS, mars 2009, Op.citée, p.7.

⁶⁵ S. STRANGE, « The Politics of International Currencies », *World Politics*, n° 23, 1970, cité par: André CARTAPANIS, mars 2009, Op.citée, p.7.

également relever d'une sorte de package politique combinant les aides financières, le soutien accordé au sein des institutions internationales, mais également la protection militaire. S'y ajoute alors, naturellement, le choix de la monnaie d'ancrage et le placement des réserves de change dans le pays politiquement dominant. A. Posen [2008]⁶⁶ conforte d'ailleurs cet argument en montrant qu'il existe une corrélation positive, parmi les pays émergents ou en développement d'Asie et d'Amérique latine, entre l'importance de la présence militaire américaine, d'un côté, et le choix d'un ancrage, de facto ou de jure, avec le dollar, voire avec la dollarisation de facto de leurs systèmes monétaires, d'un autre côté. Le rôle international d'une devise s'explique donc, aussi, par la politique internationale du pays-émetteur.

2.4.2 La politique internationale et l'attitude de la banque centrale du pays émetteur

Pour jouer un rôle international, une monnaie ne saurait donc satisfaire seulement les exigences de stabilité macroéconomique ou les impératifs de profondeur et d'efficacité de son système financier. Ce sont là des conditions nécessaires mais non suffisantes. Il importe dans le même temps que cette monnaie relève d'un État qui vise, ou à tout le moins qui ne refuse pas, une position de leadership à l'échelle internationale, compte tenu des avantages politiques ou économiques qu'il en retire, tout en acceptant les contraintes qui peuvent en découler⁶⁷.

Le comportement des autorités monétaires pèse, par différents canaux, sur la concurrence entre les monnaies internationales. La politique monétaire menée par la banque centrale du pays, est l'un des canaux privilégiés⁶⁸. Mais il en est d'autres qui tiennent à l'encouragement ou au découragement prodigué par les autorités monétaires au sujet de l'internationalisation de leur monnaie. On sait bien que la Bundesbank a découragé l'internationalisation du DM dès les années 1960, comme la

⁶⁶ A. POSEN, « Why the Euro Will Not Rival the Dollar », *International Finance*, 2008, n° 11-1, cité par André CARTAPANIS, mars 2009, Op.citée, p.7.

⁶⁷ André CARTAPANIS, mars 2009, Op.citée, p. 8.

⁶⁸ Idem, p.8.

Banque du Japon l'a fait pour le yen jusqu'au milieu des années 1980. Cette attitude négative reposait sur le constat - ou l'anticipation - que les coûts de l'internationalisation de la monnaie nationale (en termes de responsabilité internationale, d'exposition de la devise nationale à des attaques spéculatives, etc.) pouvaient l'emporter sur les avantages (bénéfices du « seigneurage », possibilité de transférer le risque de change aux contreparties des opérateurs nationaux ...)⁶⁹.

2.4.3 L'organisation de la gouvernance monétaire et financière du pays émetteur

Comme nous l'avons constaté, d'après l'approche institutionnaliste de la monnaie, l'existence d'une monnaie internationale repose sur une multitude de faits institutionnalisés : langage, système politique et juridique, système régissant le pays émetteur, donc le mode d'accès à cette monnaie. De plus, la monnaie internationale n'étant pas appréhendée comme un bien économique mais comme un bien collectif régi par des règles, nécessite la souveraineté et la centralisation du pouvoir monétaire et financier⁷⁰ afin d'établir des règles et de les faire respecter. Tous ces critères constituent autant de gages suscitant la confiance des utilisateurs publics et privés. Dans cet ordre d'idées, le pays émetteur doit également disposer de structures de gouvernance en matière monétaire et financière, jouissant d'une souveraineté nationale et d'une construction achevée, lui permettant d'exercer efficacement ses responsabilités notamment en temps de crise. Et il est indispensable que les autres États, comme les investisseurs privés, lui reconnaissent cette aptitude⁷¹. En effet, la définition des responsabilités en matière de politiques monétaires, de changes et budgétaires, très clairement assumées et coordonnées par les différentes structures monétaires et financières régulatrices du pays émetteur, tout particulièrement en temps de crise, conduisent à un pilotage homogène de la monnaie internationale.

⁶⁹ Concernant cet avantage et les autres avantages et inconvénients de la monnaie internationale, voir ce qui suit, p.65-72.

⁷⁰ « Se polariser sur la superficie matérielle de la monnaie comme simple instrument de compte, vider cette monnaie de sa charge historique, culturelle, nationale et souveraine, est une entreprise qui porte en elle les germes de son propre échec en ce qu'elle réduit à l'extrême la notion de monnaie et néglige de fait tout lien entre monnaie et souveraineté ». Jean Messiha, « Souveraineté et zone monétaire optimale : construit, coïncidence ou causalité ? », p.5.

⁷¹ André CARTAPANIS, mars 2009, Op.citée, p. 9.

3. La monnaie internationale : solidité, gains et coûts

3.1 Les facteurs consolidant la solidité d'une monnaie internationale

L'auto-renforcement et l'inertie dans le statut d'une monnaie internationale s'expliquent par les phénomènes d'inertie et d'hystérèse, d'économies d'échelle, des effets de réseau et d'externalités positives.

3.1.1 Poids des phénomènes d'inertie

Les comportements monétaires, notamment l'utilisation d'une monnaie internationale, sont caractérisés par des phénomènes d'inertie et d'hystérèse⁷². L'histoire des monnaies internationales a montré que l'inertie des comportements monétaires est facteur favorable au maintien de la monnaie internationale existante. Ainsi, un système monétaire international, une fois qu'il est établi, aura tendance à persister, sauf si un choc suffisamment fort entraîne une rupture de son équilibre⁷³. Ce poids des facteurs structurels rend les évolutions dans l'utilisation internationale des monnaies très lentes et progressives et favorise l'utilisation de la monnaie internationale existante. L'exemple historique du rôle international de la livre sterling en fournit une illustration : celle-ci conserva un rôle international prééminent pendant les cinquante ans qui suivirent la perte par la Grande-Bretagne de son statut de première puissance économique du monde au profit des États-Unis, à la fin du XIX^e siècle. Ce n'est que sous l'effet du choc de la Première Guerre mondiale ainsi que des désordres économiques et monétaires de l'entre-deux guerres (récession persistante, surévaluation de la livre, tendance au protectionnisme et retour des contrôles de capitaux) que son statut de monnaie internationale disparut presque complètement⁷⁴. Cette inertie dans l'utilisation internationale des monnaies est due à des facteurs qui peuvent être qualifiés d'imperfection de marché, notamment les économies d'échelle et les externalités liées aux effets de réseau.

⁷² Terme désignant des effets qui persistent même après la disparition de la cause. L'hystérèse, reflète l'inertie qui affecte les décisions des pays et des individus, indépendamment de tout autre facteur économique.

⁷³ P. KRUGMAN, « Vehicle currencies and the Structure of International Exchange », *Journal of Money, Credit and Banking*, n°12, 1980; R. PORTES et H. REY, « Euro us dollar – Will the euro replace the dollar as the word currency ? », *Centre for Economic policy Research*, 1998, cités par: Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.10.

⁷⁴ Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.10.

3.1.2 Les économies d'échelle

Les économies d'échelle⁷⁵ résultent du fait que les coûts de transaction diminuent lorsque les volumes augmentent. Elles créent donc une incitation à réaliser toutes les transactions dans la même monnaie et à ne pas utiliser les autres monnaies pour lesquelles les coûts de transaction sont plus élevés⁷⁶. Les économies d'échelle sont importantes au niveau de l'utilisation privée d'une monnaie à titre d'unité de compte et de réserve de valeur, et elles peuvent être prises en considération en exprimant les données par rapport à la taille du pays. Les agents tirent donc un avantage à utiliser la monnaie internationale existante⁷⁷.

3.1.3 Les effets de réseau et externalités positives

Indépendamment des coûts de transaction, l'existence d'effets de réseau contribue également à l'inertie dans l'utilisation internationale des monnaies « L'usage appelle l'usage ». Chaque agent utilise la monnaie internationale parce qu'il sait que cette monnaie est acceptée et recherchée par les autres agents économiques. Plus les participants sont nombreux à participer à un réseau, plus grand est l'intérêt pour d'autres participants de les rejoindre. En effet, la connexion d'un participant supplémentaire n'augmente pas le coût global de connexion au réseau et accroît le bien-être de tous les participants : plus grande rapidité des échanges, réduction de l'incertitude⁷⁸.

Les effets de réseau créent une externalité positive et une incitation à utiliser le réseau existant, même si celui-ci n'est pas le meilleur en termes de coûts et de stabilité. En effet, si une monnaie est utilisée par une vaste communauté d'utilisateurs, il est très coûteux à tout agent privé de ne pas l'utiliser, même si l'usage d'une autre monnaie lui serait préférable. Ainsi, tous les agents économiques vont bénéficier de l'internationalisation des monnaies, y compris ceux qui n'utilisent pas cette monnaie. Dans le cas du commerce international, les effets de réseau désignent le bénéfice que les pays tirent de

⁷⁵ Du côté de l'offre de la monnaie internationale.

⁷⁶ BÉNASSY-QUÉRÉ A., B. MOJON et A-D. SCHOR, « The international role of the euro », Document de travail, n° 98-03, CEPII, Paris, 1998, cité par : Hubert ESCAITH et Carlos QUENAN, « Émergence de l'euro: implications pour l'Amérique latine et les Caraïbes », Série estudios y perspectivas, Mexique, D.F., mai, 2004, p.12.

⁷⁷ Merih UCTUM et Pierre DEUSY-FOURNIER, « Le dollar et l'euro : la primauté monétaire de l'Europe a-t-elle une place ? », l'Actualité économique, vol. 74, n° 4, 1998, p.12, in, <http://id.erudit.org/iderudit/602280ar>.

⁷⁸ R. PORTES et H.REY, « Euro us. dollar – Will the euro replace the dollar as the word currency ? », Centre for Economic policy Research, 1998, cité par: Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.10.

l'adoption de la même monnaie de facturation de leurs échanges ou de la même monnaie ancre que leurs principaux partenaires commerciaux, car cette adoption permet une réduction de la volatilité de leurs taux de change bilatéraux et donc de l'incertitude. Ces effets confèrent un avantage supplémentaire à la monnaie internationale existante, même si la qualité de celle-ci décline, par exemple à la suite d'une dégradation des fondamentaux du pays émetteur. Les effets à l'origine de l'inertie des comportements monétaires sont en grande partie auto-entretenus : ainsi, plus une monnaie est dominante, plus il devient coûteux d'en utiliser une autre. On peut donc considérer qu'une devise internationale a tendance à devenir un « monopole naturel »⁷⁹. L'inertie s'applique davantage pour les fonctions de moyen de paiement et d'unité de compte que pour la fonction de réserve de valeur.

3.2 Avantages et inconvénients de la monnaie internationale

3.2.1 Avantages de la monnaie internationale

À l'instar de Chinn et Frankel (2007), nous pouvons mettre en avant les inconvénients et les avantages à posséder une devise internationale. Une monnaie internationale forte confère des avantages politiques et économiques au pays ou groupe de pays qui l'émettent⁸⁰ (cf. tableau n° 4)

3.2.1.1 Avantages sur le plan politique

Le pays émetteur d'une monnaie internationale en retire un certain prestige sur la scène internationale, qui leur permet d'étendre leur influence dans le monde.

3.2.1.2 Avantages sur le plan économique

Les avantages pour le pays émetteur sont les suivants :

⁷⁹A. GREENSPAN, « L'euro en tant que devise internationale », *Revue d'économie financière*, n°68, 2002, p. 10.

⁸⁰M CHINN & J FRANKEL, « Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency? », In R. Clarida, *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*. Chicago: University of Chicago Press, 2007, cité par Fabien Labondance, « Le rôle international de l'euro », *Reflets et perspectives de la vie économique*, 2010/4 Tome XLIX, p. 53, in, <http://www.cairn.info/revue-reflets-et-perspectives-de-la-vie-economique-2010-4-page-47.htm>

- A. Baisse des coûts de transaction et des taux d'intérêts ;** Meilleure rentabilité des établissements financiers grâce au regain d'activité et à la plus grande efficacité des marchés de capitaux intérieurs ;
- B. Réduction du risque de change :** Détenir une devise clé favorise ses ressortissants. Il est tout de même plus aisé de ne pas avoir à supporter de risque de change quand l'on exporte, l'on importe, l'on emprunte ou l'on prête. Ceci a également tendance à permettre un fort développement de l'industrie financière dans le pays qui détient la devise clé⁸¹. Cela octroie également, ceci est loin d'être anodin, des revenus liés au seigneurage.
- C. Gain de seigneurage :** un certain nombre d'auteurs (Salant, 1964; Kirschen, 1973; Grubel, 1968)⁸² ont associé la notion de seigneurage au pouvoir de monopole dont dispose le pays émetteur de la monnaie de réserve internationale qui lui permet d'extraire le seigneurage 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 émetteur peut acquérir des avoirs réels et financiers à l'étranger en échange de l'accroissement de ses engagements liquides auprès des institutions officielles étrangères. Il bénéficie ainsi d'un gain de seigneurage dans la mesure où la fonction de réserve de la monnaie internationale incite les autorités monétaires étrangères à demander donc à détenir cette monnaie dans leurs réserves de liquidités internationales⁸³. La notion de seigneurage a ainsi été assimilée au gain de flexibilité qu'obtient le pays émetteur de la monnaie de réserve internationale dans le financement de sa balance des paiements (Aliber, 1964)⁸⁴. Cette notion de gain de seigneurage ne peut bien expliquer qu'à travers le cas des Etats-Unis. A la fin de la Seconde Guerre mondiale, les

⁸¹ La City et Wall Street en sont de très bons exemples.

⁸² W. SALANT, « The reserve currency role of the dollar : blessing or burden to the United States ? », Review of Economics and Statistics, XLVI, 1964; E. S KIRSCHEN, « Le seigneurage externe américain. Son origine, son coût pour l'Europe, et quelques ripostes possibles », Cahiers économiques de Bruxelles, 1973 et H. G GRUBEL, « The Distribution of seignorage from international liquidity creation, in Monetary Problems of the International economy », ed. R.A. MUNDELL et A.K. SWOBODA, The University of Chicago Press, 1969, cités par Annie Corbin, 2000, Op.citée, p 13.

⁸³ Ce concept peut être étendu aux avoirs liquides détenus par les non-résidents privés et qui résultent du statut de monnaie véhiculaire de la monnaie (Swoboda, 1968).

⁸⁴ R.Z Aliber, « The cost and benefits of the U.S. role as a reserve currency country », Quarterly Journal of Economics, 1964, cité par: Annie CORBIN, 2000, Op.citée, p.3.

Etats-Unis participent largement à l'effort de reconstruction de l'Europe. Ainsi, compte tenu de l'hégémonie des États-Unis tant sur les plans économiques que politique le dollar devient la principale monnaie de réserve internationale⁸⁵. Compte tenu de l'hégémonie des États-Unis tant sur les plans économique que politique. Dès lors, la constitution de réserves officielles en dollar 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.⁸⁶ 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 États-Unis sous la forme d'actifs liquides en dollar. Dans la mesure où les institutions officielles étrangères ont réglé les surplus des paiements européens avec les États-Unis en acquérant des actifs liquides en dollar, leur demande d'or auprès du Trésor américain a été d'autant réduite.⁸⁷ Mais à cette époque, avec l'apparition des déficits de la balance des paiements américaine, les dollars détenus par les banques centrales du monde entier ont dépassé les réserves d'or des États-Unis⁸⁸. Il fut alors conclu entre les États-Unis et certains pays européens un accord tacite en vertu duquel ces derniers s'engageaient à ne plus demander la conversion complète en or des excédents en dollars qu'ils accumulaient ou avaient accumulés⁸⁹. Ainsi, jusqu'aux 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

⁸⁵ A l'époque, le système de Bretton-Woods reposait sur la confiance qu'inspirait le dollar. Le rapport existant entre les réserves métalliques américaines et la masse des dollars détenus par l'étranger permettait de garantir la convertibilité externe du dollar en or au taux de 35 dollars l'once.

⁸⁶ De 1945 à 1952, les États-Unis accordèrent une aide très importante aux pays de la future Europe des Neuf, tant alliés que vaincus : une dizaine de milliards de dollars avant le Plan Marshall, une quinzaine au cours de celui-ci.

⁸⁷ 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. Voir aussi Salant, 1964.

⁸⁸ Selon Aliber (1973), 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.

⁸⁹ La Belgique s'inclina à l'époque, comme le firent les Pays-Bas et l'Allemagne mais pas la France qui convertit en or les dollars excédentaires par rapport à ses propres dettes non échues à l'égard des États-Unis. Cette attitude française suscita des réactions dans les milieux officiels américains.

placés en bons du Trésor du gouvernement américain par l'intermédiaire de la banque de réserve fédérale de New York. Donc, l'émission de papier-monnaie permet d'obtenir des profits ou des seigneuriages de 100 %, ce qui est beaucoup plus que ceux qu'obtenaient les grands seigneurs de l'époque médiévale». Un certain nombre d'économistes⁹⁰, à la suite du Général de Gaulle, ont dénoncé ce *privilège exorbitant* conféré par le système monétaire international de l'étalon de change or au pays émetteur de la principale monnaie de réserve. Selon Harrod,⁹¹ le mécanisme essentiel de ce système entraîne les autres pays à approvisionner les États-Unis en biens et services, année après année, en échange de morceaux de papier, dont l'impression n'a presque rien coûté à ces derniers. Le ministre italien Ferrari Aggradi,⁹² dénonça aussi le 22 septembre 1971 devant le Parlement Européen, le système monétaire mis en place qui «se fonde sur une hiérarchie de pays, parmi lesquels certains ont droit de financer sans limite les déficits éventuels de leur balance des paiements, parce que leur monnaie est généralement acceptée comme instrument de réserve, alors que les autres, en revanche, sont tenus de rétablir avec soin l'équilibre de leur balance des paiements extérieurs, à chaque fois que leurs réserves d'or, ou d'autres monnaies convertibles descendent au-dessous d'un certain niveau ». 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 américain⁹³. En outre, les dollars des banques centrales étrangères soumis 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 terme⁹⁴.

⁹⁰ R. TRIFFIN, « Que faire, face à la dérive vers les années 1930 ? », Bulletin de la Banque Nationale de Belgique, novembre 1971, cité par : Annie CORBIN, 2000, Op.citée, p.4.

⁹¹ Harrod SIR ROY, « La Monnaie », Dunod, 1971, p.323, traduction française de l'ouvrage publié en langue anglaise sous le titre « Money » par MC. MILLAN, 1969, cité par : Annie Corbin, 2000, Op.citée, p.4

⁹² F. AGGRADI, « Déclaration faite devant le Parlement Européen le 22 septembre 1971 », Bulletin des Communautés Européennes, n° 9-10, 1971, p.11.

⁹³ La question de l'implication du passage à un régime de taux de change flottants pour l'obtention d'un gain de seigneurage a été examinée par GRUBEL (1968). Grubel suggère qu'un régime de taux de change parfaitement flexibles met fin au seigneurage en éliminant la demande de réserves internationales. Au contraire, McKinnon (1969) soutient que le passage à un tel régime tend à augmenter la demande de monnaie internationale.

⁹⁴ Selon Mundell (1964), les États-Unis obtiennent un gain de seigneurage dans la mesure où les autorités monétaires étrangères acceptent de détenir leurs actifs en dollars en bons du Trésor américain rémunérés sur la

En conséquence les États-Unis recevaient du reste du monde un prêt à long terme et ne versaient qu'un taux d'intérêt à court terme parce que les banques centrales étrangères acceptaient un taux d'intérêt moindre que celui qui correspondait à la durée de leur prêt⁹⁵. Les américains auraient obtenu des créances à long terme sur les autres pays et ceux-ci auraient reçus des créances à court terme et liquides sur les États-Unis sous forme de dépôts à vue et de placements à court terme de bons du Trésor américains. Kindleberger⁹⁶ note à ce propos que la place des États-Unis dans les échanges financiers internationaux est analogue à celle d'un banquier international, empruntant à court terme et prêtant à long terme⁹⁷ : Selon Kirschen (1973),⁹⁸ de 1960 à la mi-1973, le seigneurage américain aurait coûté en intérêts, à l'Europe des Six, 6.3 milliards de dollars de 1972 et en capital, environ 5.5 milliards de dollars de 1973 soit une douzaine de milliards de dollars de 1972.

D. Gain de flexibilité dans le financement de la balance des paiements :

l'avantage en termes de flexibilité du financement des déficits de la balance des paiements conféré au pays qui émet la monnaie de réserve, selon Johnson⁹⁹, deux types de gains. D'abord un gain en termes d'accroissement du revenu national réel qui correspondrait à la partie « courante » du seigneurage, c'est-à-dire à l'accroissement de l'absorption au-delà de son niveau réel courant du fait de la réalisation d'un déficit continu de la balance des paiements. La partie courante du gain de seigneurage cesse lorsque les non-résidents décident de ne plus acquérir la monnaie internationale

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.

⁹⁵ Certains ont tenté de minimiser ces pertes les analysant comme la rançon de la protection militaire assumée par les États-Unis, ou bien encore, en les assimilant au paiement d'un service de liquidités rendu par les États-Unis au reste du monde, voir KOLM (1971).

⁹⁶ C. P. KINDLEBERGER, « The Politics of the International Money and World language », Essays in International Finance, N° 61, Princeton, 1967, cité par : Annie CORBIN, 2000, Op.citée, p.5.

⁹⁷ en 1968-1969, environ 90 % des créances des États-Unis sur l'Europe étaient non liquides (actifs à long terme et à court terme non monétaires) alors que seulement 60 % des créances européennes sur les États-Unis relevaient de cette catégorie.

⁹⁸ E.S. KIRSCHEN, « le seigneurage externe américain. Son origine, son coût pour l'Europe, et quelques ripostes possibles », Cahiers économiques de Bruxelles, 1973, cité par Annie CORBIN, 2000, Op.citée, p.5.

⁹⁹ H.J. JOHNSON, « A note on seigniorage and the social saving from substituting credit for commodity money », in Monetary Problems of the International economy, ed. R.A. Mundell et A.K. Swoboda, The University of Chicago Press, 1969, cité par Annie CORBIN, 2000, Op.citée, p. 5.

supplémentaire en provenance du pays émetteur de la monnaie de réserve. Ainsi, dans la mesure où les banques centrales étrangères n'ont pas demandé avec l'apparition des déficits des balances des paiements américaines dès la fin des années 1950, le remboursement des dollars prêtés au pays émetteur de la monnaie de réserve, les Etats-Unis ont pu maintenir un niveau d'absorption réelle (achats de biens, services, titres étrangers) supérieur au niveau de leur revenu national réel favorisant ainsi la croissance externe de l'économie américaine. Une autre partie du profit de seigneurage consiste dans le rendement des investissements supplémentaires réalisés par le pays de la monnaie de réserve du fait de la réalisation d'un déficit continu de sa balance des paiements. Il s'agit de la partie « capital » du profit de seigneurage. Contrairement à la partie « courante », cette partie du seigneurage ne cesse pas avec les acquisitions étrangères de monnaie internationale. Même si les déficits disparaissent, le stock d'actifs étrangers continue à générer des rendements. Le revenu réel du pays de la monnaie de réserve continue donc de croître tant que ces actifs produisent un taux de rendement supérieur à ce que rapporterait ce capital s'il était investi dans l'économie domestique plutôt qu'à l'étranger. Historiquement deux monnaies ont bénéficié de ce que le Général de Gaulle a qualifié de privilège exorbitant. Cohen (1971)¹⁰⁰ estime la partie "capital" des gains nets de seigneurage britanniques liés à la fonction de monnaie internationale du sterling à 110 millions £ sur la période 1965-1969. La comparaison du taux de rentabilité des investissements directs britanniques à l'étranger (6%) au taux de rentabilité du capital domestique (3%) conduit, sur la période, à retenir un taux de rendement net des investissements britanniques à l'étranger de 3%. L'ampleur des investissements supplémentaires britanniques réalisés à l'étranger du fait de la fonction de monnaie de réserve du sterling est approchée par le montant des engagements liquides totaux britanniques envers les banques centrales de la

¹⁰⁰ B.J Cohen, « The seigniorage gain of an international currency : an empirical test », *Quarterly Journal of Economics*, n°3, Août 1971, cité par Annie Corbin, 2000, Op.citée, p 6.

zone sterling et des détenteurs privés (3700 millions de £). Aliber (1964)¹⁰¹ suggère que l'ampleur du gain de flexibilité conféré au pays émetteur dans le financement de sa balance des paiements ne correspond pas au montant de ses engagements à court terme envers les institutions officielles étrangères. Une partie du gain peut être compensé en partie par les coûts qui sont attachés au rôle d'émetteur de la monnaie de réserve (prêteur en dernier ressort, etc.). Ainsi, sur la période 1950-1963, afin d'assurer la stabilité du rapport entre ses réserves or et ses engagements à court terme, les États-Unis ont partiellement compensé l'accroissement de leurs engagements liquides envers l'étranger qui s'est élevé à 87 milliards de dollars par une augmentation de leur stock d'or. Aliber (1964) estime ainsi les acquisitions nettes supplémentaires américaines de biens et services, de titres à l'étranger à seulement 6 milliards de dollars sur la période. Avec un taux de rendement net estimé à 7%, le gain de flexibilité aurait rapporté aux États-Unis sur la période 1950-1963, quelques 420 millions de dollars. Selon Grubel (1969)¹⁰², l'évaluation des gains liés à la fonction de banquier mondial du pays émetteur est compliquée par la difficulté de déterminer les coûts qui sont attachés à ce rôle.

E. Gains d'efficience : Il est nécessaire d'avoir une monnaie internationale car il y a des gains d'efficience possibles si les transactions internationales s'organisent autour d'une seule devise en faisant passer les demandes et les offres des autres monnaies par des échanges qui utilisent cette monnaie véhiculaire¹⁰³.

¹⁰¹ R. Z. Aliber, « The cost and benefits of the U.S. role as a reserve currency country », *Quarterly Journal of Economics*, 1964, cite par Annie Corbin, 2000, Op.citée, p 6.

¹⁰² H.G. GRUBEL, « The Distribution of seignorage from international liquidity creation, in *Monetary Problems of the International economy* », ed. R.A. Mundell et A.K. Swoboda, The University, 1969, cité par Annie CORBIN, 2000, Op.citée, p.7.

¹⁰³ A. GREENSPAN, 2002, Op. citée, p. 10.

3.2.2 Inconvénients de la monnaie internationale

L'internationalisation d'une monnaie engendre aussi des risques et des devoirs¹⁰⁴.

3.2.2.1 La mobilité internationale des capitaux

Il s'agit de l'augmentation de la volatilité de la demande pour la monnaie internationale. Ceci engendre un contrôle plus délicat de la masse monétaire pour la banque centrale. Posséder une devise clé et souhaiter gérer la création monétaire s'avèrent deux objectifs ambivalents. Ainsi une politique macroéconomique saine est indispensable pour maintenir la stabilité des prix et du taux de change, mais, même s'il applique de bonnes politiques, le pays émetteur devient plus vulnérable à la volatilité des flux de capitaux, laquelle peut entraîner l'instabilité financière et macroéconomique et lui imposer certains choix.

3.2.2.2 Difficulté de se fixer un objectif monétaire

Avec la mobilité des capitaux il devient plus difficile de se fixer un objectif monétaire du fait qu'une partie des avoirs libellés dans la monnaie du pays émetteur sont détenus à l'étranger, ce qui complique la conduite de la politique monétaire.

3.2.2.3 Renchérissment des exportations

Une augmentation en moyenne de la demande pour la monnaie internationale engendre en contrepartie un renchérissement des exportations, ce qui pénalise les entreprises exportatrices.

104 Christian BIALÈS, « la zone euro », p.6, in, www.christian-biales.net ; Menzie. CHINN et Jeffry. FRANKEL, « Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency ? », in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press, 2007, in, www.nber.org.

Tableau n° 4. Avantages et inconvénients de la monnaie internationale

Avantages de la monnaie internationale	Inconvénients de la monnaie internationale
- Retirer un certain prestige sur la scène internationale pour le pays émetteur et capacité d'influencer le monde pour le pays émetteur ; - Baisse des coûts de transaction et des taux d'intérêts pour le pays émetteur ; - Meilleure rentabilité des établissements financiers grâce au regain d'activité et à la plus grande efficacité des marchés de capitaux intérieurs pour le pays émetteur ; - Dynamiser son économie en attirant les investissements étrangers et en stabilisant ses échanges commerciaux à l'international - Réduction du risque de change pour le pays émetteur ; - Gain de seigneurage pour le pays émetteur ; - Bénéficier de l'avantage que donne la possibilité de commercer en sa propre monnaie « privilège d'emprunt » pour le pays émetteur ; - Gain de flexibilité dans le financement de la balance des paiements (emprunter en sa propre monnaie « privilège d'emprunt ») pour le pays émetteur ; - Faire preuve d'une "douce négligence" (benign neglect) en matière de politique de change. - Gains d'efficience ;	- Mobilité internationale des capitaux - Contrôle plus délicat de la masse monétaire pour la banque centrale du pays émetteur. - Difficulté de se fixer un objectif monétaire pour le pays émetteur ; - Renchérissement des exportations pour le pays émetteur ; - Instabilité du système monétaire international appelant une régulation internationale.

Source : Synthèse réalisée à partir des références bibliographiques

Conclusion de la section 2

La capacité d'une monnaie à s'affirmer sur les marchés internationaux dépend d'abord de deux critères : son acceptabilité-liquidité et sa stabilité-prédictibilité¹⁰⁵. Cependant en pratique, la concurrence entre les grandes devises est influencée par bien d'autres facteurs que la stabilité interne et externe de la monnaie. En effet, de bonnes conditions cadres du pays émetteur peuvent amener la confiance en la monnaie internationale : le comportement positif des autorités monétaires, ou du moins neutre, vis-à-vis de l'internationalisation de la monnaie ; une organisation de la gouvernance monétaire et financière adaptée au caractère international de la monnaie; la profondeur et la liquidité des marchés financiers dans telle ou telle devise; le rythme et le contenu des innovations financières (innovations technologiques et innovations de produits) dans les systèmes bancaires et financiers nationaux; le rythme et la nature de la croissance économique, et même la capacité du pays à s'affirmer comme une puissance politique et à mettre en place des réformes structurelles. Il faut aussi signaler l'impact des phénomènes d'inertie et d'hystérèse, d'économies d'échelle, des effets de réseau et d'externalités positives, qui renforcent et expliquent l'inertie dans le statut d'une monnaie internationale...On le voit, le spectre est large, et donc difficile à modéliser.

¹⁰⁵ F. HAYEK, 1976.

Conclusion du chapitre I

Au terme de ce chapitre, nous constatons que le transfert strict des trois fonctions d'une monnaie nationale (unité de compte, moyen de paiement et réserve de valeur) à une monnaie internationale est limité. Il convient d'intégrer une quatrième fonction : celle de bouclage du circuit international¹⁰⁶. Dès lors, pour les opérations privées, la monnaie internationale sera un intermédiaire international (monnaie de détention des actifs, véhiculaire sur le marché de changes). Pour les opérations officielles, elle sera le prêteur en dernier ressort vis-à-vis des banques centrales (réserves de change, Intervention officielle sur le marché des changes, monnaie d'ancrage). Ce qui signifie que le pays émetteur de la monnaie internationale doit garantir la liquidité et la solvabilité de manière à ce que le Système Monétaire International soit équilibré (prêteur en dernier ressort). Ces fonctions de la monnaie internationale se renforcent mutuellement par un effet de synergie. Mais, selon l'approche hétérodoxe, sans valeur intrinsèque, comme toute monnaie moderne, la monnaie internationale ne peut remplir ces fonctions que si elle est unanimement acceptée ou légitimée, par l'ensemble des membres de la société. Par cette réflexion, qui s'écarte d'une construction économique de la monnaie (orthodoxe) à une construction sociale, l'analyse hétérodoxe préconise d'attacher la monnaie internationale aux phénomènes de croyance et de confiance qui sous-tendent l'existence de la souveraineté et d'un État-nation. En effet, un pays jouissant de performance en matière de souveraineté et stabilité politique et assurant de bonnes conditions de gouvernance monétaire et financière préserve la stabilité interne et externe de la valeur de sa monnaie¹⁰⁷. Ce qui constitue un gage de la confiance qu'expriment les détenteurs de monnaie (officiels ou privés) au regard la valeur de la monnaie internationale. Désormais, le développement de la monnaie internationale ne se limite plus à son acceptabilité-stabilité, il est aussi fortement lié aux qualités de liquidité et prédictibilité, c'est-à-dire aux qualités que présente le pays émetteur : une gouvernance monétaire et financières adéquate, l'existence d'un environnement économique favorable et d'un marché financier performant et liquide. Aussi, il ne faut pas négliger l'influence des économies d'échelle

¹⁰⁶ H. BOURGUINAT, « Les vertiges de la finance internationale », coll. Thémis, Eds Economica, Paris.1987, p 43.

¹⁰⁷ G.S. TAVLAS et Y. OZEKI, Janvier 1992, cité par : Annie CORBIN, 2000, p.13.

et les effets de réseau qui constituent d'autres facteurs qui renforcent et expliquent l'inertie dans le statut d'une monnaie internationale. Enfin, malgré les coûts et les risques qu'engendre la monnaie internationale pour le pays émetteur, elle lui confère des avantages : baisse des coûts de transaction et des taux d'intérêt, réduction du risque de change, gain de seignuriage, flexibilité dans le financement de la balance des paiements, et efficacité des échanges monétaires. Donc, l'utilisation internationale d'une monnaie nationale ne se décrète pas ; elle s'impose petit à petit, comme guidée par une main invisible.

Chapitre II

Les fondements de l'euro

Introduction du chapitre II

La montée en puissance de l'euro comme monnaie internationale lui donne une nouvelle responsabilité internationale : il n'est plus la monnaie des pays de la seule zone euro, l'horizon de la politique monétaire doit s'étendre au reste du monde. Donc, la BCE ne peut rester éternellement indifférente à cette question, car celle-ci concerne aussi bien l'économie européenne que l'équilibre monétaire international. De plus, pour acquérir le statut de monnaie internationale, toute monnaie, l'euro dans notre cas, doit présenter des qualités en termes de stabilité et de politique de gouvernance qui suscitent la confiance des investisseurs étrangers. Dès lors, apparaît l'intérêt d'intégrer les éléments de réponse de l'approche hétérodoxe, développés dans le premier chapitre, relatifs à la confiance en la monnaie internationale pour savoir au préalable dans quelle mesure l'euro constitue-t-il une monnaie originale, pionnière et audacieuse, qui de ce fait, se révèle porteuse dans ses fondements d'éléments de fragilité affectant son statut de monnaie internationale ? Et pour vérifier si l'euro est fondé sur des politiques de gouvernance : (politique monétaire, politique de change et politique budgétaire) prudentes, cohérentes et intégrées permettant à la zone euro d'assurer non seulement une croissance dynamique mais durable, et de tirer tous les avantages du rôle international de sa monnaie tout en maîtrisant les risques qui en découlent ? Tous ces aspects sur lesquels nous reviendrons ultérieurement, dans le dernier chapitre, pour analyser les atouts, les limites et les perspectives de l'internationalisation de l'euro, constituent un détour important pour la suite de notre analyse, dans la mesure où ils nous permettent d'identifier les carences des fondements et des politiques de gouvernance monétaire et financière de l'euro qui s'avèrent préjudiciables pour son statut de monnaie internationale, et qui justifient sa deuxième position derrière le dollar. Mais pour se faire, nous devons d'abord identifier, dans ce deuxième chapitre, ces fondements et ces politiques de gouvernance. Dans cet objectif, notre réflexion s'articulera autour de deux sections. Dans la première section, nous relatons les principales étapes qui ont conduit à abandonner les monnaies nationales européennes au profit d'une monnaie unique qui est l'euro. Nous verrons que la construction entière de l'Union Européenne est fondée depuis toujours sur des compromis et que ce projet s'inscrit dans une histoire longue et mouvementée de près

de quarante ans (débutant du traité de Rome de 1957 qui institue la Communauté Économique Européenne). Son intérêt s'explique d'après la théorie économique standard par les avantages que l'Union Économique et Monétaire est censée apporter aux européens. Ensuite, conformément à la vision hétérodoxe de la monnaie internationale, au sens où celle-ci est appréhendée comme une institution à consistance économique, sociale et politique, nous mettons l'accent sur le caractère imparfait de la construction de l'union européenne, qui s'est essentiellement réalisée par la voie économique sans intégration politique. Par conséquent, l'euro s'affiche comme une monnaie « fonctionnelle » reposant sur une confiance exclusivement éthique non adossée à une souveraineté politique et un État-nation. Par la suite nous examinons, dans la deuxième section, les politiques de gouvernance monétaire et financière de l'euro : la politique monétaire, la politique de change et la politique budgétaire. La conduite des politiques économiques n'est pas une tâche facile dans la zone euro. La diversité des pays européens était depuis longtemps reconnue comme un obstacle important à la construction de l'UEM. Les spécificités institutionnelles et culturelles nationales de ces pays, ainsi que l'asymétrie de leurs systèmes financiers et productifs induisent des besoins nationaux différents et rendent difficile la conduite d'une politique économique et monétaire commune. Pour répondre à cette diversité, les pays de la zone euro doivent s'affirmer comme une zone monétaire optimale et s'organiser autour d'un policy mix européen cohérent et adéquat (réussir la coordination entre leurs politiques budgétaires et l'unique politique monétaire). Le rôle de cette configuration de politiques économiques est de réduire progressivement les asymétries dans l'Union (c'est notamment dans ce cadre que s'inscrivent les règles du PSC qui encadrent l'usage des politiques budgétaires nationales), afin d'accroître les bénéfices de la politique commune en assurant une croissance économique soutenable et un faible taux de chômage dans un environnement non-inflationniste. Tous ses éléments (attributs de la monnaie internationale développés dans le premier chapitre) sont indispensables pour renforcer la confiance dans les économies de la zone euro et dans l'euro, ce qui permet de rendre cette zone plus attrayante pour les investisseurs et d'y accroître les entrées de capitaux à plus long terme.

Section 1. Les fondements historiques et théoriques de l'euro

Comme nous l'avons précisé précédemment, la place internationale qu'occupe l'euro ne peut être analysée correctement sans considérer ses fondements et ses politiques de gouvernance monétaire et financière. A ce titre, dans cette section, nous résumons le contexte historique et théorique justifiant sa naissance, une naissance qui relève de l'ensemble d'un processus plus large, le processus d'intégration européen, qui débuta dès la fin de la Seconde Guerre Mondiale. Nous verrons, que l'avènement de la monnaie unique constitue une étape logique et essentielle d'un mouvement qui portait en lui l'ambition de faire de l'Europe un seul et même marché. De plus, l'intégration économique ne devait pas être à l'initiale une priorité absolue mais, dans les faits, force est de constater que la construction européenne est en premier lieu un « phénomène économique » qui manque d'intégration politique. Enfin, hormis les principales justifications théoriques généralement invoquées pour expliquer l'intérêt d'une monnaie unique en Europe, à savoir le principe des comparaisons coûts-avantages et le concept de « zones monétaires optimales », il convient de souligner que l'union monétaire résulte elle-même d'une collision entre les débats défendant les intérêts européens et ceux protégeant les intérêts nationaux, en particulier dans une matière liée à la souveraineté nationale, à la personnalité des hommes politiques en fonction et à l'influence de la conjoncture économique. L'examen de ces aspects a pour objectif de ressortir, dans le dernier chapitre, les défaillances des fondements de l'euro préjudiciables à son statut international. Il s'agit notamment du caractère économique de la construction européenne qui manque d'intégration politique et qui révèle aussi que l'euro est une monnaie en « mal de souveraineté ». Ce qui influe négativement sur les politiques de gouvernance de l'euro et sur le policy mix européen (coordination entre les politiques économiques européennes et la politique monétaire de la BCE), du fait que ce dernier est étroitement lié à la volonté des économies européennes de s'intégrer plus politiquement et à la capacité de la zone euro à s'affirmer comme zone monétaire optimale.

1. Les grandes étapes de la construction de l'Europe monétaire

L'adoption d'une monnaie unique en Europe ne s'est pas décidée en quelques jours et la naissance de l'euro est le résultat d'un long cheminement dont nous présenterons ici les étapes les plus marquantes¹.

1.1 Le rapport Werner : une première tentative d'UEM

Si le traité de Rome instituant la Communauté Économique Européenne (CEE) date de 1957, aucun dispositif relatif à une monnaie unique (ou même commune) n'avait été prévu à cette époque, pas plus que des dispositions concernant le change des monnaies. Tout ce qui concernait les rapports des monnaies entre elles était alors le fait du Système Monétaire International (SMI) issu des accords de Bretton Woods en 1944. Compte tenu des règles de parités fixes établies entre les différentes monnaies nationales, il n'était pas considéré comme nécessaire de s'imposer des règles supplémentaires au niveau européen.

Toutefois, les difficultés croissantes du système dans les années 1960 ont incité les Européens à se soucier de cette question. C'est ainsi qu'en 1969 fut officiellement prônée, au sommet de La Haye, la création d'une Union Économique et Monétaire (UEM). La marche à suivre précise fut publiée dans le rapport Werner en octobre 1970 : était prévue une progression simultanée de l'intégration économique et monétaire devant aboutir, suite à une progression en trois étapes, à l'UEM réalisée en 1980. Le projet était ambitieux et prévoyait, dans une logique d'intégration de plus en plus poussée, la création d'un centre de décision communautaire pour la politique économique ainsi qu'un système communautaire de banques centrales, et si possible la mise en place d'une monnaie unique.

¹ Cette section s'inspire des historiques que l'on peut trouver dans les ouvrages suivants : M. LELART, « La construction monétaire européenne », Paris, Dunod, 1994 ; J. CREEL, E. FARVAQUE, « Construction européenne et politique économique », Paris, Vuibert, 2004 ; B. ANGEL, « L'Union Économique et Monétaire », Paris, Ellipses, 2006 ; C. GNOS, « L'euro », Caen, EMS, 1998 ; DUBOIS, « Histoire de l'Europe monétaire, 1945-2005: Euro qui comme Ulysse », Paris, PUF, 2008. On pourra se référer à ces ouvrages pour une description plus détaillée.

Toutefois, la remise en cause du système de Bretton Woods en 1971 et la mise en place en décembre 1971, suite aux accords dits du *Smithsonian Institute*, de nouvelles règles instaurant des marges élargies à 2,25 % autour des nouvelles parités par rapport au dollar entraînèrent l'abandon du projet initial au profit de mesures plus immédiates².

1.2 L'expérience du « Serpent Monétaire Européen » et du Système Monétaire Européen

1.2.1 L'expérience du « Serpent Monétaire Européen »

Si les accords du *Smithsonian*³ avaient le mérite de réinstaurer un système de parités fixes, la largeur des marges autorisait des variations considérées comme trop importantes entre les monnaies européennes. D'où l'idée de resserrer les marges entre ces monnaies à une limite totale de 2,25 %, adoptée par l'accord de Bâle en avril 1972. Le système comportant des marges européennes plus étroites mais incluses dans le système plus large centré sur le dollar a donné la célèbre image d'un serpent évoluant dans un tunnel.

Pourtant, cette expérience ne fut pas probante en raison de l'effondrement complet du système de Bretton Woods et de la crise économique des années 1970. Très rapidement, la livre sterling quitta le serpent suivie de la lire italienne et du franc français, une première fois en janvier 1974, puis définitivement en mars 1976⁴. En fait, dès mars 1973, le serpent est sorti du tunnel qui a d'ailleurs fini par exploser. Les accords de Kingston en 1976 officialisant le système de changes flottants scellèrent définitivement le sort du serpent, réduit finalement à une simple réunion de l'Allemagne, de la Belgique, des Pays-Bas et du Danemark.

1.2.2 Le Système Monétaire Européen (SME)

Début 1978 est décidée la création d'un nouveau mécanisme monétaire en Europe. Le Système Monétaire Européen (SME) voit officiellement le jour le 13 mars 1979 en apportant deux nouveautés importantes : la création d'une nouvelle unité de

2 J. CREEL, E. FARVAQUE, « Construction européenne et politique économique », Paris, Vuibert, 2004, p.52

3 B. ANGEL, « L'Union Économique et Monétaire », Paris, Ellipses, 2006, p.15 et C. GNOS, « L'euro », Caen, EMS, 1998 ; p. 25.

4 Après un bref retour provisoire en juillet 1975.

compte : l'ECU, est un système de cours pivots bilatéraux entre les monnaies européennes.

1.2.2.1 L'ECU

L'ECU (European Currency Unit), que l'on a rapidement orthographié en France tout simplement « écu »⁵, n'a pas été conçu à la base pour être une véritable monnaie, mais plutôt, comme son nom l'indique, pour servir d'unité de compte. Cette dernière était définie en référence à un panier des monnaies européennes, c'est-à-dire que la valeur de l'unité choisie était liée à la valeur de quantités pondérées de différentes monnaies nationales⁶.

L'écu a cependant servi de monnaie de règlement sous le nom d'«écu officiel». Les banques centrales européennes disposaient en effet de crédits en écus au Fonds Européen de Coopération Monétaire (FECOM)⁷, obtenus en contrepartie de 20 % de leurs avoirs en or ou en dollars détenus le mois précédent, crédits qui leur servaient à régler les soldes débiteurs constatés entre elles. À partir de 1985, l'usage de l'écu a même été étendu à des banques centrales d'États non membres ou à des institutions monétaires internationales.

Parallèlement, on a assisté à un développement des utilisations monétaires de l'écu par les entreprises, les ménages et les banques. Les agents économiques ont ainsi commencé à se servir de l'écu comme une unité de compte de référence ayant l'avantage non négligeable de présenter moins de risques de change et de taux d'intérêt que la plupart des devises, puisque dépendant d'une moyenne pondérée des monnaies européennes. C'est ce que l'on a appelé l'usage privé de l'écu. Dans le même temps, l'écu a été utilisé par les agents comme monnaie de règlement, dépassant ainsi largement ses attributions premières. Toutefois, les agents ne pouvant disposer d'un compte auprès du FECOM, il a fallu que les banques émettent un autre écu que l'écu officiel. C'est ce que l'on a appelé l'usage de l'« écu privé ». Petit à petit, des

5 Qui évoque également une ancienne pièce d'or française, frappée sous Saint Louis, dont le nom a été régulièrement réutilisé depuis.

6 Pour une analyse précise de la définition de l'écu et de l'évolution de sa composition, on peut renvoyer à M. LELART, « La construction monétaire européenne », Paris, Dunod, 1994. p.42.

7 Fonds initialement créé en 1973, mais qui jouera un rôle majeur principalement grâce à l'avènement du SME.

placements en écus se sont développés (il a été fait rapidement un usage financier de l'écu). L'écu a finalement été traité en tant que véritable devise sur les marchés. Son utilisation a d'ailleurs été telle que les taux constatés sur le marché de l'écu privé ont parfois pu s'éloigner quelque peu de leurs valeurs théoriques définies par le panier même s'ils restaient généralement alignés.

Aussi, bien que l'écu n'était pas réellement une monnaie au sens strict, les usages monétaires et la qualité monétaire de cet instrument ont été croissants tout au long de son existence⁸. Son rôle majeur a toutefois bel et bien consisté à être l'étalon de référence pour définir les cours pivots des différentes monnaies européennes dans le cadre du SME.

1.2.2.2 Un système de cours pivots bilatéraux

Avec le SME, chaque monnaie des pays participants a vu son cours pivot, ou cours de référence, défini en écu. Ainsi, à partir de la liste de cours officiels en écus, il est facile d'établir une grille où les différentes monnaies sont liées entre-elles deux à deux, ce que l'on appelle des cours pivots bilatéraux. De cette manière, chaque monnaie peut être définie en termes de toutes les autres. Il a été décidé que les monnaies participantes pouvaient varier de plus ou moins 2,25 % par rapport à leur cours pivot bilatéral, avec une marge élargie à 6 % pour certaines d'entre elles (livre sterling, lire, peseta, escudo). Ainsi, le principe de fonctionnement du SME est fondé sur un « Mécanisme de Change Européen » (MCE) permettant d'assurer la stabilité des monnaies européennes. En effet, en cas d'atteinte du cours planché ou du cours plafond, les deux banques centrales concernées se doivent d'intervenir sur le marché des changes.

Le bilan du SME est assez contrasté. D'un côté, il dû subir de nombreux réaménagements. Par exemple, entre 1979 et 1992, douze réalignements, ou changements de parité furent nécessaires. Néanmoins, il a permis une certaine stabilité des monnaies

⁸ Au sens de Jérôme BLANC, 2005, cité par : Laurent FEMENIA, « L'euro à la lumière des théories monétaires holistes contemporaines », Thèse de doctorat en Sciences Économiques, Université de Bourgogne, Faculté de Sciences Économiques et de Gestion, École Doctorale Langages Idées Sociétés Institutions Territoires (ED LISIT 491), Laboratoire d'Économie et de Gestion (UMR CNRS 5118), 17 décembre 2008, p.174, in, http://tel.archives-ouvertes.fr/docs/00/35/93/51/PDF/These_de_doctorat_en_economieLaurent_Femenias_17_decembre_2008_.pdf.

européennes en mettant fin à la tentation des dévaluations compétitives, et a contribué à la baisse importante de l'inflation constatée durant cette période. Il faut cependant noter qu'à partir du 2 août 1993, suite à une crise monétaire touchant principalement la livre, la lire, la peseta espagnole et l'escudo cap-verdien, un élargissement très important des marges de fluctuation à 15 % fut décidé.

Le SME a continué à fonctionner de cette manière jusqu'au 31 décembre 1998, veille de la naissance de la monnaie unique. Un SME bis (MCE 2) a cependant été prévu pour les pays ne participant pas encore à l'Eurosystème mais ayant vocation à adhérer dans un futur plus ou moins proche à l'euro (ce qui est le cas, rappelons-le, de tous les pays de l'Union Européenne). Les cours pivots sont cette fois définis par rapport à la monnaie unique européenne et les marges demeurent au niveau élevé de 15 % entré en vigueur en 1993.

1.3 La réalisation de l'UEM et la naissance de l'euro

La signature de l'Acte Unique en 1985 et la création du marché unique européen, censé permettre la libre circulation des personnes, des marchandises, des services et des capitaux ont relancé l'intérêt pour un projet d'Union Économique et Monétaire comme l'illustre la formule « à marché unique, monnaie unique ».

Au Conseil de Hanovre, en 1988, on chargea un Comité, présidé par Jacques Delors, de proposer des étapes concrètes devant mener à l'UEM. Le rapport du Comité fut publié en avril 1989 et préconisait une progression parallèle dans les domaines économique et monétaire (tout comme le rapport Werner), considérant la création d'une monnaie unique comme « un prolongement naturel et souhaitable ». Fut prévu un processus en trois étapes, repris dans *le traité de Maastricht*, signé en février 1992⁹.

1.3.1 La première étape

Les débuts effectifs datent en fait du 1er juillet 1990, avait pour but l'achèvement du marché intérieur et de l'espace financier européen avec une

9 DUBOIS, « Histoire de l'Europe monétaire, 1945-2005. Euro qui comme Ulysse », Paris, PUF, 2008, p.40.

progression dans le même temps de la convergence économique et monétaire des Etats membres.

1.3.2 La deuxième étape

A commencé le 1er juillet 1994 en interdisant le financement monétaire des déficits. Un nouvel organisme, l'Institut Monétaire Européen (IME) reprend les fonctions du FECOM¹⁰ et supervise le fonctionnement du SME. Il prépare la mise en place du Système Européen de Banques Centrales et de la BCE.

1.3.3 La troisième étape

Le passage à la troisième étape a lieu si les pays respectent un « degré élevé de convergence durable », degré évalué au moyen de critères de convergence nominale (parmi lesquels les fameux critères de dette et de déficit public, mais également un critère de stabilité des prix, un critère de taux de change ainsi qu'un critère de taux d'intérêt)¹¹. Dans cette troisième étape, la monnaie unique remplace enfin les monnaies nationales suivant un taux de conversion fixé de manière définitive et irrévocable. Une politique monétaire unique est mise en place, conduite par le SEBC, comprenant la BCE et les différentes banques centrales nationales, toutes indépendantes. La BCE remplace l'IME¹² en mai 1998.

La monnaie unique, encore désignée « écu » dans le traité de Maastricht, s'est entre temps vue doter en décembre 1995 d'un nouveau nom « euro », marquant le fait qu'il s'agit cette fois réellement d'une monnaie unique et nouvelle pour l'Europe. La zone euro initiale était composée de onze pays dès le 1er janvier 1999 : l'Allemagne, la France, l'Italie, la Belgique, les Pays-Bas, le Luxembourg, la Finlande, l'Espagne, le Portugal, l'Autriche et l'Irlande. L'année 2001 a vu l'arrivée de la Grèce. En 2007, la zone euro est passée à treize pays, avec l'entrée en son sein de la Slovaquie, premier pays de la vague d'élargissement de 2004 de l'Union européenne à avoir adopté la monnaie unique. Cet élargissement s'est poursuivi au 1er janvier 2008 avec l'adoption

10 Fonds Européen de Coopération Monétaire.

11 Ces critères sont détaillés dans l'article 121 du traité instituant la Communauté Européenne ainsi que le protocole associé.

12 Institut Monétaire Européen

de l'euro par Chypre et Malte, ce qui a porté à quinze le nombre de pays de l'Union européenne membres de la zone euro. En 2009, la Slovaquie rejoindra à son tour les pays participant à l'Eurosystème. Désormais la zone euro compte dix-sept pays avec l'adhésion de l'Estonie en 2011.

2. Les approches théoriques justifiant et expliquant l'intérêt d'une monnaie unique en Europe

A travers les grandes étapes historiques, qui ont conduit à la création d'une monnaie unique en Europe, la création de l'euro s'est faite, nous l'avons vu, dans une optique d'intégration économique et monétaire entre les pays issus de la CEE¹³. Deux logiques différentes d'intégration se sont opposées à ce sujet depuis les débuts. La première, défendue par les « économistes » (principalement les Allemands et Néerlandais), considérait que l'intégration économique primait et que l'intégration monétaire viendrait en quelque sorte « couronner » la réussite de l'union économique. La seconde, défendue par les « monétaristes » (où l'on trouve Français, Belges et Luxembourgeois), faisait valoir qu'une intégration monétaire était à même de susciter ensuite une plus grande coordination des politiques économiques. Mais quelle que soit la logique défendue, la monnaie unique est essentiellement une construction volontaire censée améliorer le fonctionnement du marché commun (ou « unique » comme il fut appelé par la suite)¹⁴.

Nous présentons dans ce qui suit les principales justifications théoriques, généralement invoquées pour expliquer l'intérêt d'une monnaie unique en Europe, à savoir le principe des comparaisons coûts-avantages et le concept de « zones monétaires optimales ». Nous passerons en revue les débats développés relatifs à la création de l'euro et qui dévoilent l'opposition entre les intérêts européens et les intérêts nationaux, en particulier dans une matière liée à la souveraineté nationale, à la personnalité des hommes politiques en fonction et à l'influence de la conjoncture économique.

13 Communauté Economique Européenne

14 Frédéric LÉPINE, « L'Union européenne dans la crise financière : À la recherche d'une gouvernance économique », Revue L'Europe en Formation, 2010/4, n° 358, p.9-10, in, <http://www.cairn.info/revue-l-europe-en-formation-2010-4-page-173.htm>.

2.1 Une analyse en termes de comparaisons coûts-avantages

Le rapport Emerson dénombrait un certain nombre d'avantages à l'adoption d'une monnaie unique en Europe¹⁵. Ce sont des avantages bien évidemment directs pour les citoyens des pays participants, mais aussi des États et de l'Europe entière¹⁶.

2.1.1 Avantages de l'euro pour l'Union Européenne

La création de l'euro allait permettre aux pays membres de la zone :

- d'avoir une certaine cohésion des politiques économiques et donc une intégration économique plus efficace grâce à un marché unique.
- Une transparence en termes de prix et de coûts dans tous les pays qui favoriserait la concurrence dans les états membres de l'UEM et donc favoriserait les échanges intra-communautaires.
- Stimuler le développement des marchés de capitaux européens, amorcer des changements structurels dans les sphères bancaire et financière renforcer l'intégration des marchés obligataires de la zone euro, rendant celle-ci très attrayante pour les investisseurs.
- Augmentation de la taille et la liquidité des marchés financiers européens pour réaliser des rendements d'échelle. Ainsi, La zone euro s'affirme comme une région attrayante pour les activités commerciales et financières des pays tiers, ce qui favorise les investissements.
- Création d'un environnement macro-économique stable et favorable aux échanges, à l'investissement, à la croissance et à l'emploi.
- La protection des pays membres face aux intenses défis internationaux. l'euro permettrait la fin des incertitudes liées aux fluctuations des taux de change. Donc, l'euro protégerait l'Europe des déséquilibres mondiaux, puisque l'essentiel des échanges est intra-zone. Le fait d'avoir une monnaie unique facilite et favorise les échanges permettant une protection et une certaine

15 EMESSON ; C. HUHNE, « L'Ecu », Paris, Economica, 1991, p. 35.

16 M. Jacques de LAROSIÈRE, « L'euro: une chance pour l'Europe et pour le système monétaire international », Conférence de l'assemblée annuelle de l'association France-Italie (Rome, Campidoglio, 27 Mars 2001), p.11, in, <http://www.asmp.fr>.

indépendance vis-à-vis des autres zones. Depuis les années 2000, l'économie mondiale a traversé des turbulences plus ou moins fortes et l'euro a indéniablement joué un rôle de « bouclier » qui a permis d'atténuer en partie ces différents chocs. Ainsi, la crise financière récente a démontré les vertus protectrices et stabilisatrices de l'euro.

- La disparition des coûts de transaction dans les échanges intra-communautaires : L'utilisation de l'euro permet de protéger l'économie européenne contre les fluctuations financières internationales par un environnement stable qui est possible en partie grâce à la disparition des opérateurs et des commissions de change, ce qui permet d'éliminer les frais liés à l'achat et à la vente de devise sur les marchés des changes. L'effet d'échelle¹⁷ confère en effet à la zone euro une stabilité qui la rend plus résistante aux chocs économiques externes, c'est-à-dire aux changements soudains qui peuvent survenir en dehors de la zone euro et perturber les économies nationales, comme les hausses des prix pétroliers ou l'instabilité des marchés monétaires mondiaux. En outre, l'envergure et la force de la zone euro la rendent mieux apte à absorber ces chocs externes sans subir des pertes d'emploi ou des ralentissements de la croissance.
- La monnaie unique permet en outre de rendre l'Europe plus forte au niveau mondiale, cela lui apporte une force supplémentaire en la rendant plus unie.
- La création de la monnaie unique peut favoriser la montée en puissance d'un grand marché financier international : celui de l'euro. La monnaie unique peut devenir une monnaie internationale et venir concurrencer le dollar, ce qui contribuerait à rendre plus équilibré le système monétaire international¹⁸.

2.1.2 Inconvénients de l'euro pour l'Union Européenne

En contrepartie des avantages attendus de l'euro, les pays européens sont contraints¹⁹ :

¹⁷ « Quel avenir pour l'euro ? », in, www.dessertationoboulo.com, p.3.

¹⁸ M. Jacques de LAROSIÈRE, mars 2001, Op.citée, p.1-13.

¹⁹ A. BÉNASSY-QUÉRÉ, Antoine BERTHOUE ; Lionel FONTAGNÉ, « Euro : comme prévu, des gains et des couts », Lettre du CEPII, n° 284, décembre 2008, p.3-4.

- D'abandonner un certain nombre des attributs de leur souveraineté, au premier rang desquels ce que l'on a coutume d'appeler la « souveraineté monétaire ».
- Il y a une impossibilité de réaliser des politiques monétaire au niveau national mais aussi aucun État membre de la zone euro ne peut changer les taux de change pour répondre aux crises économiques temporaires, ni de modifier de manière unilatérale des taux d'intérêts nationaux. De cela émane la disparition de deux instruments : la politique de change (dévaluation, réévaluation) et la politique monétaire (taux d'intérêt).
- Les politiques budgétaires sont encadrées par le pacte de stabilité, d'où la nécessité de limiter de manière substantielle au niveau national, l'utilisation des politiques fiscales expansives.
- L'absence de vrai pouvoir politique au niveau communautaire se fait ressentir, pour coordonner les politiques économiques et monétaires qui ne sont pas très lisibles.
- Les économies européennes connaissent des évolutions structurelles variables donc pour certains la maîtrise de l'inflation peut être contraignante, d'où une probabilité d'existence de problème de chômage, pas d'harmonisation fiscale et sociale... Ainsi, les gouvernements doivent être nécessairement solidaires dans leurs choix politiques et économiques pour que le système fonctionne et perdure mais ces notions ne sont pas faciles à faire accepter, chacun restant à l'écoute de ses intérêts nationaux.

D'un point de vue théorique, cette comparaison entre les avantages attendus et les coûts à supporter est souvent justifiée grâce au concept de « zones monétaires optimales » que nous présentons dans ce qui suit.

2.2 Analyse en termes de notion de Zone Monétaire Optimale (ZMO)

L'idée selon laquelle le recours à une monnaie unique mondiale serait bénéfique en termes de bien-être est ancienne. On la trouve entre autre développée par John Stuart Mill au XIX^{ème} siècle. Cependant, c'est à partir des années 1960, sous l'impulsion de Robert Mundell, que va véritablement naître et se développer un

concept théorique clé pour expliquer la naissance d'une union monétaire et ses raisons d'être : celui de « zone monétaire optimale ».

Pour notre analyse des limites et des perspectives de l'internationalisation de l'euro, le concept de « zone monétaire optimale » se révèle intéressant dans la mesure où *il met en lumière un certain nombre de critères qui peuvent rendre difficile le fonctionnement concret d'une union monétaire d'un point de vue strictement économique*²⁰. En effet, par l'examen de l'intérêt d'une monnaie unique selon le concept de « zone monétaire optimale », nous identifions, dans le quatrième chapitre, les caractéristiques du policy mix européen. Ces dernières sont non seulement liées à la volonté des économies européennes de s'intégrer plus politiquement, mais aussi à la capacité de la zone euro à s'affirmer comme zone monétaire optimale. Cela nous conduit, dans la suite de l'analyse, à démontrer que l'absence d'un policy mix européen adéquat qui est due à la non capacité de la zone euro à s'affirmer comme une zone monétaire optimale, constitue l'une des insuffisances politiques et économiques préjudiciables au statut international de l'euro.

2.2.1 La mobilité du facteur travail et flexibilité salaires / prix : Robert Mundell 1960

Dans les années 1960 avec sa théorie de la zone monétaire optimale Robert Mundell cherche à expliquer dans quelles conditions les pays peuvent avoir intérêt à se regrouper au sein d'une zone monétaire, soit en adoptant une monnaie unique, soit de manière moins contraignante par un système de changes fixes²¹. Étant donné que cela suppose pour les États un certain nombre de coûts et inconvénients, à commencer par le renoncement à l'utilisation du taux de change comme instrument de politique économique, plusieurs critères sont nécessaires pour assurer que les bénéfices réels

20 La théorie de la ZMO a depuis longtemps fait l'objet d'un certain nombre de critiques et controverses de la part d'économistes²⁰. L'une des critiques récentes les plus développées correspond à l'argument d'endogénéité : l'instauration d'une monnaie commune pourrait rendre des alliés monétaires plus aptes à satisfaire les critères d'optimalité. En d'autres termes, une union monétaire créerait en fait ex post les conditions de son optimalité. En opposition à cette thèse existe l'argument de la spécialisation, exposé notamment par Krugman. Selon ce dernier, l'entrée dans une zone monétaire, tout en se fondant sur des économies à la structure de production bien diversifiée (critère de P. Kenen, 1969) conduirait les partenaires à se spécialiser davantage, ce qui semble paradoxal.

21 R. A. MUNDELL, « A theory of optimum currency areas », *American Economic Review*, vol. 51, 1961, cité par: A. BENASSY-QUÉRÉ, « Le paradoxe de Mundell », *Revue Française d'Économie*, vol. 18 (2), p. 21-33.

soient bien suffisants. Si ces critères ne sont pas respectés, la zone monétaire n'est pas optimale et il est préférable de conserver les taux de change tels qu'ils existent.

Pour Mundell, le critère majeur est de disposer au sein de la zone d'une forte mobilité du facteur travail et / ou une forte flexibilité des salaires et des prix. Dans le même temps, il faut au contraire qu'une forte immobilité caractérise l'évolution des facteurs entre les zones. L'aire d'une ZMO est donc celle qui correspond aux zones de spécialisation productives, avec le risque non négligeable d'aboutir dans ce cas à une « balkanisation » monétaire.

De manière plus simple, Une union monétaire vise la création d'une monnaie unique et donc la fin de l'existence de multiples taux de change entre les pays qui y adhèrent. Ainsi Mundell considérerait qu'en cas de choc macroéconomique exogène et d'une flexibilité imparfaite des prix et des salaires, l'ajustement pouvait se réaliser par la mobilité des facteurs de production et pas forcément par une variation des taux de change (dévaluation compétitive). En effet si un pays est en situation de surchauffe et l'autre en période de sous-emploi, l'arrivée de nouveaux travailleurs dans un pays avec des tendances inflationnistes peut permettre de ramener les salaires à la baisse tandis qu'une réduction du chômage dans un pays connaissant un ralentissement économique peut le rendre plus dynamique. Ainsi Mundell montre que deux régions ou Etats peuvent avoir intérêt à avoir des taux de change fixes si les facteurs de production, c'est-à-dire le capital et le travail, sont suffisamment mobiles.

Face aux critiques que cette théorie suscite, étant donné que la mobilité du facteur travail d'un pays déjà en difficulté économique peut renforcer la crise par la perte de recettes fiscales induites et le départ d'une main d'œuvre souvent qualifiée, McKinnon montra qu'il faut tenir compte du degré d'ouverture de l'économie.

2.2.2 Le degré d'ouverture de l'économie : McKinnon 1963

Ronald McKinnon s'intéresse pour sa part à la question des rapports entre une économie et ses partenaires commerciaux pour la définition d'une union monétaire²².

22 R. I. MCKINNON, « Optimum Currency Areas », *American Economic Review*, vol. 53, 1963, cité par : Laurent FEMENIA, décembre 2008, Op.citée, p.178.

Ainsi, un régime de changes flexibles est intéressant pour un pays qui souhaite mener à bien ses objectifs de politique économique (plein emploi, équilibre extérieur et stabilité des prix) et qui n'a pas besoin de faire appel au capital extérieur pour se financer. Plus une économie est ouverte, moins il lui sera coûteux de participer à un système de changes fixes, mais il faudra peut-être renoncer à certains objectifs de politique économique.

Cela vient du fait que dans le cas d'une économie ouverte, la dévaluation pour favoriser les exportations en améliorant leur compétitivité prix est peu efficace puisqu'elle renchérit le prix des importations, les coûts de production et donc réduit les salaires réels. Par conséquent des économies ouvertes l'une sur l'autre ont intérêt à avoir des taux de change fixes de leurs monnaies.

McKinnon propose ainsi une définition de la zone monétaire optimale fondée sur le degré d'ouverture, l'optimum étant le degré permettant de s'accommoder de la fixité des changes tout en atteignant les objectifs fixés en matière de politique économique.

2.2.3 La diversification de produits : Kenen 1969

Pour Peter Kenen, moins les économies sont spécialisées, moins elles sont sensibles aux chocs. En d'autres termes, des économies avec une production diversifiée peuvent plus facilement s'adapter aux chocs. En effet, les répercussions sur la production d'un bien particulier seront moins graves que si ce bien était l'unique production du pays. Ainsi, une économie diversifiée peut plus facilement adopter un régime de change fixe et s'intégrer au sein d'une union monétaire²³.

Kenen compléta la théorie de McKinnon en montrant plus une économie était diversifiée, et moins le recours à la variation du taux d'intérêt en cas de choc sectoriel était utile, puisqu'il ne pénaliserait pas par définition toute l'économie et que

23 P. KENEN, « The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View », in Monetary Problems of the International Economy, R. Mundell and A. Swoboda, University of Chicago Press, 1969, cité par : Laurent FEMENIA, décembre 2008, Op.citée, p.179.

l'ajustement se réaliserait par la flexibilité des prix et salaires. Ainsi la fixité des taux de change apparaît peu gênante quand les pays ont des tissus productifs variés

En fait, Kenen fait de la diversification productive un prérequis au critère de Mundell concernant la mobilité interne. Kenen s'intéresse par ailleurs à ce qu'est une « zone budgétaire optimale ». En effet, pour que le *Policy mix* soit optimal au sein de la zone monétaire, il est important que la zone budgétaire optimale corresponde à la zone monétaire optimale.

2.2.4 Les points de vue récents sur la zone monétaire optimale

Avec le temps, les critères permettant de définir une zone monétaire optimale n'ont cessé de voir leur nombre augmenter de manière vertigineuse. Les développements récents des études sur les zones monétaires optimales montrent qu'une union monétaire peut accroître de façon importante le volume de commerce entre les membres de l'union²⁴. Ainsi, on a pu voir apparaître des critères dynamiques et non plus seulement statiques²⁵, ce qui a ouvert la voix à une phase « d'opérationnalisation » sans précédente de la théorie (selon l'expression de Bayoumi et Echengreen, 1996)²⁶, visant notamment à donner corps aux différents critères de l'approche traditionnelle et, en particulier, à celui touchant le degré de symétrie des chocs²⁷

2.3 La gouvernance de l'euro : opposition entre intérêts politiques nationaux et économiques européens

Par la brève présentation faite dans la première partie de cette section, nous avons pu conclure que la monnaie unique peut apparaître comme une évolution logique et fluide de la construction européenne, sous-tendue par la nécessité de réaliser un marché unique où circuleraient librement les biens, les services, les capitaux et les

24 A. ROSE, « One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade », *Economic Policy*, n°30, 2000, cité par : Laurent FEMENIA, décembre 2008, Op.citée, p.179.

25 J. A. FRANKEL, « No single currency regime is right for all countries or at all times », *Essays in International Finance*, n°215, Princeton University, août 1999, cité par : Laurent FEMENIA, op.citée, p.180.

26 BAYOUMI et B. ECHENGREEN, « Operationalizing the theory of Optimum Currency Areas », CEPR Discussion Papers n° 1484, CEPR, octobre, 1996, cité par: Marc-Alexandre SÉNÉGAS, « La théorie des zones monétaires optimales au regard de l'euro : Quels enseignements après dix années d'union économique et monétaire en Europe ? », *Revue d'économie politique*, 02, mars-avril 2010, p.384.

27 Marc-Alexandre SÉNÉGAS, mars-avril 2010, Op.citée, p.384.

personnes. Cet aboutissement, cependant n'allait pas de soi, car au-delà de la logique intégratrice, l'opposition entre l'intérêt européen et les intérêts nationaux, en particulier dans une matière liée à la souveraineté nationale, la personnalité des hommes politiques en fonction, l'influence de la conjoncture économique, le tout lié aux confrontations des positions dans les négociations, auraient pu conduire à un autre résultat, qui aurait pu paraître tout aussi logique après-coup²⁸.

Ainsi depuis le projet de sa création, le débat concernant la gouvernance de la monnaie unique fut vif. Dans ce domaine de nature régaliennne, donc extrêmement sensible, la défense des souverainetés nationales, et les fortes différences de situation économique entre les États membres, jouèrent un rôle important.

L'Allemagne fédérale avait une place toute particulière dans ce processus d'union monétaire en raison de la puissance de la monnaie allemande, mais aussi du processus d'unification avec la République démocratique allemande.

On a voulu voir dans l'intégration monétaire de l'Allemagne le prix à payer pour l'unification, afin d'arrimer la nouvelle Allemagne à la construction européenne et éviter ainsi de la voir jouer un nouveau rôle géopolitique au centre de l'Europe. Ainsi, le président français François Mitterrand déclarait en conférence de presse à Strasbourg le 6 décembre 1989 : « *Le nouvel équilibre allemand, auquel aspirent les Allemands, s'inscrira dans l'équilibre européen, car la Communauté non seulement devra se renforcer – elle a commencé – mais encore continuera d'établir une nouvelle forme de rapports et de coopération avec les pays de l'Est et notamment avec l'Union soviétique...* »²⁹ Les études ultérieures démontreront qu'il y a eu au Conseil européen de Strasbourg en décembre 1989, un « marchandage » où l'Allemagne a sacrifié le deutsche mark en échange de l'accord de ses partenaires européens, et en particulier de la France, sur l'unification³⁰.

28 Frédéric LÉPINE, 2010, Op.citée, p.9-10.

29 Renata FRITSCH-BOURNAZEL, « L'Allemagne unie dans la nouvelle Europe », Éditions Complexe, 1991, cité par : Frédéric LÉPINE, 2010, Op.citée, p.9-10.

30 Voir par exemple Daniel Vernet, « 8 décembre 1989, le grand marchandage de Strasbourg », Le Monde, 12 mai 2005.

Il faut toutefois éviter les monocausalités. Comme nous avons eu l'occasion de le présenter, l'idée de la monnaie unique a accompagné toute la construction européenne, et donc bien avant la chute –non prévue – du rideau de fer. Le «marchandage» a surtout permis de faire tomber les dernières résistances allemandes au projet de monnaie unique.

D'autant que la conception allemande de la monnaie a joué un rôle majeur dans la gouvernance de la monnaie unique. Cette conception est résumée par Wolfgang Glomb³¹ de la façon suivante. En Allemagne, l'objectif de la politique monétaire doit avant tout être d'assurer la stabilité monétaire, ce qui explique la traditionnelle indépendance de la *Bundesbank* en charge de cet objectif. Traumatisée par les problèmes monétaires de la première moitié du XXe siècle, notamment l'hyperinflation, et par ailleurs confiante dans la capacité régulatrice du marché, l'Allemagne refuse ainsi d'envisager la monnaie au service d'objectifs politiques. Or, cette conception s'oppose radicalement à la politique d'autres pays européens, en particulier la France. Enfin, l'Allemagne est restée très attachée au deutsche mark comme le symbole de sa réussite économique d'après-guerre et envisageait difficilement de l'abandonner.

C'est dans ce contexte que l'Allemagne, s'appuyant sur la solidité de la monnaie, a fortement influencé les mécanismes de gouvernance de l'euro, notamment en ce qui concerne l'indépendance de la BCE, sur le modèle de la *Bundesbank*. On peut aussi trouver son influence dans la clause dite de « *no bail out* »³² ou clause de non-renflouement, par laquelle chacun des États membres est responsable de ses propres engagements financiers, et que l'Union n'a pas à venir à son secours.

Cette clause était soutenue par l'article suivant, dans lequel les États membres doivent éviter « tout déficit public excessif »³³. Cette clause, politiquement sensible, se voulait symbolique du rôle vertueux de l'Union économique et monétaire, dans lequel les États contrôlant leurs propres finances publiques, n'avaient pas à soutenir les autres

31 Wolfgang GLOMB, « Le Tandem franco-allemand face à la crise de l'euro », Paris, Fondation pour l'innovation politique », février 2011, p.8.

32 Art. 125 Texte Fondant l'UE (TFUE).

33 Art. 126 TFUE.

États membres en difficulté. Cette clause « vertueuse » qui ne pouvait cependant pas cacher un refus de solidarité, comme en témoigne la crise actuelle de dettes souveraines, pouvait être porteuse de déstabilisation, s'il s'avérait qu'un État membre ne pouvait sortir seul de ses difficultés, à défaut de pouvoir utiliser la dévaluation compétitive. Plus symboliquement, c'est l'Allemagne aussi qui imposa le nom de l'euro, en préférence à l'ECU, pour des raisons de compréhension linguistique³⁴.

Ce primat de l'économie sur le politique se retrouva donc dans les règles de gouvernance de l'euro, mais ne s'imposa pas dans tous les aspects de la mise en œuvre de la monnaie unique. Ce fut notamment le cas dans le choix des États fondateurs de la zone euro. Ainsi certains États ne remplissaient pas complètement les critères de convergence définis à Maastricht, ou les remplissaient au prix d'une évolution de leurs données statistiques qui auraient mérité une étude approfondie (certains observateurs parlant de «comptabilité créative»). Cependant, pour des raisons politiques, historiques, comme la taille des marchés concernés, il est apparu impensable de démarrer l'Union européenne sans ces États. Certains y virent le primat du politique sur l'économie, d'autres l'aspect arbitraire des critères définis, et peu suivis dès leur origine³⁵.

Ainsi, l'euro se fonde sur des espérances de prospérité et de bien-être individuel lié à l'avènement d'un vaste marché intérieur européen capable de faire contrepoids au marché américain. « Né dans les marchés », il est empreint d'une logique de consommateur et non d'une logique de citoyen, comme le souligne Jean-Michel Servet³⁶. Cette remarque est essentielle car comme nous le verrons par la suite, l'euro

34 Yves DOUTRIAUX et Christian LEQUESNE, « Les institutions de l'Union européenne après le traité de Lisbonne », 8e édition, La Documentation française, 2010, p. 138.

35 Frédéric LÉPINE, op.citée, p.9-10.

36 Jean-Michel SERVET, « Promesses et angoisses d'une transition monétaire in L'argent », travaux de recherche sur le droit des marchés et des investissements internationaux, Université de Bourgogne, Vol. 14, 1988, p.265 : « Il est symptomatique qu'une des premières plaquettes officielles d'information sur l'euro (diffusée en France à partir de novembre 1997) se soit appelée 'l'euro et moi', titre de grande taille avec en sous-titre de petite taille 'l'euro fait la force'. Un tel titre privilégiait de façon évidente les rapports privés à la monnaie. Cette individualisation des utilisateurs se traduisait aussi dans ce même document, largement diffusé par le ministère en charge de l'économie, par l'illustration non de photos de groupes en situation d'échange ou de communication, mais de personnages séparés les uns des autres. Loin de consacrer l'euro comme une expression communautaire [...] certains ont cru pouvoir agir par la monnaie, pensée à tort comme un instrument essentiellement économique et privé, en vue d'unifier l'Europe par la multiplication des échanges commerciaux. Nombreux sont les projets d'adaptation des populations à l'euro, qui ont tourné peu ou prou autour de la fonctionnalité de l'objet monétaire dans les usages privés des consommateurs [...] Une logique de l'intérêt individuel a ainsi été en quelque sorte instrumentée par les promoteurs de la monnaie unique européenne ».

se fonde sur une confiance d'ordre éthique ou économique *stricto sensu*, en s'affranchissant de toute attache symbolisant une communauté préexistante marquant sa souveraineté. A ce titre, nous reprendrons dans ce qui suit l'analyse de certains auteurs concernant l'idée selon laquelle l'économie suffit ou non à fonder la valeur de la monnaie unique européenne.

3. L'euro : monnaie dépourvue de confiance symbolique de consistance sociale et politique, fondant sa souveraineté sur des espérances de prospérité économique.

Comme nous l'avons vu dans la première partie de cette réflexion, monnaie et souveraineté politique sont en principe liées. Or, à la zone euro ne correspond aucune souveraineté politique. De surcroît, la zone euro rassemble des nations distinctes, tant économiquement³⁷, socialement que politiquement. Ainsi, la monnaie unique présente une configuration monétaire originale et insolite, centrée sur l'économie et neutre sur le plan symbolique : « La création de l'union monétaire en janvier 1999 a entraîné des changements profonds dans les marchés qui ont induit des restructurations spectaculaires parmi les grandes entreprises. Mais justement, il s'agit de marchés, pas de sociétés civiles ni de nations. Il existe un sentiment répandu que l'euro est un instrument de la dictature des marchés, un cheval de Troie de la mondialisation économique » ; « La conception de la monnaie développée dans ce livre permet de ne pas être surpris par l'ambivalence des attitudes que suscite l'arrivée de l'euro. Dans la théorie économique fondée sur le présupposé d'une valeur exprimée dans les prix réels d'équilibre, la monnaie est un objet économique sans impact sur l'équilibre du système. L'intégration économique européenne est un processus purement 'réel' de mobilités de facteurs de productions et d'intensification de la concurrence pour aboutir à un système de prix d'équilibre commun. Une fois ce processus accompli, l'Europe sera devenue une zone monétaire optimale [...] Mais, on a longuement montré dans ce livre que la monnaie n'est pas seulement le régulateur des marchés. C'est une institution bien plus profonde des sociétés [...] C'est un opérateur de la cohésion sociale qui dépend d'une confiance par laquelle se réalise la reconnaissance d'une appartenance à une même

³⁷ Il est certain que l'euro tend à homogénéiser économiquement la zone euro. Mais, de nombreuses disparités demeurent (flexibilité du marché du travail, pression fiscale, niveau des salaires, mécanismes de solidarité collective, état du développement économique et social, etc.).

communauté de paiements. Mais le sens de l'appartenance est fondé sur des valeurs collectives dont les nations sont dépositaires [...] La tension entre l'espace économique de l'euro et la diversité des nations fait l'originalité de l'euro par rapport aux monnaies nationales »³⁸.

Il en ressort, que l'euro se dévoile comme étant une monnaie originale. Issue d'un processus d'intégration des marchés, la monnaie unique européenne semble résulter d'un choix rationnel de fonder une union économique et monétaire sur la base d'avantages renvoyant à la logique marchande et, au-delà, à la sphère strictement économique. Monnaie orpheline de souveraineté politique, l'euro semble avoir l'audace de s'affranchir de toute forme de confiance symbolique pour se rapporter exclusivement à l'économique. Tel est le pari de l'euro : monnaie dépourvue de consistance sociale et politique, fondant sa souveraineté sur des espérances de prospérité économique.

3.1 La physionomie originale de l'euro, révélatrice d'un processus inversé

Comme nous l'avons constaté, dans le premier chapitre, l'analyse hétérodoxe considère la monnaie comme le produit d'un processus endogène à la société. Fait institutionnel socialement construit, la monnaie, sans valeur intrinsèque, mêle croyance et confiance pour assurer son existence et sa pérennité. Ainsi, elle a d'abord besoin du politique pour « officialiser » juridiquement son cours légal. Ensuite, elle est en principe adossée à une entité souveraine politiquement. Ce faisant, nous avons conclu que monnaie, puissance publique, nation et valeurs collectives étaient liés. D'ailleurs, la monnaie retranscrit son appartenance à l'ensemble de ces éléments à travers les « signes » dont elle est imprégnée. Ces « signes » sont censés susciter croyance et confiance chez les individus. Dans cette même optique, selon la conception de Jean Messiha, nous avons mis en avant l'idée selon laquelle, d'un point de vue historique, l'union politique (souveraine) précède toujours en pratique l'union monétaire³⁹ : « Les tentatives historiques de faire émerger, à partir d'une coopération monétaire, une monnaie unique ont toutes échouées, précisément parce qu'elles se sont

38 Michel AGLIETTA et André ORLÉAN, « La monnaie entre violence et confiance », Jacob, 2002, p.292-293.

39 Il semble avoir existé des cas inversés mais, à moyen terme, ceux-ci ont implosé. C'est l'idée défendue par Jean MESSIHA, s'appuyant sur le cas de l'Union latine.

arcboutées sur la monnaie unité de compte, négligeant par là, la monnaie-représentation collective et nationale » ; « Se polariser sur la superficie matérielle de la monnaie comme simple instrument de compte, vider cette monnaie de sa charge historique, culturelle, nationale et souveraine, est une entreprise qui porte en elle les germes de son propre échec en ce qu'elle réduit à l'extrême la notion de monnaie et néglige de fait tout lien entre monnaie et souveraineté »⁴⁰. Ainsi, à la lumière de ces propos et au regard de la démarche d'ensemble de cette réflexion, il faut bien reconnaître que l'union monétaire européenne présente une configuration tout à fait originale. Certes, l'euro est bien le fait de la loi et, plus précisément, il a été adopté par voie référendaire. Son « officialisation » s'est réalisée avec la promulgation d'un traité à valeur internationale. Mais, abstraction faite de l'acte juridique, ce dernier ne s'appuie sur aucune autorité publique européenne dont l'aire de souveraineté coïnciderait avec la zone d'extension de la monnaie. L'euro ne se fonde sur aucune communauté au sens où la nation est définie⁴¹ comme un ensemble d'individus unis au travers d'une multitude de valeurs partagées et liés à une même autorité étatique. En d'autres termes, pour aller à l'essentiel, on peut dire que l'euro est dépourvu de confiance symbolique. Seule le signe officiel de la Banque centrale européenne (BCE) lui consacre une valeur « objective ». En conséquence, on peut analyser l'euro comme étant une monnaie sans prince et sans peuple, tirant sa légitimité uniquement de l'économique. Il demeure une monnaie « anonyme » ou apatride, rassemblant des consommateurs ou agents économiques, mais non des citoyens. L'euro est avant tout une monnaie économique. De cette intégration économique et monétaire, résultera peut-être une union politique et sociale. Mais, pour l'heure, l'euro fait office de monnaie à la genèse originale : « 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 »⁴².

40 Jean MESSAHA, « Souveraineté et zone monétaire optimale : construit, coïncidence ou causalité ? », document de travail MODEM, Université de Paris-X Nanterre (élaboré suite au colloque sur la monnaie qui s'est tenu à Poitiers en novembre 2001 intitulé : Du franc à l'euro : changements et continuité de la monnaie), in, <http://sceco.univ-poitiers.fr/franc-euro/articles/JMessiha.PDF>, p.10.

41 Grégory ODE, « Analyse hétérodoxe de la monnaie appliquée à l'euro : l'originalité et le pari d'une monnaie pionnière en son genre, produit de la rationalité économique », Université de Paris I Panthéon Sorbonne - Master d'économie 2005, p.110.

42 Jean MESSAHA, 2001, Op.citée. p 10.

Ainsi, le procès à l'origine de l'euro est révélateur d'un mouvement inversé : d'abord l'économique et le monétaire, ensuite le politique et le social (au sens large) : « L'euro ne symbolise pas une communauté préexistante marquant sa souveraineté en établissant sa propre unité de compte. Sa création est, en quelque sorte, investie de la mission de faire advenir subrepticement cette communauté, d'où les interrogations sur l'irréversibilité du processus, tant que ne sera pas constitué un véritable gouvernement européen⁴³ ».

On peut alors légitimement penser que l'euro est une monnaie fragile car l'absence de consistance sociale et politique fait de lui une monnaie « neutre », aux racines peu profondes. De ce fait, pour procéder par analogie métaphorique, l'euro est un peu comme un arbre mal enraciné restant de la sorte vulnérable face à la moindre tempête. En effet, une monnaie qui fait fi de toute attache symbolique et, qui se fonde uniquement sur des éléments de nature économique, demeure une monnaie grandement exposée au risque de réversibilité en ce que l'économie est par nature précaire, à la différence du politique et du social. Dès lors, inévitablement, comme nous le verrons prochainement, l'euro a d'ors et déjà été la cible de critiques diverses venant menacer son intégrité.

En somme, l'euro s'avère être une monnaie originale en ce qu'il est le fruit d'une intégration économique poussée entre un ensemble de pays qui, parallèlement, conservent leurs spécificités et leur souveraineté dans de nombreux domaines, en particulier dans le domaine politique. L'euro résulte d'un arbitrage réalisé entre les pays membres de la CEE, puis de l'Union européenne, qui ont pesé les avantages et les inconvénients qui résulteraient de l'instauration d'une monnaie unique. L'euro est ainsi né d'une volonté méthodique et délibérée de certains pays de s'intégrer économiquement et monétairement. C'est en ce sens que l'euro se veut être un produit de la rationalité économique. Apparaît alors le compromis européen : instaurer une monnaie commune sans se défaire des spécificités et de certains des attributs de souveraineté propres aux États membres : « L'apparition de l'euro est donc

43 Bruno THÉRET, « L'euro en ses tristes symboles. Une monnaie sans âme ni culture », in, *Le monde diplomatique*, n° 573, décembre 2001. Bruno THÉRET est membre de l'Institut de recherche interdisciplinaire en sociologie (IRIS) de l'Université Paris IX-Dauphine.

indissociable de la dynamique qui pousse les Européens à s'unir dans les domaines où ils y ont intérêt, tandis qu'ils préservent ailleurs leur identité⁴⁴ ».

Dans cette perspective, il faut souligner que l'Union tente de se construire progressivement sur le plan politique. De même, se dessine vaguement à l'horizon une ébauche d'Europe sociale. Mais, force est de constater que pour l'instant, l'Europe est avant tout un territoire économique et monétaire. Elle comporte ainsi de nombreuses carences, multidimensionnelles qui seront analysées par la suite. Qui plus est, elle est emprise d'une forte charge libérale qui rend les ajustements économiques très difficiles et lui attribue une certaine impopularité au regard du grand public. Fondamentalement, elle reste une entité empreinte d'incertitude, tant au niveau de ses limites géographiques que de ses perspectives d'avenir. Sur le plan politique, l'Union européenne ne dispose ni de la personnalité juridique, ni d'une constitution. Cette dernière est seulement bâtie sur une succession de traités et non sur un texte unique et juridiquement souverain. L'Union européenne se présente comme la résultante d'une succession d'étapes pouvant être assimilée à des séries de négociations internationales. Il en ressort que l'Union européenne ne peut être comparée à un État. La qualité de sujet de droit et la puissance suprême de commandement (souveraineté), traits caractéristiques des États politiques, ne peuvent lui être conférés. L'Union européenne n'est pas souveraine sur le plan politique ; elle reste une entité inachevée et aux contours incertains⁴⁵. En effet, l'architecture institutionnelle européenne a été mise en place par des traités successifs : il n'existe donc pas de texte unique, de Constitution de l'Union européenne. L'Europe s'est construite par étapes ; ses institutions sont nées des délégations

Fait aggravant la superposition des traités rend le fonctionnement de l'Union peu lisible pour des citoyens européens qui, du coup, se sentent éloignés du projet européen. De même, un des problèmes institutionnels essentiels de l'Union réside dans le manque de représentativité et de légitimité démocratique de ses organes politiques qui disposent, malgré tout, de prérogatives importantes alors même qu'ils paraissent

44 Robert RAYMOND, « L'euro et l'unité de l'Europe », *Economica*, 2001, p.124.

45 Arcangelo FIGLIUZZI, « L'économie européenne », Bréal, 2008, pp.16-18.

écartés de tout débat et contrôle démocratique⁴⁶. Ce problème constitue une entorse au principe de souveraineté populaire, principe fondamental des démocraties modernes. En outre, l'unité européenne est une idée difficile à admettre quand on sait que l'Union consiste en une agglomération de pays qui, *a priori*, n'ont pas grand-chose en commun si ce n'est que l'intérêt économique orienté dans un but purement rationnel.

Enfin, pour reprendre l'expression de certains juristes, tel que Jean Paul Jacqué,⁴⁷ l'Union européenne apparaît comme un « phénomène (juridiquement) nouveau » qui peut être analysée, d'une certaine manière, comme une remise en cause des formes étatiques traditionnelles. Entre la confédération et l'État fédéral, l'Union européenne a parfois été qualifiée de Communauté d'intégration ou de Communauté supranationale. Si les États membres conservent leur souveraineté, il n'en reste pas moins qu'ils en partagent l'exercice dans des domaines essentiels comme la monnaie. Ainsi, l'euro est appelé à devenir à terme la monnaie officielle de l'ensemble des pays membres de l'Union. A l'image de l'Union Européenne sur le plan juridique et politique, il apparaît à la lumière de cette analyse comme un phénomène monétaire tout à fait original. Reste à savoir si de cette union monétaire doit naître une union politique ou si la configuration globale actuelle est définitive, faisant de l'euro une pure monnaie de consommateurs et non de citoyens ?

3.2 La neutralité symbolique de l'euro : reflet d'une monnaie « objective » et rationnelle, aux contours incertains, fondée sur une confiance éthique

Fondant en quasi totalité sa légitimité sur une confiance de nature éthique, l'euro devait à l'initial bénéficier aux consommateurs et, plus largement, à l'ensemble des pays de la zone euro. Ainsi, le lien de confiance qui sous-tend la monnaie unique européenne consiste en des critères économiques élevant le bien-être individuel en

46 C'est notamment le cas de la Commission européenne qui, tout en étant politiquement indépendante, incarne le pouvoir exécutif européen. Ainsi, la Commission dispose d'importantes prérogatives. Investie d'un droit d'initiative législative quasi exclusif, elle prépare et met en œuvre les décisions du Conseil de l'Union Européenne et du parlement européen. Elle est actuellement présidée par José Manuel Barroso, commissaire portugais dont très peu de « citoyens » européens doivent connaître le nom. Les commissaires, au nombre de vingt-cinq, sont désignés par les gouvernements pour une période renouvelable de quatre ans. Pèse sur la Commission un manque de représentativité et de légitimité démocratique, ainsi qu'une difficulté de contrôle d'un organe qui paraît éloigné des populations européennes. Accusé d'être technocratique et peu transparente, elle est la principale cible des courants souverainistes européens.

47 Jean Paul JACQUE est professeur des facultés de droit. Il était directeur au service juridique du Conseil de l'Union européenne, cité par : Grégory ODE, Op.citée, p.114, in, www.memoireonline.com.

critère prééminent. Globalement, l'euro était, et est toujours, porteur de nombreuses espérances. L'union économique et monétaire devait s'imposer en grande puissance économique mondiale, notamment en contrebalançant l'hégémonie américaine. Cela dit, pour l'heure, l'euro reste dépourvu d'éléments de confiance symbolique ; sa légitimité en tant que fait institutionnel repose sur un pari économique : faire de la zone euro une zone de prospérité et de croissance. Il en découle que la pérennité de l'euro s'avère tributaire des jugements des agents économiques appartenant à la zone euro⁴⁸.

Fondamentalement, l'euro repose sur des liens économiques. Il relègue au rang de supports superfétatoires les liens historiques, culturels et politiques qui constituent autant de sources symboliques de confiance en la monnaie. Cette suprématie et objectivité de l'économique se matérialisent notamment sur l'iconographie totalement neutralisée des billets émis par la BCE : « Contrairement au dollar, l'euro ne se réfère à aucune autorité supérieure, politique et symbolique fondant le lien de confiance qui 'fait société'. On est en présence d'une monnaie purement fonctionnelle dans sa nudité économique, d'un simple instrument d'échange qui fait fi du passé et ne le raccroche pas au futur faute de pouvoir ou de vouloir s'appuyer sur des symboles communs aux différentes nations qui cherchent pourtant à s'unir [...] à la une d'un dollar dont les coupures symbolisent ainsi une alliance fondatrice entre les relations sociales d'ordre public et d'ordre privé, par ailleurs placée sous l'autorité d'un Dieu dont la Réserve fédérale et le département du Trésor sont les prêtres, le déficit symbolique de la monnaie européenne paraît considérable. L'euro ne peut en effet dissimuler la fragilité de sa légitimité au-delà du cercle des marchands »⁴⁹.

Vidé de symbolique et adossé à des principes économiques libéraux censés établir les conditions d'une expansion économique, l'euro s'est affranchi du politique et du social pour aller à l'essentiel : l'économique. Apparaît alors toute la spécificité de la monnaie européenne par rapport aux anciennes monnaies nationales. Ce point caractéristique de l'euro est retranscrit sur l'iconographie des billets. Avant, sur tous les

48 Michel AGLIETTA, « Espoirs et incertitudes suscités par l'euro in L'argent ? », ouvrage collectif sous la direction de Marcel Drach, La Découverte, Paris, 2004, p.246.

49 Bruno THÉRET, « L'euro en ses tristes symboles. Une monnaie sans âme ni culture », Le Monde diplomatique, n°573, décembre, 2001.

billets des anciennes monnaies européennes, on pouvait y voir des symboles forts faisant référence à l'histoire du pays, à la culture, au politique, etc. Cette symbolique dont se prévalait la monnaie coexistait avec la marque officielle qui instituait la valeur de la monnaie (signature du contrôleur général, marque de la banque centrale...). La monnaie suscitait croyance et confiance en s'appuyant sur des éléments renvoyant à des valeurs communes, reconnus et acceptés par tous⁵⁰. En revanche, il faut souligner que les billets émis par la BCE ne contiennent aucune référence directe ou indirecte à l'histoire, à la culture ou aux hommes politiques. L'euro est une monnaie neutre sur le plan symbolique, ce qui se traduit par une indifférence iconographique. En effet, il ne fonde pas sa valeur sur des symboles communautaires mais sur des principes économiques *stricto sensu*. Ainsi, un grand pas a été franchi avec l'euro car il donne à la monnaie une autonomie supplémentaire par rapport aux précédentes monnaies. En outre, on peut penser que la neutralité symbolique de l'euro fiduciaire procède de la volonté d'afficher et de matérialiser la neutralité de la monnaie elle-même dans le sens où celle-ci n'appartient plus aux gouvernants politiques mais est régie par un institut indépendant et souverain : la BCE.

Ce faisant, l'euro demeure une monnaie « objective » qui fonde sa valeur sur l'économique tout en s'exemptant des attaches symboliques qui sous-tendent, en principe, la monnaie en tant qu'objet conceptuel socialement construit. A ce titre, la monnaie unique européenne se veut être novatrice. Avec l'euro, on a l'impression qu'un pas de plus a été franchi vers la rationalité des activités économiques et sociales. C'est comme si la monnaie marquait davantage sa dématérialisation en s'affranchissant en grande partie du superflu habituellement nécessaire pour assurer croyance et confiance. Une question émerge alors : est-ce que l'euro ambitionne de se passer de toute confiance symbolique ou est-ce une situation transitoire, le temps de construire une autre Europe qu'une Europe de marchés ? Dans ce dernier cas, on aurait alors à faire à un processus inversé selon lequel d'une coopération économique doit naître une union politique entre des États qui, un demi-siècle auparavant, se livraient une bataille sans merci. Mais, tenter de donner des réponses à ces questions s'avère très difficile

50 Denis GUÉNOUN, « Les deux faces de l'euro in L'argent », ouvrage collectif sous la direction de Marcel Drach, La Découverte, Paris, 2004, p.278. Denis GUÉNOUN est écrivain, philosophe et homme de théâtre. Il est professeur en poste à l'Université de Paris IV-Sorbonne.

tant il est vrai que l'euro repose sur un équilibre fragile régi par une multitude de facteurs. En outre, ce qui est sûr, c'est que pour le moment il fait fi du lien de confiance qui rattache la monnaie à un ensemble de valeurs et symboles communs⁵¹.

Conclusion de la section 1

A la lumière de plus de soixante années d'intégration économique en Europe, l'euro apparaît comme une monnaie essentiellement fonctionnelle qui résulte d'une évolution longue et progressive. Son instauration se révèle être une étape « logique », devant davantage intégrer les marchés européens. Mais étant, assis sur des fondements économiques, l'euro fait entrevoir l'incertitude qui le caractérise. Il demeure, donc, une monnaie objective dont la légitimité repose sur un potentiel économique, promesse de la réussite future de l'union économique et monétaire centrée sur une institution clé : la BCE, mais qui rappelle aussi que l'euro est une monnaie en « mal de souveraineté », en attente d'un devenir politique et d'une cohésion sociale entre des nations a priori fortement hétérogènes.

51 Jean-Michel SERVET, 1988, Op.citée, p. 271.

Section 2. Les politiques de gouvernance de l'euro

La question de concurrence entre l'euro et les autres monnaies internationales¹ et celle de sa place au sein de l'architecture monétaire internationale est conditionnée par les qualités des politiques de gouvernance économiques et monétaires (politique monétaire, politique de change et politique budgétaire) suivies par les institutions européennes qui en ont la responsabilité. En outre, ces qualités sont indispensables pour la zone euro dans la mesure où elles lui permettent de tirer profit des avantages de l'internationalisation de l'euro et supporter ses coûts. Ainsi, afin de discuter dans le dernier chapitre de ce travail, les potentialités et les défaillances des fondements de l'euro qui portent préjudice à son statut international (défaillances liées à la politique monétaire, politique de changes, politique budgétaire et du policy mix), il est nécessaire d'identifier au préalable, dans cette deuxième section, la répartition des responsabilités entre les organes de l'UEM qui sont impliqués dans la gestion et la confiance en la monnaie unique. Pour se faire, nous commençons par l'identification des objectifs et missions de la BCE et de ses responsabilités en matière de politique de change de la zone €. Nous terminons par l'analyse de la spécificité de la politique budgétaire au sein de la zone euro et l'importance d'une coordination avec la politique monétaire européenne, c'est-à-dire la réalisation d'un policy mix européen adéquat étroitement lié à la volonté des économies européennes de s'intégrer plus politiquement et à l'aptitude de la zone euro à s'affirmer comme zone monétaire optimale.

1. Objectifs et missions de la politique monétaire dans la zone euro

Dans cette section, l'analyse des objectifs de la politique monétaire de la zone euro se fait dans le but d'identifier, dans le quatrième chapitre de ce travail, les déficiences de la politique monétaire de la zone euro qui justifient la place de l'euro comme deuxième monnaie internationale derrière le dollar. En effet, comme nous l'avons constaté dans le premier chapitre, la politique monétaire menée par la

¹ Comme nous l'avons constaté dans le premier chapitre, la politique monétaire menée, par la banque centrale du pays émetteur, est l'un des canaux privilégiés par les Etats, pour agir sur la concurrence entre les monnaies internationales)

banque centrale du pays émetteur qui influence sur la stabilité de la valeur interne de la monnaie ainsi que sur la croissance et l'emploi (c'est-à-dire sur les politiques économiques générales), est l'un des canaux privilégiés par les États pour agir sur la concurrence entre les monnaies internationales. Les autorités monétaires du pays émetteur de la monnaie internationale doivent être en mesure d'assurer une politique monétaire qui favorise la croissance, car les investisseurs étrangers sont attirés par les actifs en devises des pays à forte croissance, mais aussi par une monnaie internationale dont la valeur interne est stable (inflation modérée). L'arbitrage entre ces deux objectifs n'est pas facile, une croissance ne peut se réaliser sans l'évolution de la masse monétaire, ce qui ne favorise pas la stabilité des prix. De plus le pays émetteur de la monnaie internationale joue le rôle du prêteur du dernier ressort, donc doit émettre des quantités suffisantes de sa monnaie pour satisfaire la demande en liquidité internationale, ce qui peut compromettre aussi la stabilité des prix.

Avant de présenter les objectifs de la politique monétaire, nous rappelons qu'une fois mis en place, l'euro première monnaie sans État, dans un domaine où l'UE dispose d'une compétence exclusive, repose sur une mode de gouvernance original fondé sur trois piliers. *Le premier pilier* : la Banque centrale européenne, l'institution centrale chargée de gérer l'euro. *Le deuxième pilier* : le Conseil Européen, il tient au rôle central du Conseil européen (réunion des chefs d'État et de gouvernement) dans la définition des grandes orientations de politique économique des États membres et de l'Union, sur base notamment de l'article 121 TFUE, qui prévoit la coordination des politiques économiques des États membres et leur « convergence soutenue ». Face à l'indépendance de la BCE, le Conseil européen apporte une dimension politique à l'UEM. Dans le cadre de ce deuxième pilier, il faut aussi remarquer le rôle essentiel du Conseil des ministres dans sa formation chargée des affaires économiques et financières, dit Conseil Ecofin, qui traite à la fois de la coordination de la politique économique et du contrôle budgétaire des États membres. *Le troisième pilier* : le Pacte de stabilité et de croissance, adopté au Conseil européen d'Amsterdam (1997), ce Pacte vise à coordonner les politiques budgétaires des États membres et à éviter les déficits excessifs. Il faut enfin signaler un autre acteur important de l'UEM, l'Eurogroupe, qui regroupe les ministres des finances des États membres de la zone

euro. Le caractère informel de ce groupe, bien que reconnu par un protocole du traité de Lisbonne, ne doit pas cacher son importance, car il permet la coordination des membres de la zone euro avant toute réunion du Conseil Écofin. Il est présidé depuis 2005 par *Jean-Claude Juncker*. L'existence d'une présidence stable de l'Eurogroupe donne un caractère particulier à cette organisation en lui conférant un véritable poids et une représentation politique sur le plan européen et sur le plan international, susceptible de contrebalancer l'indépendance de la BCE.

La BCE, l'un des piliers de gouvernance de l'euro, est seule habilitée à conduire la politique monétaire de l'Union Economique et monétaire, et notamment à émettre l'euro. Son indépendance envers les institutions européennes, comme envers les gouvernements des États membres, est garantie par le traité. Elle est chargée d'assurer la stabilité des prix et de soutenir le développement économique à travers plusieurs instruments dont le principal reste la définition des taux directeurs.

L'institution centrale chargée de gérer l'euro, la Banque Centrale Européenne (BCE), a été mise en place en 1999, en remplacement de l'Institut monétaire européen. Elle constitue avec les banques centrales dont la monnaie est l'euro, le Système européen de banques centrales ou Eurosystem. Son principal organe est le Conseil des gouverneurs, composé d'un directoire de six membres dont le président de la BCE, son vice président et quatre autres membres nommés par les États membres du Conseil européen faisant partie de la zone euro. Depuis le traité de Lisbonne, la BCE et l'Eurosystem sont inscrits au sein même du traité, leur statut faisant l'objet d'un protocole².

Parmi les objectifs de la BCE, on trouve au premier rang le maintien de la stabilité des prix ainsi que le soutien sous réserve qu'aucun préjudice ne soit porté à l'objectif de lutte contre l'inflation, aux politiques générales de l'Union européenne. La BCE se doit également assurer un certain nombre de missions. Il lui faut en effet réguler la monnaie centrale, mettre en œuvre la politique de change de l'euro ainsi que la politique monétaire dans la zone, tâches que nous examinerons ensuite successi-

² Art 282 du TFUE ; protocole n° 4.

vement, sans oublier d'analyser le lien entre politique monétaire et politique budgétaire dans la zone euro. En revanche, dissipons les illusions de certains, l'€ n'a jamais été conçu pour concurrencer le \$ ni pour le supplanter comme monnaie mondiale. Les textes fondateurs ne confèrent à la BCE aucune mission de cette sorte et la BCE ne favorise ni entrave l'internationalisation de l'€ à ce jour³.

1.1 Assurer la stabilité des prix

1.1.1 Description de l'objectif

Il s'agit de l'objectif principal de la BCE fixé par le traité de Maastricht et sans cesse réaffirmé depuis. Néanmoins, aucune définition précise n'est donnée dans le traité de ce qu'est censé être la stabilité des prix. Initialement, en octobre 1998, la BCE a adopté comme définition de la stabilité des prix un accroissement annuel de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) dans la zone euro inférieur à 2 %. Cet objectif doit être atteint à moyen terme. Toutefois, outre les critiques que l'on peut faire vis-à-vis d'un objectif unique de stabilité des prix, le flou dans la définition a provoqué de nombreuses réactions⁴. Inférieur à 2 % signifie-t-il que la BCE considère éventuellement la déflation comme souhaitable ? Face à ce flou, la BCE a précisé son critère en mai 2003 : il s'agit désormais de maintenir le taux d'inflation à des niveaux proches de 2 % à moyen terme (« below but close to 2 % »).

³ Béatrice MAJNONI D'INTIGNANO, « L'euro notre monnaie notre problème ? », Ebook, 2008, Paris, 2008, p.11.

⁴ Par exemple : L.SVENSSON, « A reform of the Eurosystem's monetary policy strategy is increasingly urgent » briefing paper for Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, mai 2002. p185. Cités par : Hubert ESCAITH et Carlos QUENAN, « Émergence de l'euro : implications pour l'Amérique latine et les Caraïbes », Série estudios y perspectivas, Mexique, D.F, mai 2004, p.18, in, <http://www.eclac.org/publicaciones/xml/9/14769/Serie%20fran%2019.pdf>

1.1.2 Commentaire et critique sur la politique monétaire de la zone euro

Le premier point à noter concerne l'absence de cible d'inflation explicite dans la zone euro. A cet égard, la BCE, tout comme la Fed d'ailleurs, fait en quelque sorte figure d'exception, nombre de banques centrales dans le monde ayant opté pour une telle formulation des objectifs à atteindre. Le deuxième point important à soulever, est que la BCE n'était pas obligée de donner une définition de la stabilité des prix, et ce niveau de 2% paraît extrêmement contraignant, notamment dans des périodes de crise économique où des taux d'intérêt bas pourraient avoir des effets bénéfiques sur la croissance, comme s'était le cas de la crise financière 2008. Donc, la BCE ne prend pas en compte d'autres facteurs, comme le fait la Fed par exemple, elle ne se préoccupe de soutenir les politiques économiques européennes que dans le cas où la stabilité des prix n'est pas menacée.

Ainsi, la BCE diffère largement de la Fed pour deux grandes raisons : tout d'abord, tandis que seule la stabilité des prix figure dans les obligations de résultat de l'organisme européen, les autorités monétaires américaines doivent également veiller à maintenir un niveau élevé d'emploi et des taux d'intérêt de long terme modérés. L'autre différence vient du fait que contrairement à la BCE, la Fed n'a jamais donné de définition précise de la stabilité des prix, et ne s'est donc jamais contrainte à suivre aveuglément une politique qui n'est pas nécessairement adaptée à toutes les situations.

1.2 Le soutien aux politiques économiques générales

Le traité de Maastricht ainsi que le protocole sur les statuts du SEBC fixent une seconde mission essentielle à la politique monétaire européenne. Il est ainsi précisé que « sans préjudice de l'objectif de stabilité des prix, le SEBC apporte son soutien aux *politiques économiques générales* dans la Communauté⁵, en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de la Communauté, tels que définis à l'article 2 du traité »⁶. Le

⁵ Dans l'Union dans le traité de Lisbonne

⁶ Le texte se réfère au traité sur l'Union Européenne.

dit article 2 indique que la Communauté se donne pour objectifs d'obtenir un niveau d'emploi élevé et une croissance durable et non inflationniste⁷.

Mais que représentent les politiques économiques générales dans le cadre particulier de l'Union européenne ? Ce qui semblait pouvoir aller de soi dans une république fédérale comme celle de l'Allemagne pose question dans une Europe bien loin de disposer d'une politique budgétaire unique ou même réellement unifiée.

Alors, comment respecter malgré tout cette phrase des statuts, à l'apparence anodine, mais pouvant se révéler lourde de conséquences ? Pour *Jean-Claude Trichet*, l'ex président de la BCE, cela n'est certainement pas contradictoire avec l'objectif de maintien de la stabilité des prix. Cela peut se justifier, pour les tenants de cette interprétation, par le recours à la théorie de la désinflation compétitive dont Trichet⁸ est un fervent adepte depuis les années 1980⁹. Si favoriser une faible hausse des prix revient à œuvrer en faveur de la croissance, on fait effectivement d'une pierre deux coups : la lutte contre l'inflation devient également la lutte pour la croissance. Cela permet ainsi à *Jean-Claude Trichet* de répéter régulièrement devant la presse ou les députés européens que la BCE « n'a qu'une aiguille à sa boussole », celle qui indique la direction de la stabilité des prix¹⁰. Évidemment, si l'on n'accepte pas le cadre théorique néoclassique sous-jacent aux thèses de la désinflation compétitive, on se trouve face à une difficulté d'autant plus importante que le niveau retenu pour une inflation jugée acceptable est fixé de manière étroite. En effet, avec une définition de la stabilité des prix autour de 2%, la marge de manœuvre paraît bien réduite. Cependant, si la BCE souhaitait se donner une définition un peu moins restrictive¹¹,

⁷ Cette mission, peu soulignée par les commentateurs, est reprise quasi textuellement des statuts de la Bundesbank « Sans préjudice des performances de ses missions [dont la première est le maintien de la stabilité des prix], la Bundesbank se doit d'apporter son soutien à la politique économique générale du gouvernement fédéral » ; traduction d'un passage de l'article 12 du *Gesetz über die Deutsche Bundesbank*, 6^{ème} amendement du 22 décembre 1997.

⁸ J. CREEL, J. Le CACHEUX, « La nouvelle désinflation compétitive européenne », *Revue de l'OFCE*, n°92, juillet 2006, p. 45. Grosso modo, cette théorie revient à affirmer qu'une inflation plus faible que celle des autres pays permettrait de favoriser la croissance. Positions ordo-libérales allemandes. P. FABRA, « Un Allemand à la BCE », *Les échos*, 19 et 20 septembre, 2003.

⁹ On peut souligner également que les positions de *Jean-Claude Trichet* ne sont en fait pas très éloignées des positions ordo-libérales allemandes. P. FABRA, 2003, Op.cité,

¹⁰ On trouvera de nombreux communiqués en ce sens sur le site de la BCE ou encore du Parlement européen.

¹¹ On rappelle ici que le critère choisi n'est pas un objectif à proprement parler, qui aurait été fixé extérieurement à la BCE. C'est juste la définition adoptée pour la stabilité des prix, définition susceptible d'évoluer.

des arbitrages pourraient sans doute être effectués de manière à favoriser également d'autres orientations de politique économique.

1.3 La régulation de la monnaie centrale

1.3.1 Premières phases : de 1999 à mai 2003

Pour s'assurer de mener une politique monétaire la plus efficace possible, la BCE a décidé dès 1999 d'appuyer sa stratégie de politique monétaire sur deux « piliers » qui ne représentent pas des objectifs intermédiaires mais plutôt des instruments, des guides utiles pour déterminer les décisions à prendre.

- Le contrôle de la masse monétaire : ce premier pilier consistait à l'origine en une prise en compte de la croissance de la masse monétaire au moyen du contrôle de l'agrégat monétaire large M3.
- Les indicateurs avancés de l'inflation : ce second pilier permettait la prise en compte d'autres indicateurs réels et financiers dans le but de renseigner au mieux les autorités monétaires sur les risques inflationnistes à court terme de la zone euro. Ces indicateurs incluaient notamment le taux de croissance du PIB, les évolutions constatées ou anticipées sur le marché du travail, les variations de coût, les variations dans les commandes industrielles ou autres, celles des prix des actifs financiers, les politiques budgétaires, les taux d'intérêt à long terme, l'évolution du taux de change vis-à-vis des autres monnaies, notamment le dollar, mais aussi la livre sterling ou le yen, la balance des paiements, etc.

Ce second pilier était censé permettre à la BCE de mener une politique monétaire plus efficace et plus précise.

1.3.2 Le tournant de mai 2003

Le 8 mai 2003, prenant compte en partie les critiques qui avaient pu être formulées à son égard, et afin de reconnaître les difficultés rencontrées dans le maintien de la progression de la masse monétaire à un rythme annuel proche de 4,5 %, la BCE a décidé, selon ses propres termes, un « infléchissement » de sa stratégie de

politique monétaire.¹² Ainsi, elle considère désormais que ce qu'elle nomme l'« analyse économique » prime sur ce qu'elle nomme l'« analyse monétaire » pour l'évaluation des risques d'inflation. L'analyse économique se fonde sur l'activité réelle ainsi que sur les conditions financières de l'économie (conditions de production, situation du marché du travail et de la demande, indicateurs variés de prix et de coûts, évolution de la politique fiscale, des prix des actifs sur les marchés financiers, de la balance des paiements européenne, prise en compte des divers chocs pouvant faire évoluer les prix dans la zone euro...). La BCE publie également régulièrement des projections macroéconomiques axées principalement sur les perspectives d'évolution de la croissance du PIB et des prix dans la zone euro.

1.3.3 Les instruments de contrôle de la masse monétaire : les taux directeurs

Le contrôle de la masse monétaire n'est pas possible directement. Même en considérant que l'on peut effectivement définir précisément une « masse monétaire », les enseignements des économistes post-keynésiens ainsi que l'observation du fonctionnement du secteur bancaire nous montrent clairement que la monnaie est créée majoritairement par les banques commerciales et non par la banque centrale. Néanmoins, le rôle de cette dernière est fondamental en tant qu'institution émettrice de la monnaie centrale et garante de la liquidité bancaire. Elle exerce par ailleurs un contrôle indirect sur la quantité de monnaie bancaire créée via ses taux d'intérêt directeurs qui sont au nombre de trois : taux des opérations principales de refinancement,¹³ taux de facilités de prêt marginal¹⁴ (taux plafond), et le taux de facilités de dépôt (taux plancher)¹⁵.

¹² « La stratégie de politique monétaire de la BCE », communiqué de presse du 8 mai 2003. Ce communiqué a ensuite été confirmé dans le bulletin mensuel de juin 2003.

¹³ Il s'agit du taux principal, celui qu'on évoque le plus souvent, qui accompagne le taux au jour le jour du marché monétaire, souvent mesuré par le taux EONIA (European overnight index average), qui consiste en une moyenne des taux appliqués par un panel de 49 banques. Il correspond au taux minimum de souscription valable pour les opérations d'open market lancées sur le marché monétaire selon un rythme hebdomadaire par la BCE.

¹⁴ Il s'agit d'un taux auquel les banques peuvent se refinancer n'importe quand, et sans limite de quantité sous réserve d'avoir en portefeuille des actifs éligibles. La liquidité est accordée pour vingt-quatre heures. Néanmoins, le recours à cette possibilité est découragé par un taux d'intérêt nettement plus élevé que le taux principal (100 points de base).

¹⁵ Il s'agit du symétrique du taux de facilités de prêt marginal. À ce taux (100 points de base en dessous du taux principal cette fois), les banques peuvent placer à vue et sans aucun risque leurs excédents de liquidité auprès de la banque centrale.

1.4 La fonction de prêteur en dernier ressort

La fonction de prêteur en dernier ressort est traditionnellement, avec le maintien de l'ancrage nominal, l'une des grandes tâches dévolues aux banques centrales. L'expression même remonte à Francis Baring qui, dès 1797, expliquait que la Banque d'Angleterre était « le prêteur en dernier ressort » auprès duquel les banques pouvaient obtenir des liquidités en cas de crise¹⁶. Mais la doctrine ne sera pour la première fois formellement analysée qu'en 1802 par Henry Thornton¹⁷ qui fondera ce que l'on a coutume d'appeler la doctrine classique du prêteur en dernier ressort. Cette doctrine sera développée et complétée quelques années plus tard par Walter Bagehot¹⁸. Dès cette époque, les auteurs insistent sur les responsabilités collectives exercées par la banque centrale qui se doit de garantir la stabilité du système financier dans son ensemble et prévenir des vagues de faillites susceptibles de contaminer des banques saines¹⁹.

A l'échelle internationale, cette fonction demeure fondamentale puisque elle permet à la banque centrale du pays émetteur de la monnaie internationale de fournir une sorte d'assurance collective contre le risque d'instabilité du système monétaire international (manque de liquidités internationales pour assurer les transactions commerciales et financières ainsi que le financement des déficits des balances de paiements, notamment en période de crise)²⁰.

La BCE comme la Fed a, à plusieurs reprises au cours des dernières années, eu recours à des injections massives de liquidités dans le but d'éviter aux marchés internationaux et nationaux de sombrer dans la crise. Les cas les plus importants ont eu

¹⁶ Observations de: the Establishment of the Bank of England, 1797

¹⁷ H. THORNTON, « An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain (1802) », New York, Rinehart & co, 1939, cité par : Laurent FEMENIA, « L'euro à la lumière des théories monétaires holistes contemporaines », Thèse de doctorat en Sciences Économiques, Université de Bourgogne, Faculté de Sciences Économiques et de Gestion, École Doctorale Langages Idées Sociétés Institutions Territoires (ED LISIT 491), Laboratoire d'Économie et de Gestion (UMR CNRS 5118), 17 décembre 2008, p.191, in, <http://tel.archives-ouvertes.fr>.

¹⁸ W. BAGEHOT, « Lombard Street (1873) », Homewood III, Richard D. IRWIN, 1984 », cité par : Laurent FEMENIA, 2008, Op.citée, p.191

¹⁹ Pour un exposé plus détaillé des thèses classiques sur le prêteur en dernier ressort, voir : J. de BOYER des ROCHES, R. SOLIS, « les approches classiques du prêteur en dernier ressort : de Baring à Hawtrey », papier présenté lors du Colloque international « Le prêteur en dernier ressort : expériences, analyses, controverses », Paris, 23-24 septembre 2002. Voir également X. BRADLEY, C. DESCAMPS, « Monnaie banque financement », Paris, Dalloz, 2005, p. 159.

²⁰ M. AGLIETTA, « Macroéconomie financière », 2 volumes, Paris, La Découverte, 2001, p. 95

lieu en septembre 2001 au moment des attentats et depuis l'été 2007 et la crise dite du «subprime» américain. Dans les deux cas, ces opérations « exorbitantes » du marché, au-delà des règles habituelles de la concurrence, visent avant tout à restaurer une confiance parmi les acteurs des marchés monétaire et financier. Il s'agit bien d'un rôle clé de toute banque centrale. Or, comme nous le verrons, dans le quatrième chapitre, et comme l'ont souligné certains observateurs de l'euro, alors que la Réserve Fédérale américaine a largement démontré, notamment au cours des crises financières les plus récentes, sa capacité et sa détermination à assurer cette fonction et à en assumer les coûts éventuels, l'incertitude, l'hésitation et le retard entourent les possibilités et les intentions de la BCE sur ces questions essentielles pour l'internationalisation de l'euro.

Toutefois, il faut signaler que l'existence même de cette fonction génère un risque d'aléa moral puisque les banques peuvent être incitées à prendre des risques, sachant que la banque centrale répondra présente en cas de crise. D'où des interventions ponctuelles sous la forme d'appels d'offres rapides ou de prises en pension au jour le jour de la part des banques centrales américaine ou européenne.

2. La politique de change et rôle de la BCE

2.1 La politique de change vis-à-vis de l'extérieur de la zone euro

Dans ce cadre les textes fondateurs restent vagues et les conditions de leur application augmentent cette incertitude. Comment se répartissent les responsabilités dans la politique de change à l'intérieur de la zone € ? Deux instances peuvent intervenir : le Système européen de banque centrale SEBC, c'est-à-dire la Banque centrale européenne (BCE) et les Banques centrales des pays membres.

2.1.1 La BCE et la conduite des opérations de change

A son initiative l'intervention de la BCE est légitime lorsque le niveau de l'€ risque de compromettre la stabilité monétaire ; par exemple : lorsqu'une dépréciation de l'€ risque d'entraîner une augmentation des prix des produits importés pouvant se

généraliser et risque de provoquer de l'inflation ; exemple : en 2000 à l'époque de l'euro faible ; elle détient et gère les réserves de change de la zone²¹. La BCE choisit donc leur position.

2.1.2 Le Conseil des Ministres des Finances de la zone euro : l'Eurogroupe

Statuant alors à l'unanimité, il peut conclure des accords sur un système de taux de change, c'est-à-dire sur le choix du régime de change de l'€ vis-à-vis des autres devises. Statuant à la majorité qualifiée, il peut aussi formuler les orientations générales de la politique de change : euro fort ou faible par exemple²².

2.1.3 Le problème important de la gestion du taux de change

Le problème important de la gestion du taux de change de l'euro reste entier : qui en a la charge ? La BCE se doit-elle de réagir lorsque les fluctuations dépassent certaines marges ? Ou doit-elle au contraire laisser totalement flotter la monnaie unique par rapport aux autres monnaies²³ ?

Dans les textes officiels²⁴, le Conseil européen (peut conclure des accords de change sur recommandation de la Commission, après consultation du Parlement européen et de la BCE. Le Conseil garde également le pouvoir de décider d'une politique de change même en l'absence d'accords, tout en préservant l'indépendance du SEBC et l'objectif de stabilité des prix²⁵. Des orientations de la politique de change peuvent aussi être formulées par les ministres des finances (l'Eurogroupe) de la zone. La BCE met ensuite en œuvre cette politique. Pourtant, étant donné la difficulté qu'il y a à trouver des accords entre les différents pays, c'est dans les faits la BCE qui décide seule et gère le change de l'euro au jour le jour. Pour se faire, elle considère le taux de change de l'euro par rapport à son objectif de lutte contre l'inflation. Ainsi, un euro

²¹ Texte fondateur de la BCE, Article 105, A.

²² Texte fondateur de la BCE, Article 110, III.

²³ Béatrice Majnoni D'INTIGNANO, « L'euro notre monnaie notre problème ? », Ebook, 2008, Paris, 2008, p. 57.

²⁴ Traité de Maastricht, article 109 ; traité de Lisbonne, article 219.

²⁵ Précision apportée par le Conseil de Luxembourg des 14 et 15 décembre 1997.

qui s'apprécie incitera, toutes choses égales par ailleurs, la BCE à baisser ses taux d'intérêt, et inversement, un euro plus faible la poussera à augmenter ses taux²⁶.

Évidemment, le niveau du change n'étant pas le seul indicateur de l'existence de tensions inflationnistes, on pourra néanmoins assister également, comme cela a été le cas entre décembre 2005 et l'été 2008, à une montée de l'euro combinée à une hausse des taux.

Si ni la BCE, ni la Fed, ni aucune banque centrale ne gèrent directement le taux de change de leur monnaie, elles disposent bien de moyens d'influer le cours de l'euro ou du dollar. En effet, le taux de change entre les monnaies américaine et européenne dépendra fortement des écarts de rendements attendus (ou de taux anticipés) par les agents économiques entre les deux monnaies. Ainsi, une baisse des taux de la Fed combinée à un maintien des taux européens à un niveau élevé favorise l'accroissement de cours de l'euro par rapport au dollar.

L'action sur les taux d'intérêt n'est pas le seul moyen d'agir sur le taux de change : les déclarations seules des autorités monétaires ont déjà, par les anticipations qu'elles provoquent chez les agents, un pouvoir non négligeable sur le cours de la monnaie. Ainsi, début 2008, il suffisait que les acteurs de l'économie anticipent, de par les déclarations de la BCE, que cette dernière ne baisserait pas ses taux dans un avenir proche en raison de ses craintes vis-à-vis de l'inflation, pour favoriser encore la hausse de l'euro puisque les agents économiques savaient que dans le même temps, la Fed agirait pour sa part sans hésiter pour relancer l'économie si la croissance continuait de faiblir aux États-Unis.

Au final, la BCE surveille sans doute davantage le niveau du change que son homologue américaine. Toutefois, le manque de coordination entre les États européens empêche l'existence d'une véritable politique active de change en Europe. Par ailleurs, même s'il était possible dans le futur de mettre en place une telle politique de change, cela ne réglerait en rien les problèmes posés par absence de cadre international de

²⁶ P. Artus, « Réserve Fédérale et Banque Centrale Européenne : que ferait l'une à la place de l'autre ? », Flash marchés, n° 474, 27 novembre 2006, p.10.

régulation des taux de change depuis la fin du système de Bretton Woods. Une banque centrale ne peut en tout cas prétendre maîtriser à elle seule le taux de change de sa monnaie. Cela pose la question d'une coordination plus efficace des changes au niveau mondial²⁷.

2.2 La disparition du change à l'intérieur de la zone euro

Du fait de la monnaie unique, les pays européens constituent désormais un seul territoire économique. Les rapports économiques entre les pays qui disposent de l'euro doivent désormais être appréhendés comme des relations internes à un pays et non plus comme de l'économie internationale. Ainsi, l'adoption d'une monnaie unique est bien différente d'une simple contrainte de parité fixe des taux de change alors même que ces deux solutions ont souvent été considérées comme équivalentes. La monnaie unique supprime toute contrainte d'équilibre des paiements à l'intérieur de la zone euro et donne ainsi une nouvelle dimension à la mobilité des capitaux autre que celle apportée par le seul marché unique²⁸.

3. La politique budgétaire européenne

En l'absence d'un véritable budget fédéral, l'Europe monétaire se construit sur un modèle original, à savoir le mélange de 17 politiques budgétaires autonomes et d'une politique monétaire unique, ce qu'on appelle le Policy mix. La politique monétaire est gérée sous le mode fédéral par le système européen des banques centrales (SEBC). Les politiques budgétaires, au plan juridique, restent du domaine de la souveraineté nationale mais sont encadrées par le pacte de stabilité²⁹.

Le pacte de stabilité et de croissance a été jusqu'à présent considéré comme l'élément fondateur de base de la mise en cohérence des politiques budgétaires et du Policy mix communautaire de l'UEM. Mais aussi le garde fou apte à prévenir toute dérive budgétaire susceptible de nuire à la stabilité de l'UE. D'après le pacte de

²⁷ Laurent FEMENIA, 2008, Op.citée, p.195

²⁸ C. GNOS, « Les pays de la zone euro doivent-ils se préoccuper des déséquilibres de leurs paiements réciproques ? », Économies et Sociétés, Série « Monnaie », ME, n°1-2, septembre-octobre 1999, p.189

²⁹ Traité d'Amsterdam de juin 1997.

stabilité et de croissance, les États membres de l'Euroland devront respecter une discipline stricte en matière budgétaire. En effet, la gestion de la politique monétaire unique doit s'effectuer en conformité avec les principes d'une économie de marché et de libre concurrence.

3.1 Le « Pacte de Stabilité et de Croissance »

L'idée de surveiller les soldes budgétaires des pays de la future zone euro fut proposée en 1995 par le ministre allemand des finances Théo Waigel³⁰. À l'origine du Pacte se trouvent les critères de convergence énoncés dans le traité de Maastricht, parmi lesquels notamment les critères de déficit des administrations publiques (comprenant non seulement le budget de l'État, mais aussi des collectivités territoriales et des organismes de sécurité sociale) et d'endettement public qui ne devaient pas dépasser respectivement 3 % et 60 % du PIB. Reprenant ces principes, et afin de s'assurer du maintien de la discipline budgétaire après la naissance de l'euro, le Pacte de Stabilité et de Croissance a-t-on complété suite à la demande de la France, a été adopté et annexé au traité d'Amsterdam de juin 1997.

Le pacte de stabilité oblige, d'une part, chaque pays à présenter annuellement un « programme de stabilité à moyen terme », et, d'autre part, il instaure un mécanisme d'avertissement et de sanction en cas de non respect des règles. À l'initial, le but principal du pacte de stabilité consistait, en premier lieu, en une réduction de la dette publique des États membres qui était devenue trop conséquente. Au-delà, sa finalité consistait à faire de la zone euro, à terme, une zone économique et monétaire qui tende vers l'homogénéité et qui puisse faire l'objet d'une politique monétaire centralisée qui s'accorde avec les situations budgétaires particulières des États membres. En ce sens, le pacte de stabilité est une conséquence de l'objectif final de stabilité des prix assigné à la BCE dans la mesure où la rigueur monétaire imposée par la BCE sur l'ensemble de

³⁰ Waigel THEO, proposait d'ailleurs un Pacte encore plus contraignant que le traité de Maastricht. Il n'a toutefois pas été suivi sur ce point.

la zone appelait logiquement à un assainissement des finances publiques étatiques³¹. Ainsi, comme le souligne Arcangelo Figliuzzi³², la BCE s'est dès le départ imposée en instance directrice de la politique économique européenne : « Le pivot de policy-mix (dosage macroéconomique défini comme l'articulation optimale entre politique monétaire et budgétaire dans un but de régulation conjoncturelle) est la BCE : toutes les règles ont été définies de façon à assurer la prééminence de ses arbitrages : le pacte de stabilité place les politiques budgétaires sous tutelle de la politique monétaire ».

3.1.1 Objectifs du PSC

Jusqu'à la crise financière globale, le PSC a tenu lieu d'instrument permettant d'assurer la cohésion budgétaire indispensable au maintien d'une monnaie unique entre divers États. Il précise que le déficit budgétaire annuel d'un État membre de la zone euro ne doit pas dépasser 3 % du PIB. Le PSC présente plusieurs objectifs :

- ✓ Au premier rang des objectifs, on trouve donc le maintien de la discipline budgétaire.
- ✓ Au deuxième rang, le Pacte a aussi pour but de prévenir des risques d'insolvabilité de la part d'un pays de la zone euro, et d'éviter que la politique budgétaire ne contraigne la politique monétaire unique. De plus, étant donné que l'endettement d'un pays de la zone risque de faire monter les taux d'intérêt longs pour tous, ce qui risque de provoquer une appréciation de la monnaie unique et donc une dégradation de la compétitivité de l'Europe, une nécessité d'encadrement a été reconnue. Le tableau n°5 ci-après montre l'évolution depuis la création de l'euro des critères de déficit budgétaire et de dette public pour les différents pays de l'UEM.

Dans l'ensemble, le critère de déficit budgétaire est plus facilement respecté que celui de la dette publique en raison du montant très élevé que cette dernière atteint dans un certain nombre de pays. Ainsi, sept pays sur douze ne respectaient pas le

³¹ La politique budgétaire peut, en effet, être utilisée pour contracter la demande et réduire l'inflation. En outre, dans le cas de zone euro, des politiques budgétaires trop expansionnistes seraient venues contredire le principe de stabilité des prix. C'est pourquoi, la situation des finances publiques était une composante importante de la convergence

³² Arcangelo FIGLIUZZI, « L'économie européenne », Bréal, 2008, pp.16-18.

critère de dette publique en 2006. Parmi ces sept pays, deux ne respectaient en outre pas celui de déficit budgétaire, soit un total de sept pays sur douze dépassant les seuils autorisés pour l'un ou l'autre critère.

Tableau n° 5 : Soldes budgétaires et ratios d'endettement des pays de la zone euro

		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Allemagne	Solde budgétaire	-1,5	1,3	-2,9	-3,7	-4,0	-3,7	-3,2	-1,7
	Dette publique	61,2	60,2	59,6	60,3	63,9	65,7	67,9	67,9
Autriche	Solde budgétaire	-2,2	-1,5	0,0	-0,5	-1,6	-1,2	-1,6	-1,1
	Dette publique	66,5	67,0	67,0	65,8	64,6	63,9	63,5	62,2
Belgique	Solde budgétaire	-0,5	0,1	0,6	0,0	0,1	0,0	-2,3	0,2
	Dette publique	114,8	109,1	108,0	103,2	98,6	94,3	93,2	89,1
Espagne	Solde budgétaire	-1,3	-0,9	-0,5	-0,3	0,0	-0,2	1,1	1,8
	Dette publique	63,1	61,1	56,3	52,5	48,8	46,2	43,2	39,9
Finlande	Solde budgétaire	1,6	6,9	5,0	4,1	2,5	2,3	2,7	3,9
	Dette publique	47,0	44,6	43,6	41,3	44,3	44,1	41,4	39,1
France	Solde budgétaire	-1,7	-1,5	-1,6	-3,1	-4,1	-3,6	-3,0	-2,5
	Dette publique	58,5	56,8	56,8	58,2	62,4	64,3	66,2	63,9
Grèce	Solde budgétaire	-3,3*	-4,0*	-4,9	-5,2	-6,2	-7,9	-5,5	-2,6
	Dette publique	105,2*	114,0*	114,4	110,7	107,8	108,5	107,5	104,6
Irlande	Solde budgétaire	2,7	4,6	0,8	-0,4	0,4	1,4	1,0	2,9
	Dette publique	48,6	38,3	35,9	32,2	31,2	29,7	27,4	24,9
Italie	Solde budgétaire	-1,7	-0,8	-3,1	-2,9	-3,5	-3,5	-4,2	-4,4
	Dette publique	115,5	111,2	110,9	105,6	104,3	103,8	106,2	106,8
Luxembourg	Solde budgétaire	3,4	6,0	6,1	2,1	0,4	-1,2	-0,3	0,1
	Dette publique	5,9	5,5	6,7	6,5	6,3	6,6	6,1	6,8
Pays-Bas	Solde budgétaire	0,4	2,0	-0,2	-2,0	-3,1	-1,8	-0,3	0,6
	Dette publique	63,1	55,9	51,5	50,5	52,0	52,6	52,7	48,7
Portugal	Solde budgétaire	-2,7	-2,9	-4,3	-2,9	-2,9	-3,3	-6,1	-3,9
	Dette publique	54,3	53,3	53,6	55,5	56,8	58,2	63,6	64,7
Zone euro 12**	Solde budgétaire	-1,3	0,0	-1,8	-2,5	-3,0	-2,8	-2,5	-1,6
	Dette publique	72,7	70,4	69,3	68,2	69,3	69,8	70,6	69,1

(Sources : Eurostat, OCDE)

* : Pays n'ayant pas encore, à l'époque, adopté l'euro.

** : Ne tenant pas compte des données de la Slovaquie qui n'a adopté l'euro qu'en 2007.

Composé de dispositions préventives et correctives, le PSC peut donner lieu à des recommandations de la part du Conseil Écofin, lorsqu'il a constaté le déficit excessif ou le risque de déficit excessif d'un État, sur proposition de la Commission européenne³³. Au terme de la procédure, le Conseil Écofin peut également décider de sanction contre des déficits ou/et de dettes excessifs contre les membres ne respectant pas ces critères, pouvant conduire à des « mises en demeure », à des dépôts contraints

³³ Avant le traité de Lisbonne, il fallait tout d'abord une recommandation de la Commission, procédure plus lourde.

au budget communautaire, voire dans les cas les plus extrêmes à des amendes pour les pays concernés. Il est à noter que dans ce domaine³⁴.

Mais, cette procédure n'a pas été appliquée lorsqu'elle aurait dû l'être en particulier en 2003 à l'encontre de la France et de l'Allemagne. En effet, alors que la France et l'Allemagne ont fait 'objet en 2003, après avoir été montrés du doigt par la Commission, d'un début de procédure, cette dernière fut abandonnée par la suite contre la promesse d'un retour à la norme. On peut se demander quel est véritablement l'intérêt de fixer de telles limites si les pays contrevenant à la règle ne sont pas sanctionnés. Donc, il était politiquement difficile d'infliger des amendes à un couple moteur de la construction européenne, même si la grande indulgence du Conseil européen a pu sembler une injustice pour les pays tentant tant bien que mal de respecter la règle, aussi contestable soit-elle.

Après cet épisode malheureux, le Pacte de stabilité sera réformé en 2005 : tout en conservant les règles et les principes fondamentaux, le nouveau Pacte visait à mieux prendre en compte des situations propres à chaque État, de façon à épouser la logique du cycle économique. Le Pacte est ainsi plus souple, mais aussi plus complexe. Chaque État définit désormais un programme de stabilité – examiné par la Commission et le Conseil – incluant un objectif budgétaire à moyen terme présenté en termes structurels (excluant les effets purement conjoncturels). Les déficits sont évalués en fonction de la situation des pays ainsi que de la trajectoire que ces derniers proposent pour se rapprocher de l'équilibre. Cette victoire politique symbolique de 2005 va permettre de prolonger le mirage jusqu'en 2009 début de la crise de dettes souveraines.

En 2010, aucun pays appartenant à la zone euro n'a pu respecter le Pacte de stabilité et de Croissance. La dette publique dans la zone euro est passée de 65% à

³⁴ La Commission européenne ne dispose que d'un pouvoir limité, même s'il a été partiellement accru par le traité de Lisbonne, et le Parlement européen que d'un rôle consultatif limité.

85% du PIB entre 2007 et 2010³⁵. La crise financière mondiale 2007 a provoqué une détérioration massive des finances publiques dans la zone euro. La récession de 2009 a fortement réduit les recettes publiques et pesé lourd sur l'État-providence. De plus, les États se sont engagés dans des sauvetages de banques et des plans de relance coûteux (cf. figure n° 2 et tableau n°6).

Figure n°2 : L'impact de la crise sur les finances publiques dans la zone

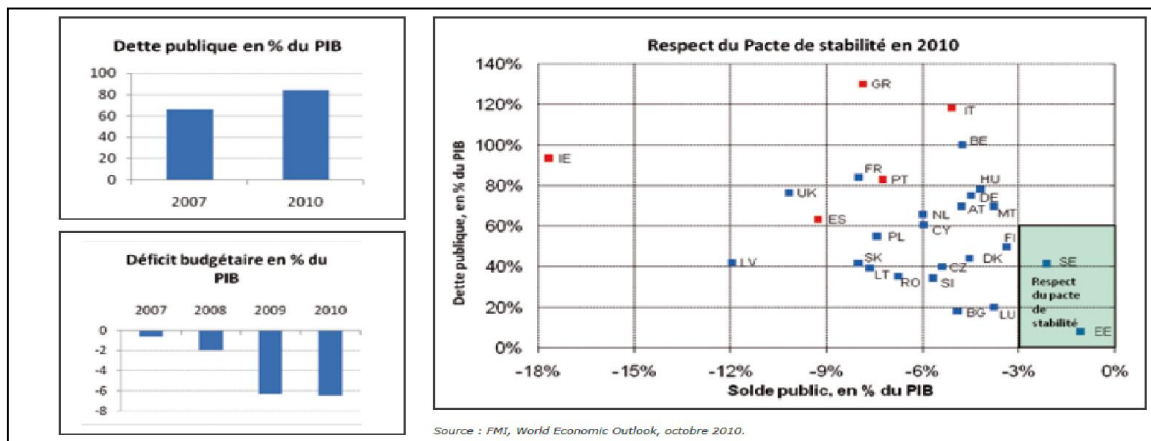


Tableau n° 6. Plans de relance pour soutenir l'économie réelle dans la zone euro en 2009

Interventions publiques dans le secteur bancaire (jusqu'en juin 2009)				Les plans de relance (jusqu'en mars 2009)			
		En milliards d'euros	En % du PIB			En milliards de dollars	En % du BIP
Allemagne	Engagements	700	28,1	Allemagne		130,4	3,4
	Débours	151	6,1				
France	Engagements	368	18,9	Espagne		75,3	4,5
	Débours	104	5,3				
Italie	Engagements	n/d	n/d	France		20,5	0,7
	Débours	10	0,6				
Pays-Bas	Engagements	265	44,6	Italie		7	0,3
	Débours	99	16,6				
Espagne	Engagements	n/d	n/d	Royaume-Uni		40,8	1,5
	Débours	31	2,8				
Royaume-Uni	Engagements	845	54	Etats-Unis		841,2	5,9
	Débours	690	44,1				
Etats-Unis	Engagements	2491	22,3	Japon		104,4	2,2
	Débours	825	7,4				
Japon	Engagements	113	2,7	Chine		204,3	4,8
	Débours	3	0,1				

Source : Brookings Institution

³⁵ Sébastien PAULO, « L'Europe et la crise économique mondiale réponse – bilan », Fondation Robert Schuman, avril 2011, p.18.

3.1.2 Les limites du Pacte de stabilité et de croissance

Les seuils fixés ont souvent été considérés comme trop rigides. Certes, il est important de veiller à une bonne utilisation des fonds publics qui ne doit pas être excessive. Mais comment fixer la limite entre ce qui peut être considéré comme néfaste pour l'économie et ce qui ne représente aucun danger ? Et quelle est la signification macroéconomique des seuils fixés ?

Le seuil de 3 % du PIB pour le déficit budgétaire comme celui de 60 % du PIB pour la dette publique trouvent une justification théorique au moment de l'élaboration du traité de Maastricht. Ces deux indicateurs ont été fixés en considérant un taux de croissance annuel nominal du PIB de 5 %. Pourtant, le taux de 5 % de croissance que l'on utilise dans ces calculs est très loin de correspondre à la réalité de l'économie européenne d'aujourd'hui³⁶. On pourra remarquer que ces seuils ne figurent pas directement dans le texte du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne³⁷ mais dans un protocole annexé qui pourrait, en théorie, être modifié, ce qui n'a jamais été le cas.

Dans le même temps, la contrainte fixée produit des effets procycliques indésirables : en période de croissance, alors que le Pacte peut être assez facilement respecté, les États sont incités à augmenter leurs dépenses (tant que leur déficit n'atteint pas les fameux 3 %) ; en période de crise, lorsqu'une relance budgétaire serait souhaitable, les États n'ont plus de marge de manœuvre et doivent faire preuve d'une rigueur excessive. Lorsque la conjoncture n'est pas favorable, les dépenses publiques devraient jouer le rôle de stabilisateur automatique ce qui ne peut actuellement être le cas, comme en témoigne la crise de dettes souveraines débutant en 2009.

³⁶ Par exemple L. Pasinetti, « The myth (or folly) of the 3 % Deficit / GDP Maastricht "parameter" », *Cambridge journal of economics*, vol. 22, n°1, 1998, p. 105; W. Buiter, « Should we worry about the fiscal numerology of Maastricht? », *CEPR discussion paper*, n°668, juin 1992, et W. Buiter, G. Corsetti, N. Roubini, « Excessive deficits: sense and nonsense in the treaty of Maastricht », *Economic policy*, vol. 8, n°16, avril 1993, pp. 58-100, cité par : Laurent FEMENIA, Op.citée, p.202.

³⁷ Nouvelle appellation, fixée par le traité de Lisbonne, de l'ancien «traité instituant la Communauté Européenne».

L'argument du risque d'augmentation des taux longs est également contestable, ces derniers étant certainement au moins autant influencés par les taux longs américains que par l'évolution des soldes budgétaires de tel ou tel pays de la zone euro. On ne fait par ailleurs aucune différence sur les causes des déficits budgétaires. Pourtant, ces derniers peuvent être liés à un ralentissement temporaire de l'activité (auquel cas le déficit joue un rôle de stabilisateur conjoncturel), comme à un effort d'investissement (préparant ainsi une croissance à long terme). Certes, ils peuvent être le fait d'une mauvaise utilisation des fonds publics, mais cette situation n'est pas nécessairement la norme.

Enfin, il est quelque peu paradoxal que le Pacte soit plus aisé à respecter par les pays bénéficiant d'une forte inflation que par les pays « vertueux » sur ce plan, qui ont pour leur part une charge de la dette publique plus lourde à supporter.

Le Pacte est ainsi constamment contesté depuis le ralentissement économique de 2001 et suite à la crise de novembre 2003 due à la non-sanction de la France et de l'Allemagne par le Conseil, un aménagement a été finalement adopté en mars 2005³⁸. Au final, les aménagements ne remettent pas en cause l'« esprit » du Pacte et ne peuvent être réellement considérés comme satisfaisants bien qu'ils apportent tout de même des améliorations notables. Le Pacte demeure un mécanisme unique au monde qui trouve sa justification dans l'absence d'un pouvoir budgétaire fédéral européen, solution sans doute bien meilleure économiquement, mais difficile encore à accepter politiquement.

3.2 Le Policy Mix de la zone euro

Comme nous l'avons confirmé, dans le premier chapitre, la qualité du pays émetteur de la monnaie internationale en termes de politique économique prudente, cohérente et intégrée assurant non seulement une croissance dynamique mais durable est l'un des attributs d'une monnaie internationale (la croissance renforce la confiance

³⁸ « Améliorer la mise en œuvre du Pacte de Stabilité et de Croissance », Rapport du Conseil ECOFIN au Conseil Européen, 21 mars 2005, p. 4.

des étrangers dans son économie et dans sa monnaie et permet des entrées de capitaux à plus long terme dans cette zone). Mais la conduite des politiques économiques qui assure une croissance économique soutenable et un faible taux de chômage n'est pas une tâche facile dans la zone euro. En effet, la diversité des pays européens était depuis longtemps reconnue comme un obstacle important à la construction de l'UEM. Les spécificités institutionnelles et culturelles nationales de ces pays, ainsi que l'asymétrie de leurs systèmes financiers et productifs, induisent des besoins nationaux différents et rendent difficile la conduite d'une politique économique et monétaire commune. Pour répondre à cette diversité, fortement influencées dans leur conception par la théorie des zones monétaires optimales ZMO³⁹, une stratégie macroéconomique particulière a été choisie pour la zone euro, ce qu'on appelle le Policy mix. Il s'agit de la capacité d'élaborer une coordination cohérente et efficace entre les 17 politiques budgétaires autonomes et la politique monétaire unique de la BCE dans une zone monétaire optimale, dans un but de régulation conjoncturelle. Le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC), abordé plus haut, est le cadre de référence dans lequel doit s'effectuer cette coordination des politiques budgétaires des Etats membres.

3.2.1 L'importance de la coordination : Policy Mix

Une non-coordination entre politique budgétaire et monétaire est fortement dommageable car les autorités budgétaires vont anticiper de la part des autorités monétaires une politique non coopérative et vice versa. Une anticipation par la BCE d'une politique budgétaire expansionniste de la part des gouvernements des pays de la zone euro risque de susciter de sa part une politique monétaire d'autant plus restrictive. Le choix de contraindre les politiques budgétaires par le Pacte de stabilité est clairement un choix visant à augmenter la crédibilité de la BCE en lui supprimant l'obligation de tenir compte des choix des gouvernements pour mener à bien sa

³⁹ Source d'inspiration essentielle de l'union monétaire européenne, la théorie des zones monétaires optimales (ZMO), initialement énoncée par Robert Mundell, Prix Nobel d'économie en 1999, met l'accent sur les différentes sources d'interdépendances entre économies nationales et sur les canaux d'ajustement possibles face à des chocs macroéconomiques. L'un de ses apports majeurs a consisté à distinguer deux grandes catégories de chocs : les uns, appelés chocs communs, ou symétriques, les autres, asymétriques. Alors que l'ajustement aux premiers nécessite une action commune, les seconds ont été, jusqu'ici, considérés comme plus problématiques dans une union monétaire, puisque, par nature, les pays qui forment une telle union renoncent définitivement à toute modification de leur taux de change : il faut donc que l'ajustement à des chocs asymétriques passe par d'autres canaux, comme la politique budgétaires.

politique indépendante consistant à lutter contre l'inflation. Mais quelle est la réalité de Policy Mix de la zone euro ?

3.2.2 Le lien entre les politiques budgétaires et la politique monétaire dans l'UEM

La question du lien entre politiques budgétaires et politique monétaire est d'une importance considérable étant donné qu'en l'absence d'une réelle Europe politique, il n'y a pas, à proprement parler, de politique budgétaire européenne. En vertu du principe de subsidiarité, la politique budgétaire est maintenue dans le champ de compétence nationale. Il s'agit d'une prérogative importante de la souveraineté des États et ces derniers ne souhaitent pas l'abandonner au profit d'une institution européenne. Ainsi, il est difficile de parler d'un réel Policy mix en Europe, d'autant plus que la coordination entre les politiques budgétaires des différents pays de la zone euro n'est quasiment le fait que du controversé « Pacte de Stabilité et de Croissance⁴⁰ ». Nous reviendrons sur les limites du Policy mix en Europe, dans le quatrième chapitre, pour voir son impact sur la place internationale de l'euro.

Conclusion de la section 2

Sous-estimer les questions des politiques de gouvernance de l'euro : politique monétaire, politique de change et politique budgétaire, qui sous-tendent une convergence réelle et une plus grande coordination des politiques budgétaires des États membres de l'UEM, peut s'avérer extrêmement néfaste sur le plan socioéconomique et ne pas aboutir au résultat escompté : favoriser l'émergence d'un vaste marché européen efficient et mieux intégré et une croissance soutenable⁴¹. Dans le dernier chapitre, nous verrons, comme le relèvent des économistes de la BCE, que la crise des dettes souveraines que traverse la zone euro depuis l'automne 2009 n'est entre autres qu'un symptôme des échecs et insuffisances de la coordination des politiques budgétaires. Car, la réalité économique que révèle cette crise confirme que les dirigeants européens connaissaient des difficultés à élaborer à plusieurs (11

⁴⁰ Les mesures détaillées du Pacte figurent dans les deux règlements 1466/97 et 1467/97 du Conseil Européen du 7 juillet 1997.

⁴¹ Jean ARTHUIS, « L'avenir de la zone euro : L'intégration politique ou le chaos », Rapport de BCE, mars 2012, p.13.

initialement, 17 aujourd'hui) un Policy mix cohérent dans une zone monétaire qui n'est pas optimale, et donc réaffirme que l'Union Européenne est encore loin de constituer un territoire économique homogène, notamment concernant les différences importantes entre les pays de la zone euro au niveau de la fiscalité ou des coûts salariaux par exemple et des conditions de production.

Conclusion du chapitre II

En somme, ce passage descriptif de la réflexion semble être nécessaire en ce qu'il permet de situer historiquement, institutionnellement et contextuellement le passage à l'Union Économique et Monétaire. Il montre que la genèse de l'euro s'avère indissociable de celle du marché unique européen et que la monnaie unique constitue un aboutissement d'étapes important du processus d'intégration européen qui s'est réalisé essentiellement par l'économique, et ce, au détriment du politique et du social. Ainsi, disons simplement, pour paraphraser certains auteurs, que l'euro doit être saisi comme une « monnaie née dans les marchés ». Et si, depuis l'intégration économique a pris davantage d'ampleur avec la création du marché unique européen, et surtout la naissance de l'euro venant purement et simplement remplacer les monnaies nationales, l'Europe hésite encore aujourd'hui entre fédéralisme et « Europe des Nations », entre coopération économique approfondie et mise en place d'un projet politique de grande ampleur, le résultat en est une situation de crise d'endettement⁴², quelque peu néfaste, pesant lourdement sur l'avenir de l'euro en tant que monnaie unique et internationale.

Ce chapitre, se veut un détour important dans la continuité de notre analyse, car il nous invite à se pencher sur le lien entre les politiques de gouvernance monétaires et financières de l'euro, et les phénomènes de croyance et de confiance qui sous-tendent l'existence, la souveraineté et la continuité de l'institution monétaire européenne, d'une part, et le statut international de l'euro, d'autre part. Nous reviendrons de manière plus exhaustive sur ces aspects, dans le quatrième chapitre, pour examiner dans quelles mesures ces politiques constituent des facteurs stimulant et/ou entravant le développement international de l'euro face à son concurrent principal le dollar. Pour se faire, nous nous référons à la crise de dettes souveraines de la zone euro, pour confirmer les limites de son Policy Mix, c'est-à-dire pour montrer l'existence d'un lien étroit et direct entre une intégration de la politique monétaire, réalisée de fait et de droit à travers l'euro, et la dispersion déstabilisante de politiques budgétaires nationales demeurées entièrement autonomes.

⁴² Crise de dettes souveraines depuis le printemps 2010.

Chapitre III
**L'euro une monnaie à statut
international qui reste
régionale**

Introduction du chapitre III

Avant d'analyser les critères justifiant la place de l'euro comme deuxième monnaie internationale derrière le dollar et ses potentialités pour s'affirmer, à long terme, comme monnaie de référence du SMI, nous procédons dans ce troisième chapitre, à l'évaluation systématique de l'évolution et de la répartition géographique du rôle international de l'euro, comparativement à celle du dollar, dans une variété de marchés financiers et marchés de biens et services. Donc, nous répondons à la question suivante : quelle est l'envergure internationale de l'euro par rapport à celle du dollar ?

Il s'agit, dans la première section, de mettre l'accent sur la position internationale de l'euro, en dressant un bilan sur l'évolution de ses fonctions de moyen de paiement, de réserve de valeur et d'unité de compte, de 1999 jusqu'à la fin 2009. A ce titre, nous adoptons une démarche construite sur la base d'un point de pourcentage des changements observés des parts de l'euro sur les marchés internationaux par rapport à d'autres devises, notamment le dollar et le yen.

Dans la deuxième section, nous accentuons notre analyse de l'envergure internationale de l'euro, par l'étude de la répartition géographique de son usage, en dehors de la zone euro et de l'Union Européenne, par rapport à celui du dollar américain. Pour se faire, nous nous sommes référés à une étude faite par la BCE en 2010¹, évaluant la distribution de l'euro dans le monde entier, par l'observation d'un échantillonnage de statistiques fournissant le nombre de pays et territoires enregistrant toute utilisation de l'euro, du dollar américain et du yen japonais sur certains segments des marchés internationaux en fin 2009. Il s'agit des marchés de titres de créance internationaux (fonction d'unité de compte), des marchés des prêts et dépôts transfrontaliers (fonction de réserve de valeur) et des marchés de changes (fonction de moyen de paiement), pour lesquels les bases de données de la BCE et de la BRI fournissent un degré suffisant d'informations. Comme l'utilisation du yen japonais en

¹ « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.17.

dehors des frontières du Japon est en dessous de 10% dans la majorité des cas, l'analyse qui suit se concentre beaucoup plus sur l'euro et le dollar américain.

Section 1. L'utilisation croissante de l'euro comme monnaie internationale

La détermination de la position internationale de l'euro depuis son lancement jusqu'à la fin 2009, se décline d'abord, par l'analyse de l'évolution de ses différentes fonctions, puis par la comparaison des résultats de cette évolution à celles des principales monnaies internationales (le dollar, l'euro, le yen japonais, parfois nous considérons même la livre sterling, quand les statistiques sont disponibles) sur cette même période.

1. L'euro : unité de compte

Rappelons que comme unité de compte, une monnaie internationale est utilisée par les acteurs privés pour facturer des biens et services (matières premières, par exemple) et pour émettre des actifs financiers. Du point de vue des acteurs publics, cette fonction est utilisée par les autorités pour établir des taux de change fixes ou flottants contrôlés pour leur monnaie nationale².

1.1 L'euro monnaie d'émission d'actifs financiers (utilisation privée)

Pour évaluer cette fonction nous analysons l'évolution des titres de créance internationaux libellés en euro sur le marché mondial des titres de créance internationaux (TCI) pour la période 1999 - fin 2009. A cet égard, nous nous référons, plus, à la mesure étroite des TCI. Rappelons que cette dernière ne capture que les transactions internationales, elle ne couvre pas la totalité du spectre des opérations d'émission de titres de créance internationaux. Toutefois, elle demeure un indicateur sans ambiguïté, permettant l'évaluation de l'usage international d'une monnaie³. Pour des fins de comparaison avec d'autres devises, nous nous référons aussi, dans cette analyse, à la mesure globale. Elle comprend l'ensemble des titres y compris ceux libellés en monnaie nationale ciblant le marché intérieur, et donc ne fait pas la distinction entre nationaux et internationaux.

² Fabien LABONDANCE, « Le rôle internationale de l'euro », De Boeck Université, Reflets et perspectives de la vie économique, n° 2010 /4, Tome XLIX, p 47, in, <http://www.cairn.info/revue-reflets-et-perspectives-de-la-vie-economique-2010>.

³ « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.18.

De ce point de vue, comme l'atteste le graphique n°5-partie droite : au cours de la dernière décennie, la part de l'euro en terme du niveau mondial d'émission de TCI, mesurée aux taux de change constants⁴, est restée relativement stable, en augmentant progressivement à partir d'environ 27% des émissions mondiales en 1999 à environ 31% en fin 2009. En revanche, la part de l'euro dans les TCI selon la mesure étroite affiche une courbe en cloche avec un pic en 2005, puis diminue progressivement (cf. graphique n°5 / partie droite). Comme nous l'indiquons dans la section suivante, des raisons opportunistes peuvent inciter les emprunteurs à se déplacer vers les émissions en monnaies à bas taux d'intérêt, ce qui explique en partie ces tendances.

En observant l'évolution des titres de créance internationaux libellés en euro, en dollar américain et en yen japonais, pour la même période, nous avons constaté que l'euro était la seconde monnaie d'émission de TCI après le dollar et devant le yen (cf. graphique n°6 / partie droite et gauche). A la fin de 2009, la mesure globale des créances libellées en euro, c'est à dire dette nationale et dette internationale en euro, s'établit à 27152 milliards USD, ce qui représente environ 30% du total des émissions mondiales. Pour la même période et selon l'étroite mesure, elle est estimée à 3248 milliards de dollars, correspondant à une part de 31,4% du total des émissions. À titre de comparaison, la part de TCI libellés en dollar américain dans le total des émissions était d'environ 38% selon la mesure globale et près de 46% selon la mesure étroite (voir tableau n°1 en annexe n°4).

Le seul domaine où l'euro a pu supplanter le dollar est celui de la principale monnaie de libellé d'obligations internationales⁵, entre 2004 et 2008. En effet, les encours d'obligations internationales libellés en euro, selon la mesure globale⁶, se sont accrus plus vite que les émissions dans d'autres monnaies : alors qu'elles représentaient 30 % en 2000, elles passent à près de la moitié de l'encours mondial des obligations internationales, soit 50% des encours en fin mars 2007⁷, contre 33,8% pour le dollar (50% en 2000). Pour le yen 4% (8,2% en 2000) et 8% pour la livre sterling (7% en

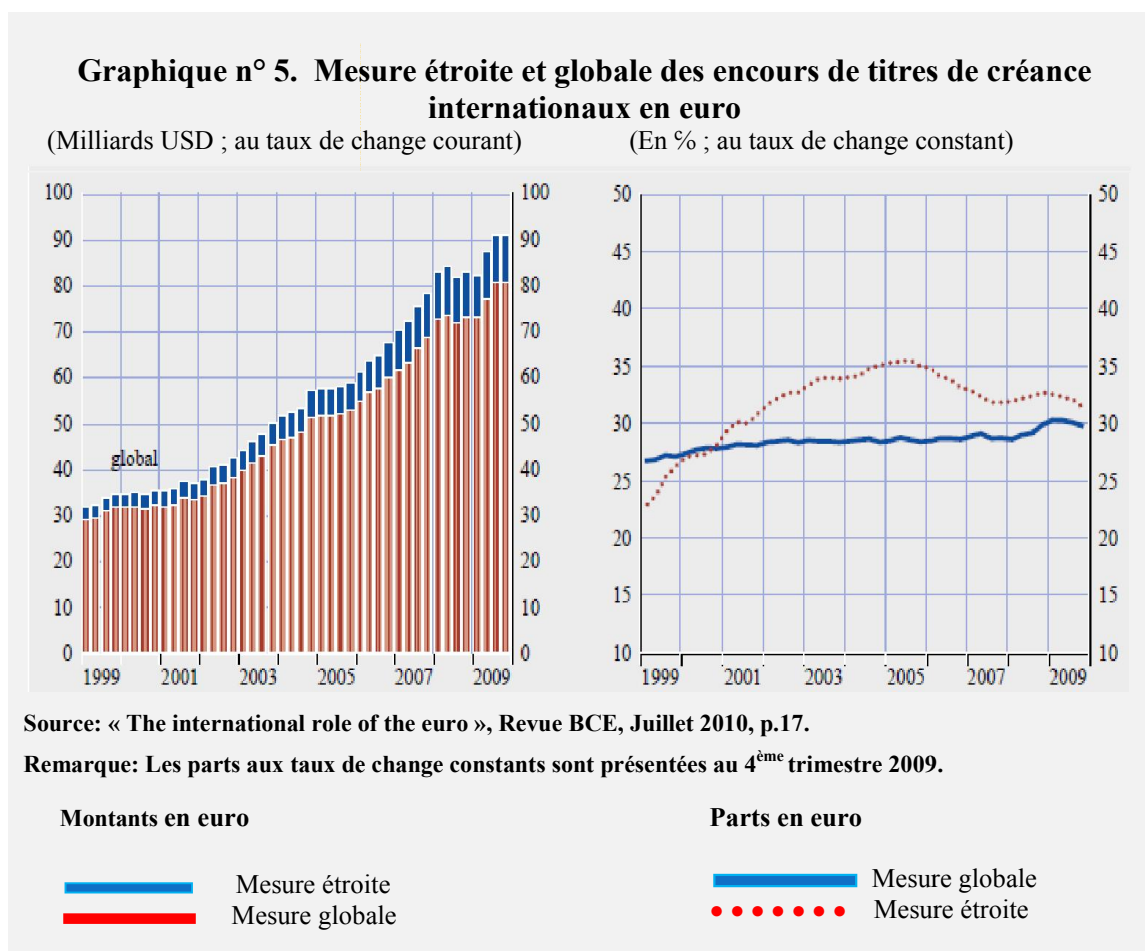
⁴ « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.20

⁵ Encours globale des émissions : résidents et non résidents.

⁶ Émissions brutes moins remboursements.

⁷ Patrick ARTU, « Quelles perspectives pour le Système Monétaire International ? », Revue Recherche Economique, flash Natixis Bank, n°172, 19 Avril 2010, p.4.

2000) (cf. graphique n°7-I). Cependant, à partir de 2007 le dollar reprend sa place avec 39,8 % contre 29,5% pour l'euro et 14,2% pour le yen japonais⁸ (cf. graphique n°7-II).



Globalement, selon la mesure étroite⁹ des émissions de titres de créance internationaux, l'euro reste en deuxième position après le dollar et devant le yen japonais (cf. graphique n°6). En outre, la décomposition de ces titres de créances par devises et régions d'émission¹⁰, excluant la part émise par les résidents du pays de la monnaie d'émission, révèle que les détenteurs de titres en € sont surtout des européens : en Europe Centrale et dans les États Baltes, 83% des obligations internationales en moyenne étaient libellées en € à la fin 2005. En 2007, 75 % des obligations détenues par les PECO sont en € ; 55 % dans l'UE ; 25 % en Afrique ; tandis qu'en Asie et en Amérique latine les émissions en euro restent très faibles, soit

⁸ Mesure large.

⁹ Hors émissions domestiques.

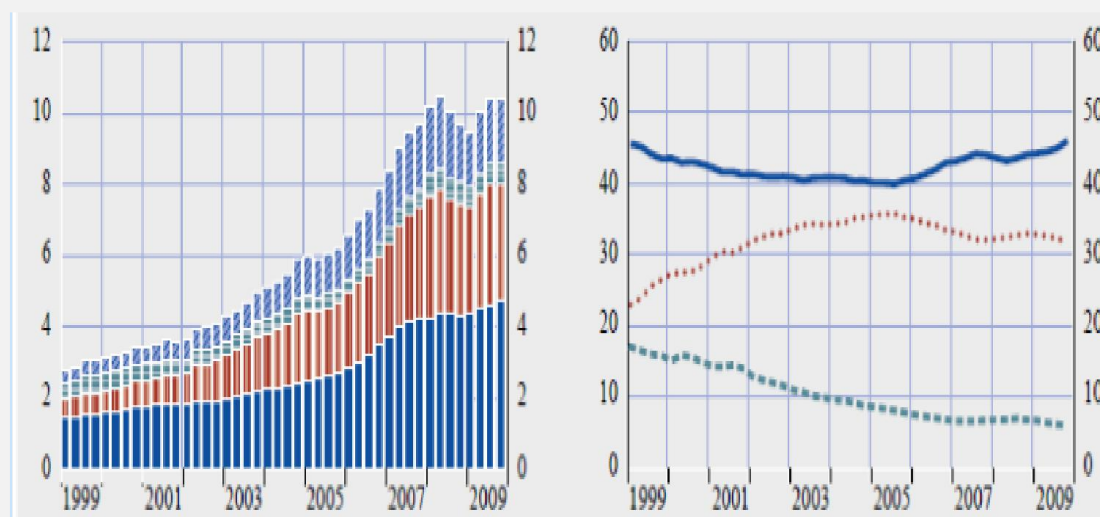
¹⁰ Mesure étroite

moins de 20 %¹¹. En fin 2009, 79,% des émissions libellées en euro concernaient les autres pays de l'UE hors Zone Euro, 58% pour le Danemark, la Suède et le Royaume-Uni, 19,9% pour l'Afrique, 52% pour le nord américain, et juste 15% des émissions pour l'Asie (voir graphe n°8 et tableau n°2 en annexe n°5). Cette position reflète en fait celle de l'économie européenne dans le monde¹². Pour plus de détails, sur le caractère régional des émissions de TCI et des obligations internationales libellées en euro par rapport à celles libellées en dollar et en yen japonais, voir la section suivante¹³.

Graphique n°6. Stock de titres de créance internationaux (mesure étroite) encours et parts de devises

(En Milliards USD; au taux de change courant)

(En % ; au taux de change constant)



Source : « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.18.

Remarque: Les parts aux taux de change constants sont présentées au 4ème trimestre 2009.

Montants

USD
EUR
JPY

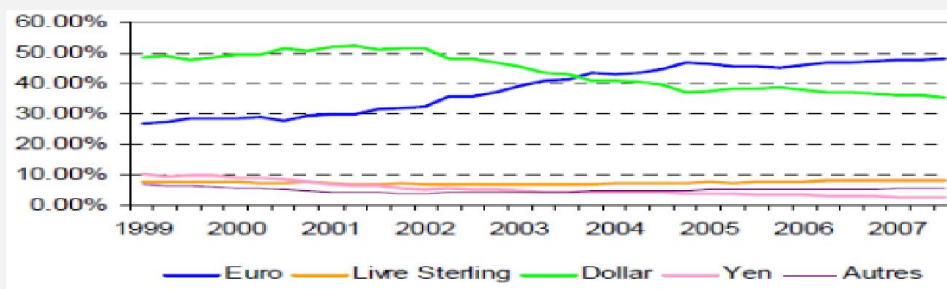
Parts

USD
EUR
JPY

¹¹ Axel BERTUCH-SAMMUELS et Parmeshwar RAMLOGAN, « L'euro monnaie mondiale », Revue Finances et Développement, Mars 2007, p.2, in, www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/2007/03/pdf/bertuch.pdf.

¹² Voir la fonction de monnaie de facturation du commerce internationale, p. 136.

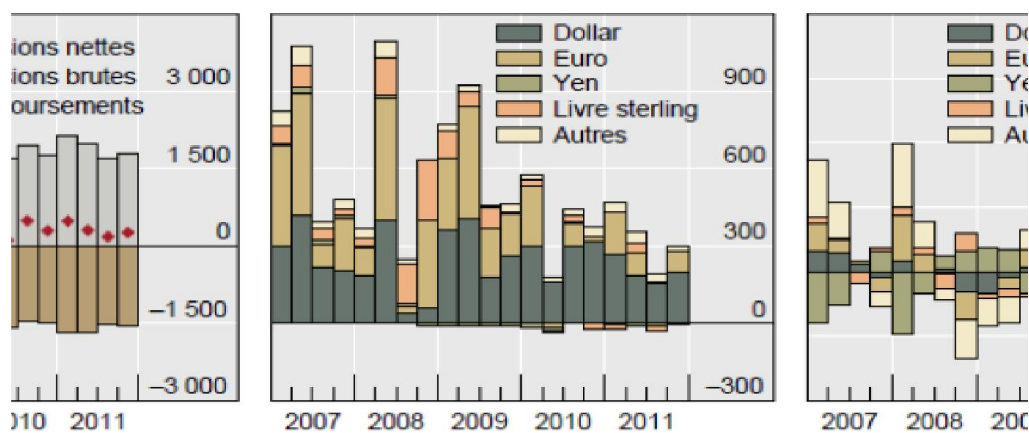
¹³ Deuxième section du chapitre III, p. 158.

Graphique n° 7-I Émission d'obligations internationales

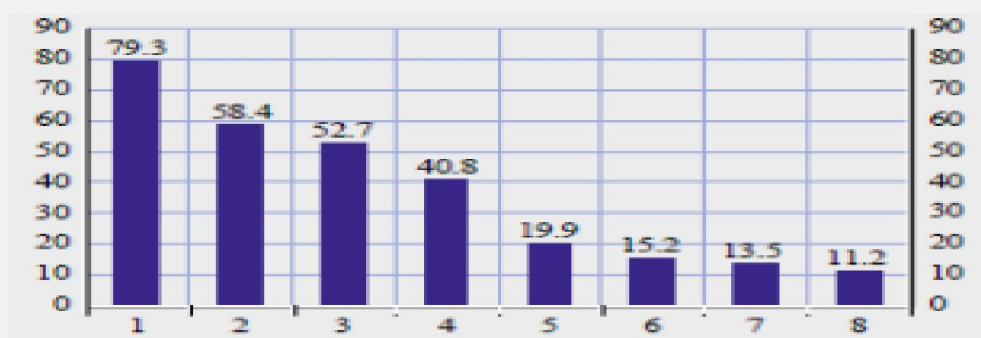
Source : BRI 2008

Graphique n°7-II Émission d'obligations internationales

(Milliards de dollars)



Source : Rapport BRI 2012

Graphique n°8. Stock des encours de titres de créance internationaux dans certaines régions sélectionnées(Mesure étroite, hors émissions de devises domestiques, en pourcentage des encours total)
(Au quatrième trimestre de 2009)

Source: « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.21.

- 1 Autres pays de l'UE hors États membres de la zone euro
- 2 Danemark, Suède et Royaume Uni
- 3 Amérique du Nord
- 4 Afrique

- 5 Asie du Pacifique
- 6 Centres Offshore
- 7 Amérique Latine
- 8 Moyen-Orient

1.2 L'euro monnaie de facturation du commerce international (utilisation privée)

D'après des informations partielles de la BCE sur les monnaies de facturation du commerce international¹⁴, il semblerait que l'euro soit la deuxième monnaie de facturation des échanges après le dollar. Les statistiques du tableau n°7 relatives aux parts des principales devises dans la facturation du commerce mondiale, révèlent que l'euro détenait une part croissante avec 61% en fin 2009 (27,7% en 2008 et 10% en 2006), la part du yen reste stable à environ 5% du commerce mondial en fin 2009 (7% en 2006), quand au dollar reste largement prépondérant comme monnaie de facturation au niveau mondial¹⁵, avec une part de plus de 75% en fin 2009 (49,1% en 2008 et 60% en 2006). Sachant que les États-Unis ne représentaient en 2009 que 14,63% du commerce mondial (17% en 2006) et seulement 5,82% en 2009 (5% en 2006) pour le Japon (cf. tableau n° 8). Pour la même année, les trois principaux pays de la zone euro, à savoir l'Allemagne, la France et l'Italie pesaient 17,12% du commerce international (près de 25%¹⁶ en 2006 pour l'Union Européen).

Une analyse plus exhaustive des parts des importations et exportations libellées en dollar et en euro, montre qu'en 2003 et 2009 le dollar tient une part qui varie entre 48% et 90% dans les exportations et les importations de l'Asie (les USA commerce avec sa monnaie à 100%), par contre, l'euro ne tient que moins de 9% des exportations et importations hors UE (voir graphique n°9 et tableau n°3 en annexe n°6). Cependant, pour les mêmes années, l'euro est dominant dans la facturation des échanges intra-zone euro (en moyenne plus de 50% des importations et exportations) et dans la région européenne (presque 60 % des exportations et plus de 50 % des importations de la région, voir graphique n° 9). Sa progression comme monnaie de transaction du commerce international y est marquée et il est utilisé presque également par les membres de la zone euro, les pays de l'UE hors zone euro, et pays européens hors UE, avec des parts qui varient entre 12 % et 97% (voir tableaux 4, 5 et 6 en annexes n°7 et 8).

¹⁴ Cyril. POUVELLE, « Le rôle international de l'euro depuis 1999 : facteurs et enjeux », Direction des Relations internationales et européennes, Service des Relations européennes, Bulletin de la Banque de France, n° 147, Mars 2006, p.5, in, <http://www.banquefrance.fr>

¹⁵ Christian AUBIN, Jean-Pierre BERDOT, Daniel GOYEAU et Jacques LEONARD, « L'Euro comme monnaie d'endettement internationale », Communication au 55^{ème} Congrès de l'AIELF Varsovie, 21-23 Mai 2007, p.4.

¹⁶ « L'euro est-il une réussite », p.6, in, www.dessertationoboulo.com.

Tableau n°7. Parts du commerce mondial en devises (en %)

Devises Années	USD	EUR	YEN	Autres
2006	60	10	7	---
2008	49,1	27,7	Moins 7	---
2009	75	61	5	23,2
Source : Nos regroupements				

Tableau n° 8. Part des pays dans le Commerce Mondial (en %)

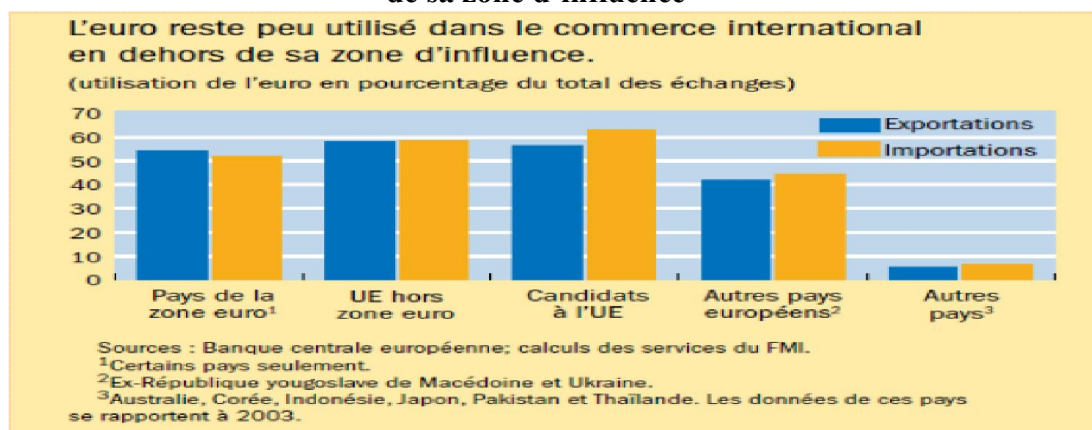
Pays Années	USA	Extra UE	Japon
2006	17	25	5
2008	11	12,25	12
2009	14,63	17,12	5,82
Source : Nos regroupements			

La dominance du dollar dans la facturation du commerce mondiale tient en grande partie au fait que le commerce des matières premières, notamment le pétrole et les gros contrats industriels (aéronautique), est traditionnellement facturé en dollar. Cette position dominante du dollar est due aussi au fait que les États-Unis est le seul pays à pouvoir commercer exclusivement dans leur propre monnaie, 95% en 2009 (99.8% en 2003) des prix de ses exportations et 85% en 2009 (92.8% en 2003) de ceux de ses importations sont facturés en dollars. Comme élément de comparaison, nous pouvons prendre le cas de l'Allemagne qui facture, en euro, 51% de ses exportations et 55% de ses importations extra-UE en 2009¹⁷ (63 % des exportations et 55,2% pour des importations en 2003(voir tableau n° 3 en annexe n°6).

¹⁷ « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.73.

Enfin, concernant l'utilisation de l'euro comme monnaie de facturation des échanges en dehors de l'UE¹⁸, il ya peu d'évolution, il est généralement choisi pour moins de la moitié des échanges commerciaux hors UE. Il est peu utilisé, mais accepté partout comme monnaie véhiculaire (utilisée par des pays extérieurs commerçant avec d'autres zones). De petits pays ayant une monnaie peu reconnue dans le reste du monde et n'ayant pas de raison d'utiliser le \$ se servent de l'€, mais cet effet est marginal (moins de 5% et 3% respectivement pour les importations et exportations : Corée, Australie, Indonésie, Thaïlande). Les touristes constatent que leurs euros sont de plus en plus acceptés, voire désirés depuis qu'il est fort, en Inde, en Russie, en Argentine. Si l'Europe arrive à développer ses marchés sur le continent asiatique peut-être l'euro deviendra-t-il une unité de compte davantage imposée au niveau international¹⁹ (cf. graphique n°9, tableau n°3 en annexe n°6, tableau n°6 en annexe n°8).

Graphique n°9. Effets limités de l'euro sur les échanges commerciaux en dehors de sa zone d'influence



Ainsi, depuis le lancement de la monnaie unique en 1999, l'importance des échanges effectués en euro n'a cessée d'augmenter. Il semblerait même que l'euro soit la première monnaie de facturation des échanges entre la zone euro et les pays d'Europe hors zone euro ayant des liens institutionnels avec qu'elle ou avec l'UE, mais qu'il soit rarement utilisé dans les échanges commerciaux en dehors de la zone euro (pour plus

¹⁸ À la différence de l'utilisation d'une monnaie dans le règlement des échanges commerciaux, qui relève de la fonction de moyen de paiement, l'utilisation d'une monnaie comme monnaie de facturation n'implique pas forcément (bien que fréquemment) un versement monétaire dans cette monnaie. Elle désigne le libellé de la facture et se rattache donc à la fonction d'unité de compte.

¹⁹ Cyril. POUVELLE, Mars 2006, Op.citée, p.5.

de détails sur l'usage international de l'euro comme monnaie de facturation en dehors de la zone euro et l'UE, voir la section suivante).²⁰

1.3 L'euro monnaie d'ancrage (utilisation officielle)

Du point de vue des acteurs publics, cette fonction est utilisée par les autorités publiques pour établir des taux de change fixes ou flottants contrôlés pour leurs monnaies nationales.

Pendant la période d'analyse, 1999-2009, l'utilisation de l'euro dans les régimes de change était progressive. Selon le Fonds Monétaire International (FMI), l'euro constitue la monnaie de référence pour le taux de change de 27 États en 2008, alors qu'il l'était pour 48 pays en 2007 et 50 pays en mi-2005, contre 56 pays ancrés aux anciennes monnaies nationales ou à l'écu avant 1999 (cf. tableau n° 9). Cette baisse s'explique, notamment, par le passage de nombreux pays émergents à des régimes de flottement pur ou géré, et par l'entrée dans la Zone Euro de la Grèce en janvier 2001, Slovénie en 2007, Chypre et Malte en 2008, Slovaquie en 2009 et l'Estonie en 2011. Cependant, l'entrée progressive des nouveaux États membres (NEM) dans le nouveau Mécanisme de change européen (MCE 2), préalable à l'adoption de l'euro par ces pays, accroît le nombre de pays dont le régime de change est ancré à l'euro. Par ailleurs, trois banques centrales de grands pays émergents : l'Ukraine, la Russie et la Chine, sont passés en 2005 d'un ancrage sur le dollar à un ancrage sur un panier de devises, reflétant davantage la structure de leur commerce extérieur et la composition de leurs réserves de change incluant l'euro. La Russie a ainsi procédé, depuis février 2005, à quatre reprises, à un relèvement de la part de l'euro dans son panier composé de deux monnaies : l'euro et le dollar (part de l'euro passée de 10 à 20 % en mars 2005 ; 30 % en avril ; 35 % en août et 40 % en décembre). Rappelons qu'en 2005, 45 % des réserves de change russes sont en euro, faisant de la Russie l'un des premiers détenteurs de réserves en euro au monde. Globalement, en ce qui concerne les quatre monnaies principales d'ancrage (cf. graphique n°10), le poids de l'euro est resté relativement stable au-dessous de 10%²¹, bien qu'il y ait eu une certaine augmentation en 2008 et

²⁰ Voir section suivante, p. 170-175.

²¹ « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p. 31.

2009, soit respectivement 27% et 30%. Cette augmentation peut refléter les choix politiques de certaines autorités, par exemple celle de la Russie qui a accru le poids de l'euro dans ses réserves de change passant de 438 milliards en fin 2006 à 602 milliards de dollars milliards en 2009 (pour les parts en pourcentages voir graphique n°17-II, section suivante)²². Rappelons qu'au cours cette période de réalisation de cette analyse du rôle de l'euro en tant que monnaie d'ancrage, nous avons constaté la croissance rapide des réserves de changes mondiales qui ont atteint un niveau historique (8200 milliards USD) en fin 2009. Ces réserves ont été utiles dans de nombreux pays émergents vulnérables pendant la crise financière. Le montant des réserves de change des pays émergents est passé de 103 milliards en fin 2006 à 205 milliards de dollars en fin 2009 (voir tableau n°7 en annexe n°9)²³.

Les résultats de cette analyse suggèrent également que le dollar américain de son côté demeure largement en tête dans cette fonction. En 2008, 66 pays (51 pays en 2007) avaient affilié leurs monnaies à la monnaie américaine (cf. tableau n°9), ils sont répartis entre l'Asie, l'Afrique, le Moyen-Orient et l'Amérique latine²⁴. Toutefois, ce rôle du dollar comme monnaie d'ancrage a été soumis à une certaine volatilité, mais dans l'ensemble sa part comme monnaie d'ancrage se maintient autour de 50% à partir de 1980, tandis que la part de la livre sterling a diminué par rapport au niveau de 4% dans le milieu des années 1990 à environ 2% au cours de la période allant de 1999 à 2009. Enfin, la part du yen japonais, bien que très volatile, était d'environ 1% en 1999 et 14,4% en fin 2008.

Tableau n°9. Utilisation de l'euro, du dollar et du yen comme monnaie d'ancrage

	Pré-UE		Nombre de pays				En %	
	1975 ¹	1999 ²	2003	Mi-2005	2007	2008	2008	2009
Euro	22	56	24	50	48	27	18,6	30
Dollar	52	-	23	75	51	66	45,4	40
Yen	-		-	-	-	-	14,4	-
Source : FMI 1. Sur un total de 128 pays membres du FMI 2. Sur un total de 180 pays membres du FMI								

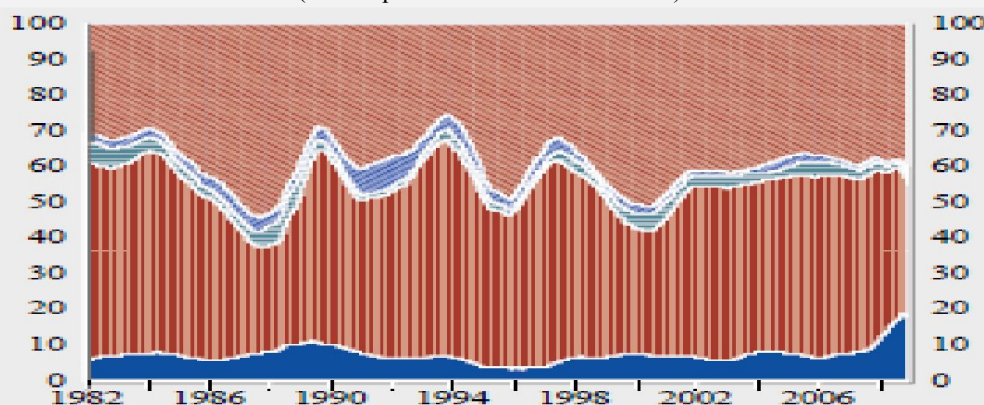
²² P.167.

²³ « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p. 77.

²⁴ COBHAM, 2007, cité par : Mathilde LEMOINE, « L'euro a un avenir », Études économiques d'HSBC, premier trimestre 2011, p.2

En somme, l'euro est certes encore considéré comme la deuxième monnaie mondiale d'ancrage, avec 18,6 % (en fin 2008) des pays du monde dépendant officiellement des variations du son taux de change contre 45,4 % (en fin 2008) pour le dollar, mais ses perspectives d'évolutions ne doivent pas être négligées puisque l'utilisation de l'euro comme monnaie d'ancrage se développe nettement²⁵.

Graphique n°10. Indicateurs sommaires des monnaies utilisées comme ancrage des taux de change
(statistiques mensuelles 1982-2008)



Source : « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p. 33.

Euro
Dollar américain
Flottement libre
Yen japonais
Livre Sterling

Cependant, l'analyse démontre que l'usage de l'euro dans les régimes de change des pays en dehors de la zone euro, était plus fréquent pour ceux qui avaient des liens géographiques et fondements institutionnels fort avec la zone euro. Tel est le cas observait principalement dans les régions de l'UE limitrophes et dans les pays qui ont mis en place des arrangements institutionnels spéciaux avec l'UE ou ses États membres (voir tableau n°10 en annexe n°12). A l'exception des pays participant au mécanisme de change européen II (MCE II), la décision d'utiliser l'euro comme une monnaie d'ancrage est une décision unilatérale et ne comporte aucun engagement de la part de l'Eurosystème. En effet, si nous considérons la part des monnaies ancrées à l'euro hors

²⁵ « L'euro est-il une réussite », p.10, in, www.dessertationoboulo.com

zone euro elle se réduit à moins de 18,6 %, en fin 2008. Pour plus de détails sur le caractère régional de l'ancrage de l'euro par rapport au dollar, voir la section suivante²⁶.

2. L'euro comme moyen de paiement

Tout d'abord, il est important de préciser qu'il n'existe pas vraiment de données pour mesurer le rôle de moyen de paiement d'une monnaie. Donc, concernant l'euro nous approcherons cette fonction de deux manières :

- D'une part, par rapport à la demande de l'euro sur le marché des changes ;
- D'autre part, par rapport aux quantités de pièces et de billets en euro qui circulent en dehors de son territoire d'origine.

2.1 L'euro monnaie véhiculaire sur le marché des changes (utilisation privée)

L'indicateur le plus évident du statut international d'une monnaie est l'ampleur de son utilisation comme moyen d'échange sur le marché des devises²⁷, c'est à dire son utilisation en tant que monnaie véhicule. De ce côté, l'euro a enregistré une progression de ses parts sur le marché des changes. Il est choisi comme moyen de paiement international, et sert par conséquent de monnaie véhiculaire dans les utilisations privées. L'euro est aujourd'hui la deuxième monnaie de transaction après le dollar, et le pair euro-dollar est celui qui fait l'objet du plus grand nombre de transactions, ce qui indiquerait que l'euro est un support monétaire majeur dans les opérations de change. Ainsi la part de l'euro comme monnaie véhicule sur le marché des changes passe de 53% en 1998 à 37,2 % en 2004 en gardant la même part en 2007 et 2008 et à 40% en 2009 et perd un point en 2010 (39%).

Une monnaie joue le rôle de monnaie véhiculaire sur le marché des changes lorsque les coûts indirects de l'échange par l'intermédiaire de cette monnaie sont moindres que les coûts directs de l'échange entre deux monnaies données. Étant donné la profondeur du marché des changes en dollar, il est moins coûteux d'échanger une monnaie nationale (par exemple des pesos) contre des dollars et d'échanger ensuite ces

²⁶ p.p 177-179.

²⁷ A.GREENSPAN, « L'euro en tant que devise internationale », Revue d'économie financière, n°68, 2002, p. 23.

dollars contre une autre monnaie nationale (des wons) plutôt que d'échanger directement des (pesos) contre des (wons). Ainsi, dans le même temps, la part du dollar est restée très largement dominante, passant de 87,3 % en 1998 à 89% en 2004. Cette part baisse légèrement pour revenir à 86,3% en 2007 (même niveau pour 2008 et 2009) et 85% en 2010 ; la somme étant de 200%. La part du yen est limitée à 17 % en 2006 face à 20% pour la livre sterling²⁸ (cf. tableau n°10 et graphique n° 11).

On se rend compte finalement que la hiérarchie entre les différentes devises au niveau des transactions de change n'a pas vraiment bougé depuis 20 ans. Il n'y a que dans les échanges avec les voisins immédiats de l'Union européenne – par exemple les pays nordiques et l'Europe centrale et orientale – que l'euro est devenu la monnaie-véhicule dominante.²⁹

Tableau n°10. Part de l'euro et autres devises sur le marché des changes (en%)

Années Devises	1998	2001	2004	2007	2008	2009	2010
Euro	53	36,5	37,2	37,2	37,2	40	39
Dollar	87,3	86	89	86,3	86,3	86	85
Yen		-	17 ¹	16,5	-	-	-
Livre Sterling		-	20 ¹	15	-	-	-
Source : BCE, FED, BRI							
1. Concerne l'année 2006							

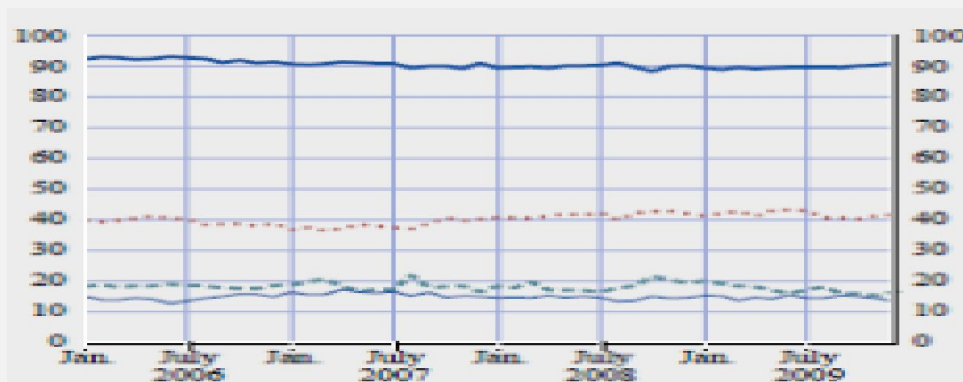
En outre, on peut constater que la fonction de monnaie véhiculaire des échanges commerciaux est la plus conservatrice. L'euro souffre des effets d'inertie inhérents au commerce international. La part de l'euro dans les échanges internationaux, observée à partir des monnaies échangées sur le marché des changes stagne, alors que le volume des échanges augmente énormément. Le dollar reste la monnaie la plus utilisée pour les échanges commerciaux internationaux, sa longue expérience lui donnant un avantage important. Pourquoi payer en euro quand on l'a toujours fait en dollar ? L'euro n'apporte pas de réponse à cette question, ce qui explique en partie son faible positionnement

²⁸ « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p. 24.

²⁹ Fabien LABONDANCE, 2010, Op.citée, p.51.

dans les échanges internationaux, alors même qu'entre 1999 et 2007 l'Union européenne est le deuxième importateur mondial après les USA (les importations des USA ont baissé à partir de 2007, cf. tableaux n°11 et n°12).

Gaphique n°11. Libellé des opérations de change en devises (système CLS)
(moyenne des échanges par jour, en pourcentage)



Source : « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.24.

— Dollar américain — Yen japonais
— Livre Sterling — Euro

Tableaux n°11. Part des exportations nationales dans les exportations mondiales (%)												
Années / Pays	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
UE (27 pays)	19.0	17.5	18.6	19.0	19.2	19.0	18.0	17.3	17.4	16.7	17.2	16.0
UE (25 pays)	19.1	17.6	18.8	19.3	19.5	19.3	18.3	17.6	17.8	=	=	=
Canada	6.2	6.2	6.1	5.7	5.3	5.1	5.0	4.6	4.3	3.9	3.5	3.4
Etats-Unis	18.0	17.4	17.1	15.6	14.1	13.1	12.4	12.3	11.9	11.2	11.8	11.4
Chine (excepté Hong-Kong)	5.1	5.6	6.2	7.3	8.6	9.5	10.5	11.5	12.5	12.4	13.5	14.1
Japon	10.9	10.7	9.5	9.4	9.2	9.0	8.2	7.7	7.3	6.8	6.5	6.9
=non disponible												
Source : Eurostat 04.2012												

Tableaux n°12. Part des importations nationales dans les importations mondiales (%)												
Années/ Pays	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
UE (27 pays)	19.5	19.3	19.2	18.8	19.5	19.2	19.0	19.1	19.1	19.1	18.0	17.3
UE (25 pays)	19.6	19.3	19.3	18.9	19.6	19.3	19.1	19.1	19.1	=	=	=
Canada	5.3	5.0	4.8	4.7	4.4	4.1	4.1	3.9	3.7	3.4	3.4	3.4
Etats- Unis	26.0	26.4	25.8	25.5	24.0	22.9	22.5	21.6	19.6	17.9	17.1	17.0
Chine (excepté Hong- Kong)	4.1	4.7	5.3	6.3	7.6	8.4	8.6	8.9	9.3	9.4	10.8	12.1
Japon	7.6	8.0	7.6	7.2	7.1	6.8	6.7	6.5	6.0	6.3	5.9	6.0
Source : Eurostat 04.2012 =non disponible Courte description : Le tableau montre les échanges commerciaux avec le reste du monde des principaux acteurs sur le marché mondial. Les importations sont mesurées caf (coût, assurance et fret) et exprimées en valeur et %. Les exportations sont mesurées fab (franco à bord) et exprimées en valeur et %. Le calcul des pourcentages se base sur un commerce mondial évalué en excluant le commerce intra-communautaire.												

Une autre raison expliquant la faiblesse des échanges en euro sur le marché de changes part rapport au échanges en dollar, est la limitation géographique de l'utilisation de l'euro aux pays de l'union européenne et proches de la zone euro comme l'Union européenne et les pays d'Afrique (supra. graphique n° 9). Sur la scène internationale, notamment en Asie, le dollar reste la monnaie d'échange principale. A titre d'exemple, on échange 7 fois plus de yens contre des dollars que contre des euros. En réalité, la principale raison de ce retard est les coûts de transactions sur les opérations de change en euro sont encore trop importants par rapport à ceux du dollar. Comme le soulignent les économistes Richard Portes et Hélène Rey³⁰, « Le facteur le plus important de l'étendue et de la rapidité de l'internationalisation de l'euro sera le niveau des coûts de transaction pour les opérations de change de devises et les marchés d'actions ». Nous précisons, comme nous l'avons vu dans le deuxième chapitre, que l'utilisation du dollar comme monnaie de facturation, monnaie de financement et monnaie de réserve réduit les coûts de transaction liés à son utilisation et renforce donc son utilisation comme monnaie

³⁰R. PORTES et H. REY, « Euro us dollar – Will the euro replace the dollar as the word currency? », Centre for Economic policy Research, 1998, cité par: Cyril POUVELLE, Mars 2006, Op.cité, p. 10.

véhiculaire. Il faudra de la patience et de la persuasion pour voir l'euro rattraper le dollar, ainsi qu'une accélération des échanges entre l'Euro-zone et les pays d'Asie et d'Amérique du Sud. Les positions sur la fonction d'unité de compte sont, en revanche, beaucoup plus dynamiques et fluides³¹.

2.2 Euroïsation (utilisation privée)

Dans de nombreux pays en développement et dans les économies en transition, les résidents détiennent une part importante de leur richesse sous forme d'actifs financiers libellés en devises, et souvent simplement sous forme de monnaie fiduciaire (billets) ou sur des comptes en devise (dépôts). Cela, pour des raisons diverses, le manque de confiance dans la monnaie domestique étant la principale raison. Assez souvent, même les prix sont également affichés en devise. Ce processus est connu sous le nom de dollarisation (le dollar étant la principale devise utilisée parallèlement aux monnaies domestiques). L'euro joue également ce rôle pour un certain nombre de pays (Euroïsation³²).

Dans ce qui suit, nous développons la part de l'euro comme substitution de monnaie, quand à sa part dans la substitution d'actifs, nous le verrons dans la dernière partie de cette section lors de l'analyse des réserves de placement.

De part son rôle tout autant symbolique qu'économique, l'euro apparaît également pour certains États proches comme un vecteur de pacification, de stabilisation des relations économiques. Ainsi, la monnaie européenne est de plus en plus utilisée par des pays qui ne participent ni de près (membres de l'UE) ni de loin (pays des Balkans, par exemple) à sa gestion. Ceci est regardé de manière très prudente par les organismes européens qui y voient des risques d'instabilité financière dans ces pays tiers, mais également une incompatibilité criante vis-à-vis du cadre normatif européen. En particulier, l'euroïsation unilatérale vient en contradiction avec la gestion multilatérale à la base de la zone euro³³. Cependant, porté par ce phénomène, l'euro représente bien pour la plupart de ces pays un instrument d'ordre

³¹ Christian AUBIN, Jean-Pierre BERDOT, Daniel GOYEAU et Jacques LEONARD, Mai 2007, Op.citée, p.6.

³² Utilisation de cash en euro en dehors de la zone euro.

³³ Fabien LABONDANCE, 2010, Op.citée, p.4.

social important tel qu'en parlent notamment Aglietta et Orléan (2002)³⁴. Pour les pays de l'ancien bloc communiste, des Balkans ou encore des anciennes zones franc CFA, l'euro cristallise une confiance forgée extérieurement que la violence des rapports sociaux internes n'a pu fonder. Il apparaît ici une dimension politique externe de l'euro qui structure les différentes facettes de la confiance nécessaire à la stabilisation des systèmes financiers de ces pays³⁵. Au-delà des dix-sept membres de l'union monétaire européenne, différents États sont concernés par un processus d'euroïsation officiel. Que ce soit par l'obligation à terme d'intégrer l'union monétaire, par des souhaits politiques ou par des déterminants historiques. Les États impliqués formellement³⁶ dans ce phénomène sont listés dans le tableau n°13 ci-après. Mais cette énumération pourrait être étendue à l'ensemble des pays utilisant l'euro comme monnaie parallèle (de substitution)³⁷.

L'utilisation de l'euro est la suite de l'utilisation des monnaies à l'origine de l'euro :

- À proximité de l'Allemagne et en Europe de l'Est : DM
- En Afrique du Nord et de l'Ouest : FF

L'euro a tout simplement remplacé ces monnaies. Il est difficile d'en connaître le montant exact étant donné le grand nombre de canaux par lesquels les devises transitent. Cependant, l'introduction des billets en euro en janvier 2002 a permis de le faire, car il a été possible de comptabiliser les euros livrés en dehors de la zone (comptabilités bancaires). En décembre 2001, le montant était d'environ 23 Milliards d'€, soit approximativement 8% du total des euros en circulation (Pour les anciennes monnaies nationales, le montant correspondant était estimé à 39 milliards d'euros en 1998 soit 7,1% du montant total de billets en euro en circulation). Les principales régions concernées sont la Turquie, la Russie (circulation parallèle : 50%

³⁴ Michel AGLIETTA et André ORLÉAN, « La monnaie entre violence et confiance », Jacob, 2002, p.294

³⁵ Fabien LABONDANCE, 2010, Op.citée, p.4.

³⁶ Par formelle, nous entendons l'existence de relations officielles, qu'elles soient acceptées ou non. Par exemple, l'euroïsation unilatérale du Kosovo et du Montenegro ne fait pas l'objet d'une reconnaissance explicite de la part des européens.

³⁷ Dans ce qui suit nous précisons ce qui se passe pour les substitutions de monnaie. En ce qui concerne les substitutions d'actif il sera développé dans la fonction de réserve de valeur (réserve de placement). Nous pouvons aussi la considérer par l'analyse de la fonction d'unité de compte (monnaie d'émission d'actifs financiers, p.p.131-135).

\$- 50% €), les Balkans, l'Afrique du nord,... etc. Il atteignait 55 milliards d'euros en juin 2005, soit environ 10 % du montant total de billets en euros en circulation³⁸.

Tableau 13. Etats concernés par le processus d'euroïsation

Régions	Mécanisme de change	Pays
Zone euro	Union monétaire	Allemagne, Belgique, Autriche, Espagne, France, Portugal, Slovénie, Grèce, Italie, Irlande, Slovaquie, Chypre, Malte, Pays-Bas, Finlande, Luxembourg
UE (non-zone euro)	Mécanisme de change européen II	Danemark, Estonie, Lettonie, Lituanie
	Currency Board sur l'euro	Bulgarie
	Accord de change flottant vis-à-vis de l'euro	Roumanie
	Change flottant indépendant (pour mémoire)	République tchèque, Hongrie, Pologne, Suède, Royaume-Uni
Autres	Euroïsation unilatérale	Kosovo, Montenegro
	Currency board sur l'euro	Bosnie-Herzégovine
	Accord d'ancrage ou change flottant vis-à-vis de l'euro	Croatie, République de Macédoine, Serbie
	Euroïsation officielle	Micro-États européens ⁴ , Territoires français d'outre-mer ⁵
	Accords d'ancrage vis-à-vis de la zone euro	Zone franc CFA, Territoires français d'outre-mer, Cap-Vert, Comores

Source : Fabien LABONDANCE, 2010, Op.citée, p.6.

Il convient également de préciser que le dollar s'est imposé depuis toujours en tant que monnaie de substitution internationale (substitut de la monnaie locale dans les transactions réalisées dans un autre pays souvent lorsque celui-ci est victime d'hyperinflation ou instabilité politique). L'usage du dollar comme monnaie de substitution s'est développé en Europe dans les années 20 lorsque des pays comme l'Allemagne, l'Autriche et la Hongrie ont subi des inflations galopantes (la livre

³⁸ Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.10.

sterling à la différence du dollar n'était plus rattachée à l'or). De la même manière, le dollar a vu son utilisation vivement progresser comme monnaie de substitution en Amérique latine en raison de l'hyperinflation de plusieurs pays (Argentine, Uruguay, Colombie, Équateur). (L'effondrement de la Russie soviétique a stimulé l'utilisation du dollar dans cette région, l'euro étant toutefois la monnaie de substitution privilégiée dans les états issus de l'ancienne Yougoslavie communiste). La quantité de billets libellés en dollar circulant en dehors des États-Unis a légèrement baissé vers la fin des années 90 pour se redresser ensuite et représenter fin 2008 environ 60% (fin 2003 environ 56%)³⁹ du total des billets américains prouvant l'importance du dollar comme monnaie de substitution dans des pays tiers.

Ainsi, l'euro reste la deuxième monnaie de substitution après le dollar, avec un montant de billets en circulation en dehors de la zone euro estimé à environ 20 à 25% en fin 2009 contre plus de 65 % pour le dollar (cf. tableau n°14). Cependant, la part de billets en euro en circulation est plus concentrée dans les pays voisins de la zone euro (voir la section suivante⁴⁰).

Tableau n°14. Euroïsation et dollarisation (en %)

Années Devises	2002	Mi-2005	2008	2009
Euro	8	56 (55 milliards €) ¹	20	25
Dollar	66	60 (300 milliards \$)	60	65
Source : Nos regroupements				
1. Montant cumulés des envois de billets en euro en dehors de la zone euro.				

2.3 Interventions sur le marché des changes (utilisation officielle)

En principe, la monnaie d'intervention pour défendre une parité de taux de change est la monnaie de réserve, mais certains pays utilisent également d'autres devises. Ainsi, au niveau des banques centrales, nous constatons que ce sont essentiellement celles des pays européens situés en dehors de la zone euro et les pays

³⁹ Selon la FED.

⁴⁰ p.p.173-177.

de l'est de l'Europe qui utilisent l'euro dans leurs interventions sur le marché des changes.

Plus de dix ans après sa création, l'euro joue un rôle beaucoup plus faible que le dollar sur le marché des changes. Le billet vert reste la principale monnaie d'intervention des banques centrales sur le marché des changes. L'utilisation privilégiée du dollar comme monnaie d'intervention est liée à son importance dans les réserves officielles mondiales⁴¹ (voir tableau n°7 en annexe n°9). Étant la monnaie de réserve internationale, il est logique que le dollar soit la principale monnaie d'intervention. Son utilisation comme monnaie d'intervention est également favorisée par la liquidité du marché obligataire américain et par son usage comme monnaie véhiculaire. Presque toutes les interventions se font aujourd'hui en dollar, à l'exception de celles réalisées par les États-Unis. La relative illiquidité des marchés obligataires de la zone euro et du Japon ainsi que la prééminence du dollar comme moyen de paiement donnent au dollar un avantage par rapport à l'euro et au yen.

Nous ne sommes donc pas face à une situation complètement négative. En tant que moyen de paiement l'euro peine certes à s'affirmer et n'est pas encore devenu une monnaie véhicule ni d'intervention sur les marchés des changes, mais il possède un réel potentiel si les coûts de transaction évoluent à la baisse.⁴²

3. L'euro monnaie de réserve de valeur

S'il existe un domaine justement où l'euro prend de plus en plus d'ampleur, c'est certainement au niveau de son attractivité pour les investisseurs financiers et les banques centrales. Au départ, l'idée est que les États peuvent utiliser leurs réserves officielles de change (réserves des banques centrales) pour se protéger en cas de fuite des capitaux ou d'attaque contre leur taux de change. Or, on se rend compte que ces réserves dites de précaution tendent à devenir de plus en plus des réserves de

⁴¹ Voir ci-après, la fonction de réserve de change.

⁴² Jean-François GOUX, « L'euro : rôle international », Centre de Recherches et des Études Doctorales, cahier de recherche, juin 2003, p.13, in, <http://www.monnaie-finance.com>

placement dans le sens où elles dépassent largement les possibilités de risques encourus.

3.1 L'euro monnaie de réserves officielles de change (utilisation officielle)

En ce qui concerne la fonction de monnaie de réserve officielle, comme l'atteste le graphique n°12 ci-dessous, l'euro se classe en deuxième position derrière le dollar et devant le yen⁴³. Sa part dans les réserves officielles mondiales a progressé passant de 23,60% en fin 1999 à 27,30% fin 2009⁴⁴. Sur la même période, la part du dollar a reculé de 65,40 % à 62,20 %⁴⁵. Quant à la part du yen Japonais baisse aussi passant de 6,50% à 3% en fin 2009⁴⁶. Nous pouvons noter que, depuis 1999 les réserves de change mondiales totales ont progressé de 458,25%, soit de 1782 Milliards à 8166 Milliards de dollars fin 2009. Les réserves de change en euro ont augmenté de 510,65 %, c'est-à-dire de 244 milliards à 1246 milliards de dollars. Pour la même période celles du dollar ont augmenté de 289,50%, soit de 980 Milliards à 2837 Milliards de dollars. Les réserves de change en euro ont donc bien progressé plus rapidement que celles en dollar (voir tableau n°7 en annexe n°9).

Cette progression sensible de la part de l'euro mérite d'autant plus d'être notée qu'elle s'est effectuée dans un contexte d'accumulation de réserves en dollar en Asie, résultant de l'ancrage des régimes de change à cette devise, et dans les pays de l'OPEP, dont l'essentiel du commerce extérieur est libellé en dollar⁴⁷. Cependant, le caractère significatif de cette progression doit être en partie relativisé, car elle tient, notamment à un effet de valorisation de l'euro, le dollar s'étant déprécié de près de 80 % par rapport à l'euro entre début 2002 et fin 2009. En outre, un changement de méthodologie opéré par le FMI en 2005 dans le calcul des réserves de change a fait mécaniquement baisser la part du dollar. En effet, le FMI exclut désormais du calcul des réserves de change les pays ne donnant pas la composition de leurs réserves en

⁴³ Selon les chiffres révisés du FMI et BCE, 2010.

⁴⁴ La part de L'euro dans les réserves en devises mondiales a légèrement diminué pour s'établir à 25% à la fin de 2011 (moins de 25,4% en fin 2010), au des taux de change constant fin 2011.

⁴⁵ En 2011 la part du dollar dans les réserves mondiales de change est restée quasiment stable à 62,10%, en baisse par rapport à la fin 2010, soit 62,20%.

⁴⁶ 3,9% en 2010 pour diminuer en fin 2011 à une part de 3,7%.

⁴⁷ Axel BERTUCH-SAMUELS et Parmeshwar RAMLOGAN, Mars 2007, Op.citée, p.5.

devises et ne fait plus d'estimations⁴⁸. Par conséquent, les pays ayant accumulé le plus de réserves, essentiellement en dollar, notamment en Asie (qui représentent plus deux de tiers des réserves de change mondiales), ne sont plus couverts dans les chiffres du FMI, car ils ne donnent pas la composition de leurs réserves de change. Ainsi, l'effet de valorisation indiqué plus haut n'explique pas l'intégralité de la hausse de la part de l'euro.

Certes, depuis 1999 l'apparition de l'euro a conduit les pays à une diversification des réserves officielles de change au profit de l'euro. Cependant, en prenant en considération les parts du dollar estimées au taux de change courant ou constant (voir tableau n°7 en annexe n°9), les réserves en dollar demeurent majoritaires. La part prépondérante du dollar en tant que monnaie de réserve tient à plusieurs facteurs. Nous reviendrons sur ces aspects lors de l'analyse des facteurs et limites de développement du rôle international de l'euro⁴⁹. Nous pouvons citer le fait qu'à l'échelle internationale, ce sont les États-Unis qui ont le principal besoin de financement (à savoir 65,1 % du total mondial selon les statistiques du FMI au 27 mars 2006, soit 17500 milliards de dollars de dette extérieure brute et 4000 milliards de dollars de dette extérieure nette⁵⁰), du à l'énorme déficit de la balance courante des États-Unis (805 milliards de dollars en 2005 qui diminue à 400 milliards de dollars en 2011)⁵¹.

En revanche, Il est essentiel de noter, malgré sa position derrière le dollar, l'utilisation de l'euro comme réserve de change des banques centrales à l'étranger revêt un aspect régional : l'impact de l'apparition de l'euro est assez faible en dehors de la zone euro et ses régions voisines. La composition des réserves des pays en développement s'est peu modifiée : la part des réserves de ces pays libellées en monnaies de la zone euro était de 15,1% en 1993 et 16,6% en 2003. Les échanges commerciaux et les emprunts des pays en développement continuent à se faire

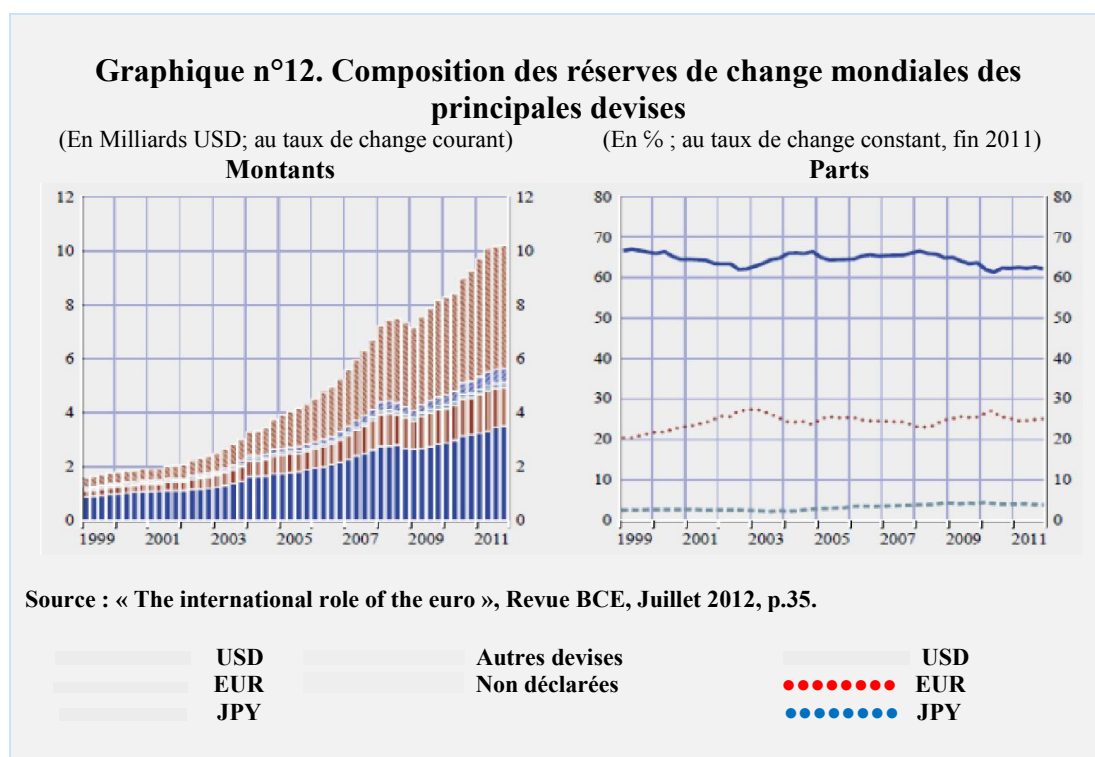
⁴⁸ BCE 2010

⁴⁹ Voir le quatrième chapitre.

⁵⁰ La dette extérieure brute des États-Unis représente la détention d'actifs en dollars par le reste du Monde ; la dette extérieure nette tient compte de la détention d'actifs étrangers par les États-Unis, qui sont surtout des entreprises (des actions, résultat des investissements à l'étranger d'entreprises américaines).

⁵¹ Fabien LABONDANCE, 2010, Op.citée, p.50.

principalement en dollar⁵² (nous reviendrons sur cet aspect régional de l'euro dans la section suivante).



3.2 L'euro monnaie de réserve de placement : prêts et dépôts dans le secteur bancaire international (utilisation privée)

En ce qui concerne l'utilisation de l'euro comme monnaie d'investissement⁵³, sa part est égale ou supérieure à la somme des parts des anciennes monnaies nationales. En fin 2008 elle représentait 20 % (elle était de 30% à mi-2005) dans les portefeuilles obligataires de neuf grands fonds internationaux⁵⁴ contre une part de 28 % pour les anciennes monnaies nationales. Pour la même année, la part du dollar reste stable autour de 50 %, celle du yen est faible avec 3,7 %. Cette mesure se heurte cependant au caractère incomplet des statistiques. En effet, il n'existe pas d'indicateur synthétique de la part de l'euro dans les portefeuilles d'investissement internationaux, et les échantillons retenus par les agences financières lors de leurs sondages ont une

⁵² Christian AUBIN, Jean-Pierre BERDOT, Daniel GOYEAU et Jacques LEONARD, 2007, Op.citée, p.6.

⁵³ C'est-à-dire sa part dans la composition de portefeuilles d'actifs financiers (demande chat de titres en euros, achat de titres par les non-résidents en euro, placements).

⁵⁴ Axel BERTUCH-SAMUELS et Parmeshwar RAMLOGAN, Mars 2007, Op.citée, p.4.

représentativité incertaine. Une source plus fiable est constituée par les actifs en devises étrangers des banques non résidentes. La part de l'euro a graduellement augmenté de 1999 à 2004, passant de 18 % à 24% pour atteindre 39 % en 2006, la part du dollar passe de 52 % en 2002 à 56 % en décembre 2004⁵⁵ et perd cinq points en 2006 en baissant à 41 %⁵⁶, Ainsi, jusqu'à fin 2006, sur le marché des capitaux nous observons un déclin relatif de la domination du dollar. La place du dollar reste toutefois prépondérante ; le dollar demeure la monnaie de référence pour émettre les titres de créance et des obligations par les non résidents (sup. graphique n°7-II⁵⁷). Le marché des capitaux de la zone euro ne peut pas se comparer au marché américain correspondant sur le plan de la liquidité, de la taille et du nombre de composantes. Les divergences réglementaires et les différences de pratique de marché limitent le degré d'intégration des structures financières de la zone euro⁵⁸. Le dollar est donc la monnaie privilégiée sur les marchés monétaires internationaux même si sa place a diminué depuis les années 90⁵⁹.

En ce qui concerne les dépôts bancaires transfrontaliers d'agents ou d'institutions non bancaires dans les banques de la zone euro, l'euro reste assez stable durant la période 1999-2009, le maximum enregistré 25,6 % en 2001(20,8% en 1999). Depuis cette part est en diminution : 20,8% en 2006 et 20,3% en 2009. En parallèle, le dollar marque une baisse de 60% à 55,1% entre 1999 et 2000, puis grimpe pour atteindre 60,1% en fin 2007 et 59,1% en fin 2009. La détention de comptes libellés en euro a été encouragée dans certains pays de l'Europe de l'Est afin de restaurer la confiance dans le système bancaire. D'une manière générale, la détention de comptes en euro a considérablement augmenté après le changement de cash (janvier 2002) : plus de dix Milliards d'euros.

Cependant, en observant les deux mesures de ces dépôts aux taux de change constants et courants, comme l'indique le tableau n°8 en annexe n°10, la part de l'euro est très faible part rapport celle du dollar, elle reste évidemment très nette dans les pays qui postulent à l'adhésion à l'UE, en particulier ceux qui appartenaient à

⁵⁵ BRI, 2005.

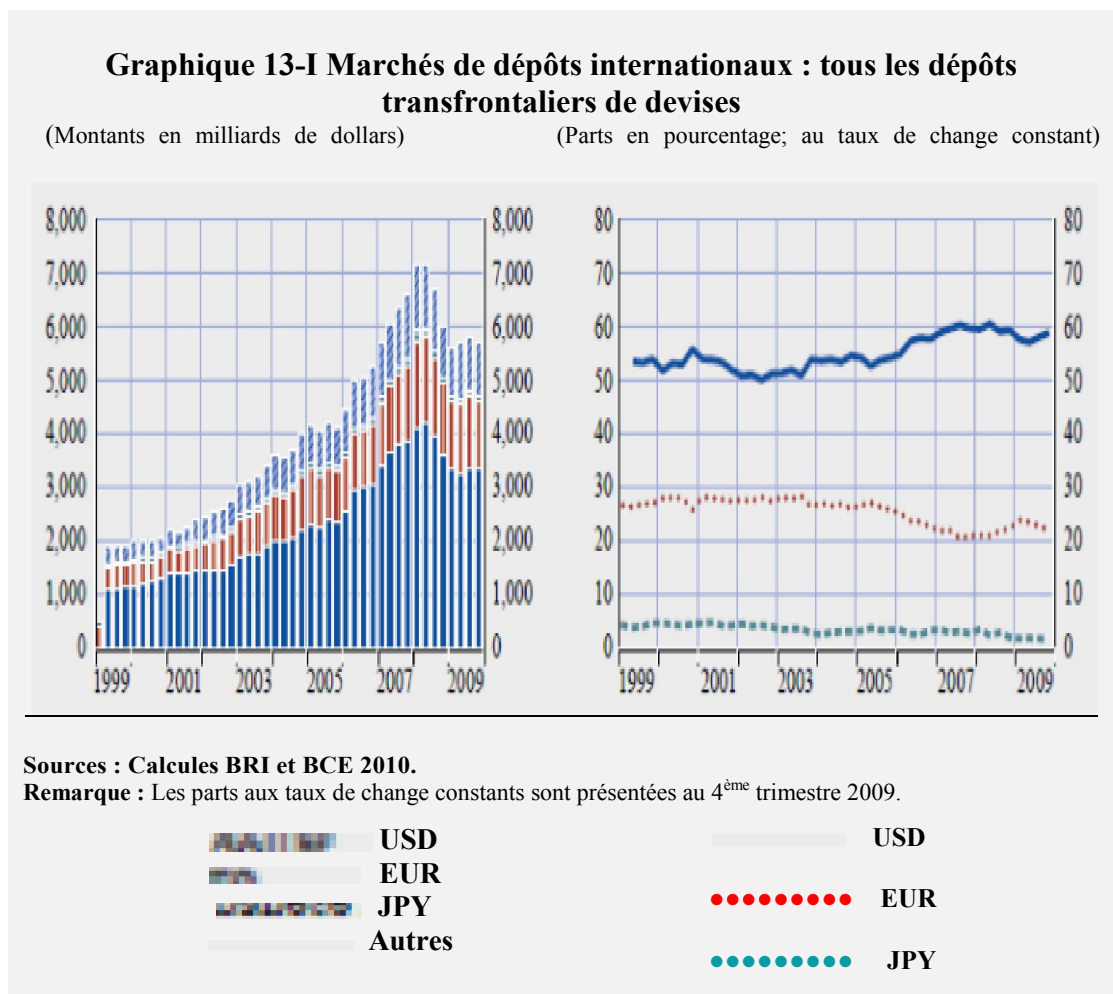
⁵⁶ Cyril POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.10.

⁵⁷ P.135.

⁵⁸ Pour plus de précision voir le quatrième chapitre suivant, p. 211-214.

⁵⁹ « Comment une monnaie devient-elle internationale », p.10, in, www.dessertationoboulo.com

l'ancienne Yougoslavie, aucune pratique de ce genre en Asie bien sûr. En revanche, elle est élevée en dollar. En Afrique et Moyen Orient : sans doute les montants en dollar sont non négligeables⁶⁰ (cf. graphique n°13-I).



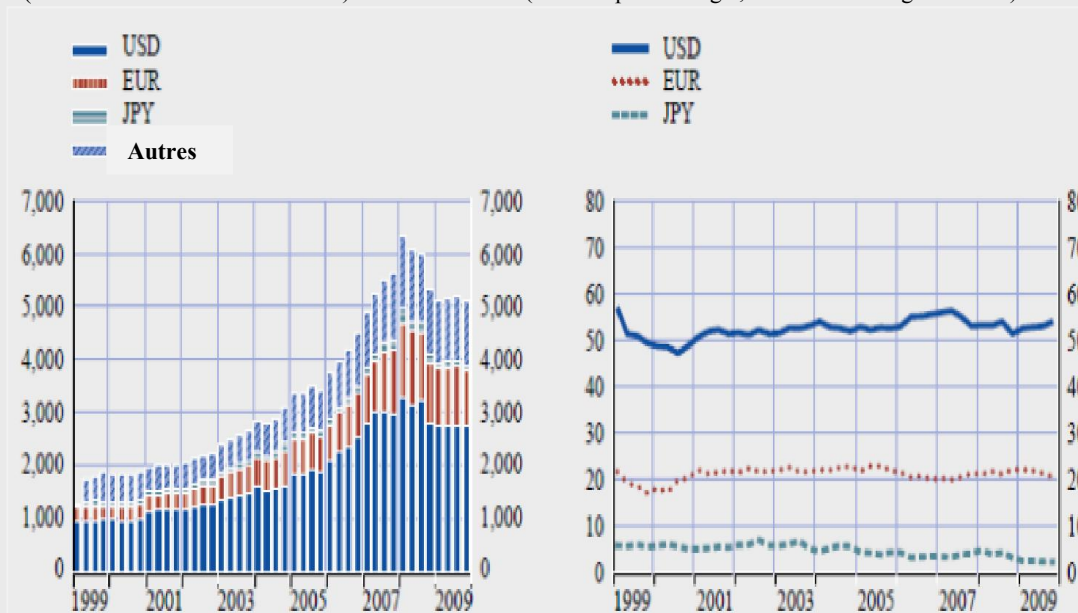
L'analyse de l'évolution de la part de l'euro dans les prêts transfrontaliers sur la période 1999-2009, fait aboutir au même constat que celle des dépôts transfrontaliers. L'euro occupe la deuxième position derrière le dollar et devant le yen japonais. L'euro a enregistré des parts stables entre un maximum de 21,4% en 2008 et un minimum de 18,8 % en 2000, pour le dollar elle passe de 48,7% en 2000 à 58,3% en 2009. La part du yen enregistre une baisse sur la même période pour s'établir à 2,6% en fin 2009 (cf. graphique n° 13-II et tableau n°9 en annexe n°11).

⁶⁰ Cyril POUVELLE, Mars 2006, Op.citée, p.11.

Graphique n°13-II Marchés des prêts internationaux : tous les prêts transfrontaliers de devises

(Montants en milliards de dollars)

(Parts en pourcentage ; au taux de change constant)



Sources : Sources : BRI et BCE 2010.

Remarque : Les parts aux taux de change constants sont présentées au 4^{ème} trimestre 2009.

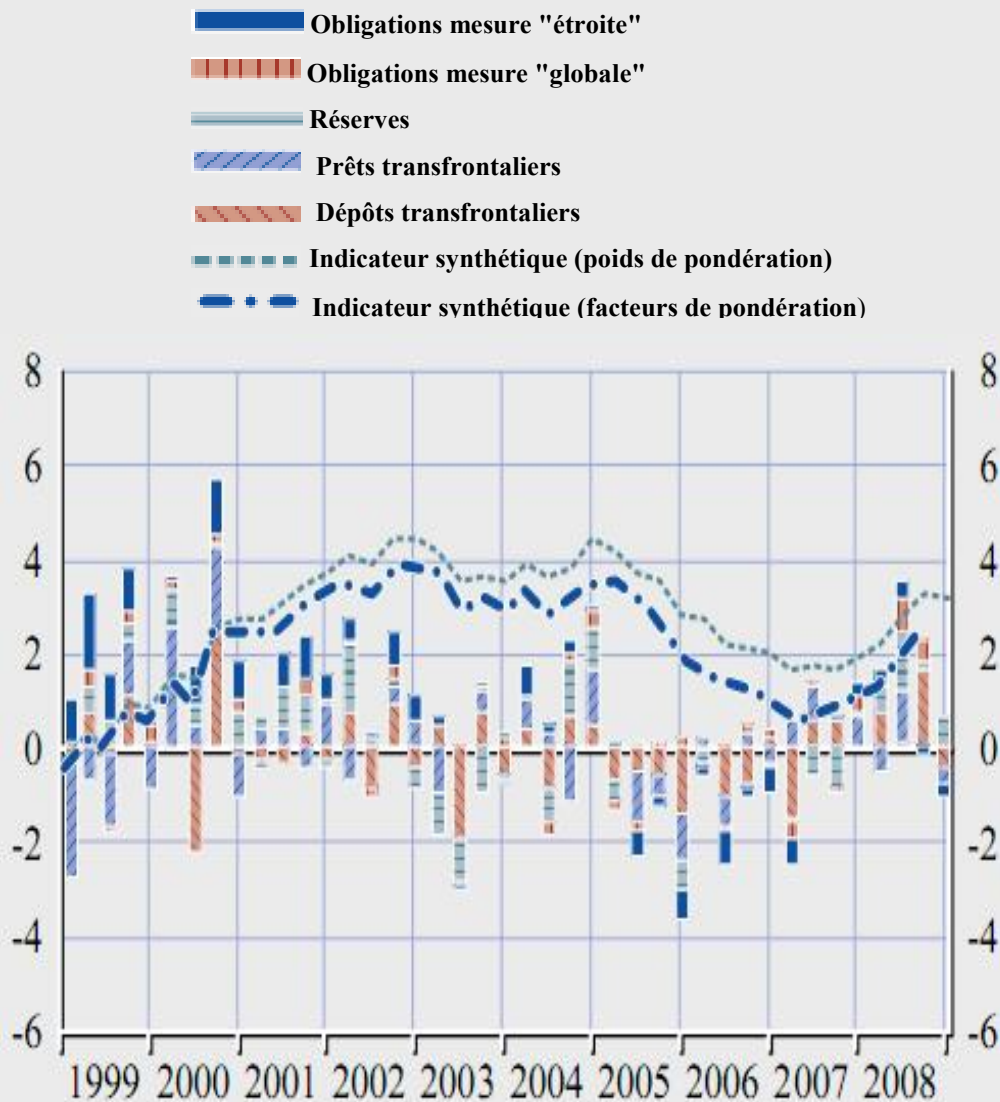
Conclusion de section 1

Partant de l'observation des évolutions des parts de l'euro dans les différents segments de marchés financiers ainsi que dans le marché de biens et marchandises internationaux, sur la période 1999 - fin 2009, nous avons constaté, l'augmentation progressive du rôle international de l'euro pendant les cinq premières années de sa création. Une augmentation qui a été principalement tirée par son utilisation sur les marchés mondiaux de titres de créance internationaux et de réserves de change (cf. graphique n°13-III). En revanche, le poids de l'euro a peu varié comme monnaie véhiculaire et monnaie d'intervention. Cela s'explique par le fait que le dollar reste la monnaie pivot sur tous les segments des marchés internationaux (pour l'ensemble des fonctions de la monnaie internationale), notamment, si nous considérons le marché des changes et le marché de biens et marchandises internationaux. Il reste à vérifier, dans la section suivante, si l'usage international de l'euro s'est étendu hors de sa zone

d'émission (pays hors Zone Euro et Union Européen), comme c'est le cas pour le dollar.

Graphique n°13-III Evolution internationale de l'euro

(En points de pourcentage)



Source : « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet, 2012, p.59.

Section 2. L'euro monnaie internationale dont l'usage reste limité hors zone euro

Peu de temps après sa création, l'euro s'est imposé comme deuxième monnaie internationale devant le yen et derrière le dollar. *Cependant, ce rôle international s'est-il manifesté réellement partout dans le monde ou s'est-il limité juste dans la zone euro et l'union européenne ? C'est autour de cette question que se centralise cette section.* Ainsi, afin de ressortir une évaluation approximative de la distribution de l'euro, dans le monde entier, nous nous sommes référés à une étude d'un échantillonnage de statistiques, réalisée par la BCE en 2010 (cf. tableau n° 15), fournissant le nombre de pays et territoires enregistrant toute utilisation de l'euro, du dollar américain et du yen japonais sur un marché donné en fin 2009. Comme l'utilisation du yen japonais en dehors des frontières du Japon est assez limitée, avec son lot restant en dessous de 10% dans la majorité des cas, l'analyse qui suit se concentre beaucoup plus sur l'euro et le dollar américain. La mesure de la véritable portée internationale d'une monnaie s'articule nécessairement sur la disponibilité, à l'échelle mondiale, ou au moins à l'échelle régionale, de statistiques concernant le pays d'émission et fournissant également une ventilation des transactions par devises. Par conséquent, vu la non disponibilité de ce niveau de détail pour toute la gamme des marchés financiers et de biens et services, nous allons concentrer notre comparaison, dans cette deuxième section, sur les marchés de titres de créance internationaux (fonction d'unité de compte), les marchés des prêts et dépôts transfrontaliers (fonction de réserve de valeur) et les marchés des changes (fonction de moyen de paiement), pour lesquels les bases de données de la BCE et de la BRI fournissent un degré suffisant d'informations¹. Puis, pour avoir une vision plus complète de la distribution de l'euro dans le monde, nous avons regroupé les informations disponibles pour observer aussi son utilisation comme monnaie de substitution et d'ancrage en dehors la zone euro.

¹ Les bases de données BRI utilisées sont constituées : des statistiques sur le marché des capitaux internationaux, offrant une couverture globale des titres de créance nationaux et internationaux, des statistiques bancaires internationales couvrant les prêts bancaires transfrontaliers et les dépôts des banques situées dans 38 pays, de l'enquête triennale de la Banque centrale qui fournit la ventilation par devises des chiffres d'affaires réalisés sur le marché de change dans 54 pays.

1. L'euro sur les marchés de TCI, de prêts et dépôts transfrontaliers hors de la zone euro

La part de l'euro a nettement augmenté entre fin 1999 et fin 2009² dans les encours de titres de créance internationaux (de 26,2% à 31,4%), les prêts et dépôts bancaires transfrontaliers de (de 15% à 20%) et réserves de change (de 18% à 27%) au détriment du dollar mais aussi du yen. Mais, cette progression a-t-elle concerné tous les pays du monde, ou juste les pays européens de la zone euro et hors zone euro.

1.1 L'euro sur les segments des marchés de TCI hors de la zone euro

D'après les résultats de l'échantillonnage, la part de la dette libellée en euro sur les segments des marchés de titres de créances internationaux représente environ deux tiers (soit 69 pays sur 104) dans tous les cas, contre une part dépassant les 92% (soit 96 pays sur 104) pour le dollar américain et environ 50% (51 pays sur 104) pour le yen japonais. Comme, l'utilisation du yen japonais en dehors des frontières du Japon est assez limitée, avec son lot restant en dessous de 10% dans la majorité des cas, l'analyse qui suit se concentre uniquement sur l'euro et le dollar américain.

L'analyse des résultats concernant l'utilisation de l'euro sur les segments de marchés de titres de créances internationaux, atteste que l'euro a une orientation assez régionale³. En effet, l'euro est la monnaie naturellement choisie par les émetteurs de la zone euro, mais elle surpasse la popularité du dollar américain, uniquement, dans les pays d'Europe situés à l'extérieur de la zone euro (cf. graphique n° 14). Dans le reste des régions, sa part dans le stock de l'encours des TCI est généralement inférieure à 30% (Japon, Moyen- Orient, États-Unis, Asie-Pacifique).

En outre, alors que l'euro est représenté, dans une certaine mesure, dans la plupart des pays, son rôle dans les économies d'Asie-Pacifique est relativement marginal. De son côté, la part du dollar dans ces pays est souvent assez limitée. Ce qui reflète, dans de nombreux cas, le développement assez important de l'usage des titres

² Tableau n°1 en annexe 4, repris de : « The international role of the euro », Revue BCE, juillet 2010, p.70.

³ « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.64.

de créances sur les marchés domestiques de ces économies (cf. graphique n° 14, groupe A, section 9).

S'agissant de l'évolution au fil du temps, entre 1999 et fin 2009, la part de l'euro a augmenté plus énergiquement durant la dernière décennie en Europe dans les pays extérieurs à la zone euro, suivie par une hausse dans la zone euro elle-même, souvent pour remplacer les titres de dettes libellés en dollar américain (cf. graphique 14, groupe, partie 1 et 2).⁴ Dans le reste du monde, les changements au fil du temps, des parts de l'euro dans les TCI sont restés relativement limités.

Tableau n° 15. Distribution de l'usage international des monnaies dans certains segments du marché financier mondial

Segments du marché financier mondial	Euro		Dollar américain		Yen japonais		Total ¹
	Pays	%	Pays	%	Pays	%	
Marché de titres de créance ²	69	66,3	96	92,3	51	49,0	104
Marché de prêts transfrontaliers ²	148	83,69	168	94,91	114	64,4	177
Marché de dépôts prêts transfrontaliers ²	172	96,6	178	100	84	47,2	178
Chiffre d'affaires sur le marché de changes ³	53	98,1	54	100	52	96,3	54
Source : « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p 60. 1-Tous les pays enregistrant toute activité sur le marché concerné. 2-Au 3 ^{ème} trimestre 2009. 3-Avril 2007.							

⁴ Tous les changements des parts sont calculés, déduction faite des effets de valorisation en raison des fluctuations des taux de change.

Graphique n° 14. Titres de créance sur les marchés financiers mondiaux libellés en dollar et en euro

axe des x ; distance par rapport à la zone euro ¹

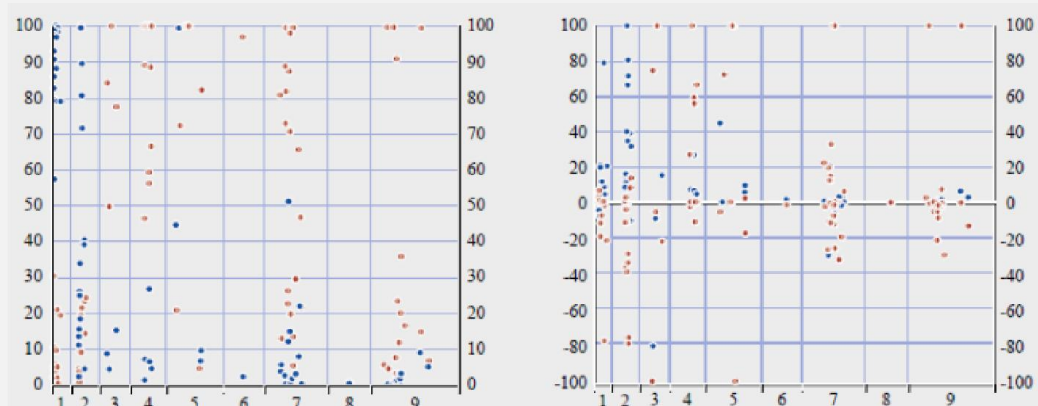
(Pourcentage; au T3-2009)

(Modifications en points de % ; au T3 2009
vis-à-vis de T1-1999)

• Euro • Dollar

Groupe A : Parts de devises dans le stock de titres de créance en circulation

Groupe B : Variation des parts de devises dans le stock de titres de créance en circulation



Source : « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p 61.

1- zone euro

4-Moyen-Orient

7- hémisphère occidentale

2- Europe hors zone euro

5-Afrique

8- Japon

3-Communauté des États Indépendants

6-États-Unis

9- Asie du Pacifique

Note: distances interrégionales sans prise en considération de l'échelle / distances interrégionales en fonction de l'échelle.

1) En Allemagne.

1.2 L'euro sur les segments des marchés de prêts et dépôts transfrontaliers hors de la zone euro

Dans les marchés des prêts et de dépôts transfrontaliers, les motifs du rôle international des devises diffèrent quelque peu de ceux observés dans les marchés de TCI⁵. Tout d'abord, de nombreux autres pays participent aux marchés des prêts et dépôts bancaires que dans les marchés de titres de créance internationaux (177 pour prêts et dépôts bancaires contre 104 pour les TCI) ; indiquant que l'accès aux services bancaires transfrontaliers est pour presque toutes les économies, alors que l'entrée équivalente aux marchés de titres de créances aussi importante, mais dans certains cas

⁵ Le modèle pour les marchés internationaux de prêts est similaire.

est inexistante, en particulier dans le cas de l'Afrique. En second lieu, les parts des monnaies dans lesquelles sont libellés les prêts et dépôts transfrontaliers manifestent une tendance à converger moins que les valeurs extrêmes observées dans les marchés de titres de créances internationaux, pointant vers une participation non négligeable des autres devises par rapport aux principales devises internationales (supra. tableau n° 15).

Enfin, la part de l'euro dans les dépôts transfrontaliers est plus uniformément répartie dans les différentes régions, avec sa prévalence moins visible dans la zone euro et des pays européens en dehors de la zone euro, mais généralement plus élevé dans le reste du monde (cf. graphique n° 15, groupe A), spécifiquement, dans la Communauté des Etats indépendants. Ces Etats semblent avoir substitué les dépôts en dollar américain par les dépôts en euro, en plus des changements familiers sont observés dans la zone euro elle-même et dans les pays européens extérieurs à la zone euro (cf. graphique n° 15, groupe B, sections 1, 2 et 3). Fait intéressant, la popularité des dépôts en dollar aux États-Unis semble avoir diminué entre 1999 et 2009, cette part des dépôts en dollar est globalement en déclin partout dans le monde, bien que cette régression n'a pas été au bénéfice de l'euro dans tous les exemples. Une comparaison avec la tendance des changements dans les prêts internationaux libellés en dollar américain, révèle également une diminution notable dans certains cas, même si celle-ci est généralement moins répandue et d'une plus petite amplitude.

1.3 L'euro sur les segments du marché des changes hors de la zone euro

Premièrement, il faut souligner que la part globale de l'euro dans ces marchés est généralement plus élevée que celle affichée dans les marchés de titres de créances internationaux et marchés des prêts et dépôts transfrontaliers (supra. tableau n° 15). Deuxièmement, l'utilisation de l'euro et du dollar américain par les marchés des changes expose sans ambiguïté la fonction de monnaie véhicule de ce dernier, avec sa part dans le chiffre d'affaires qui a atteint plus de 80% ⁶ dans la plupart des cas, contre une part similaire pour l'euro dans la zone euro et les pays de l'UE hors zone euro,

⁶ La somme des pourcentages des devises se rapporte à un total de 200%, car les deux parties de devises impliquées dans une opération de changes sont comptabilisées séparément.

mais qui baisse à moins de 40% dans les autres des pays hors UE. Cela confirme, comme nous l'avons indiqué dans la section précédente, que la majorité des transactions en monnaies étrangères se font par l'intermédiaire du dollar américain (cf. graphique n°16). Pour les pays de l'UE hors zone euro, ceci implique que l'euro est soit échangé plus souvent par rapport au dollar américain que dans le reste du monde, ou qu'il est employé plus souvent que la principale monnaie contre laquelle d'autres monnaies sont échangées. Ce dernier argument est également soutenu par la part inférieure, parfois du rôle typique du dollar américain dans ces régions. Pour la zone euro, les parts élevées de l'euro sont justifiées par le fait que la plupart des échanges se déroulent dans le pair euro-dollar. Fait remarquable, cependant, même dans la zone euro la négociation des monnaies tierces semble se produire par rapport au dollar américain, comme en témoigne le fait que sa part dépasse souvent celle de l'euro.

Graphique n° 15. Dépôts transfrontaliers sur les marchés mondiaux libellés en dollar et en euro

axe des x ; distance par rapport à la zone euro ^{1*}

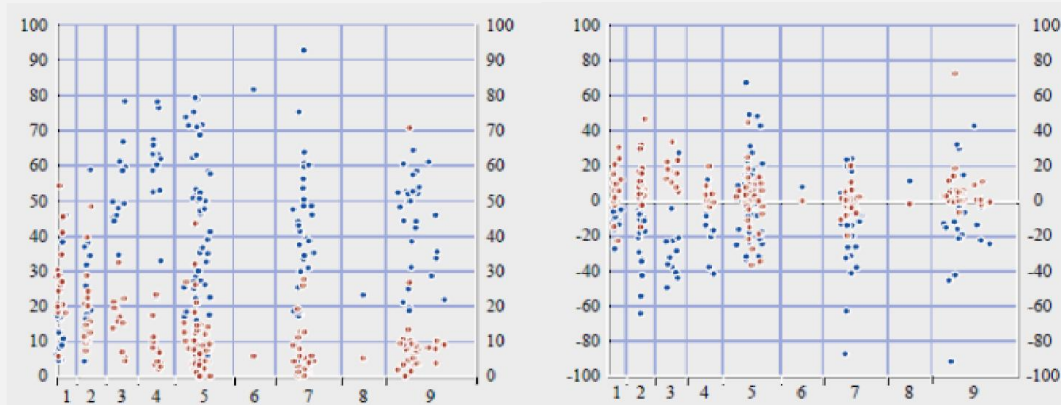
(En pourcentage ; au T3-2009)

(points de % ; au T3 2009 vis-à-vis de T1-1999)

• USD • EUR

Groupe A : Parts de devises dans les dépôts transfrontaliers

Groupe B : Variation des parts de devises dans les dépôts transfrontaliers



Source : « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p. 61.

1- zone euro

2- Europe hors zone euro

3- Communauté des États Indépendants

4-Moyen-Orient

5-Afrique

6-États-Unis

7- hémisphère occidentale

8-Japon

9- Asie-Pacifique

Note: distances interrégionales sans prise en considération de l'échelle / distances interrégionales en fonction de l'échelle.

1) En Allemagne.

Graphique n° 16. Monnaies internationales utilisées sur le marché de change international

(chiffre d'affaires sur marché de change en % ; avril 2001 vis-à-vis 2007)
axe des x ; distance par rapport à la zone euro ^{1*}



Source : « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p. 62

1- zone euro

2- Europe hors zone euro

3-Communauté des États Indépendants

4-Moyen-Orient

5-Afrique

6-États-Unis

7- hémisphère occidentale

8-Japon

9- Asie-Pacifique

Note: distances interrégionales sans prise en considération de l'échelle / distances interrégionales en fonction de l'échelle.

1* En Allemagne

2. L'euro sur les marchés des réserves de change et de biens et services hors de la zone euro

2.1 L'euro sur les segments des marchés des réserves de change hors de la zone euro

Dans la section précédente nous avons pu constater que l'augmentation progressive du rôle international de l'euro pendant les cinq premières années de sa création a été principalement tirée par son utilisation sur les marchés mondiaux de titres de créances internationaux et de réserves de change. Cette période a été suivie par une stabilisation de l'utilisation internationale de l'euro comme conséquence des poids optimaux qui ont été atteints dans les portefeuilles de réserves de change⁷. Cependant, le Prolongement de cette analyse, par l'étude de la répartition géographique du rôle de l'euro sur les marchés des réserves de change en dehors de la zone euro et de l'UE, nous révèle que le dollar est utilisé partout dans le monde : il tient une part de 60% à 70% des réserves du monde, 60% à 95% des réserves de la zone dollar

⁷ « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2009, p.23.

et 18% à 20% des réserves de la Zone Euro. Par contre, c'est dans les régions voisines de sa zone d'émission que l'euro est particulièrement utilisé comme monnaie de réserve (États membres de l'UE hors zone euro, Balkans, Russie, Méditerranée, Afrique du Nord et pays de la zone franc, ayant pour la plupart tissé des liens étroits avec la zone euro ou ayant mis en place des accords institutionnels spéciaux avec l'UE). En effet, l'euro tient une part inférieure à 20% des réserves mondiales⁸, 15% à 20% des réserves de la zone dollar et 45% à 60% des réserves de la zone euro (cf. graphique n°17-I).

Une analyse économétrique de la BCE en 2009, relative aux déterminants de la composition des réserves de change de certains pays du monde, suggère que la composition en devises des réserves des banques centrales des États membres de l'UE et des économies émergentes a été principalement tirée par les transactions commerciales, c'est-à-dire par les monnaies dans lesquelles sont libellées leurs dettes extérieures et auxquelles sont rattachés leurs taux de change⁹. En particulier, entre 1999 et 2007, l'augmentation de la part de l'euro dans les réserves de change de certains banques centrales européennes des États membres de l'UE, s'explique principalement par une évolution vers un régime de taux de change utilisant l'euro comme un point de référence et par l'augmentation du poids de l'euro dans la dénomination de leurs dettes extérieures. De plus, comme en témoigne les données statistiques de la BCE (2009), relatives aux pays qui ont divulgué leurs avoirs en réserves de change, parmi les pays d'Amérique latine qui ont affiché une légère augmentation de la part de l'euro dans leurs réserves de change : le Chili, le Pérou et l'Uruguay. Cette tendance a pu être entraînée par l'accroissement des échanges commerciaux de ces pays avec la zone euro (cf. graphique n°17-II). Par ailleurs, la part importante des réserves en dollar américain s'explique principalement par la monnaie dans laquelle est libellée la dette des pays latino-américains de l'échantillon. Enfin, la dominance du dollar comme libellé des réserves de change en dehors des USA, par rapport à l'euro hors de la zone euro et de l'UE, tient en grande partie au faible poids économique et financier relatif des pays voisins de l'UE (UE à 27 représente 24% du

⁸ Axel BERTUCH-SAMUELS et Parmeshwar RAMLOGAN, « L'euro monnaie mondiale », *Revue Finances & Développement*, Mars 2007, p.10, www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/2007/03/pdf/bertuch.pdf

⁹ « The international role of the euro », *Revue BCE*, Juillet 2009, p.45.

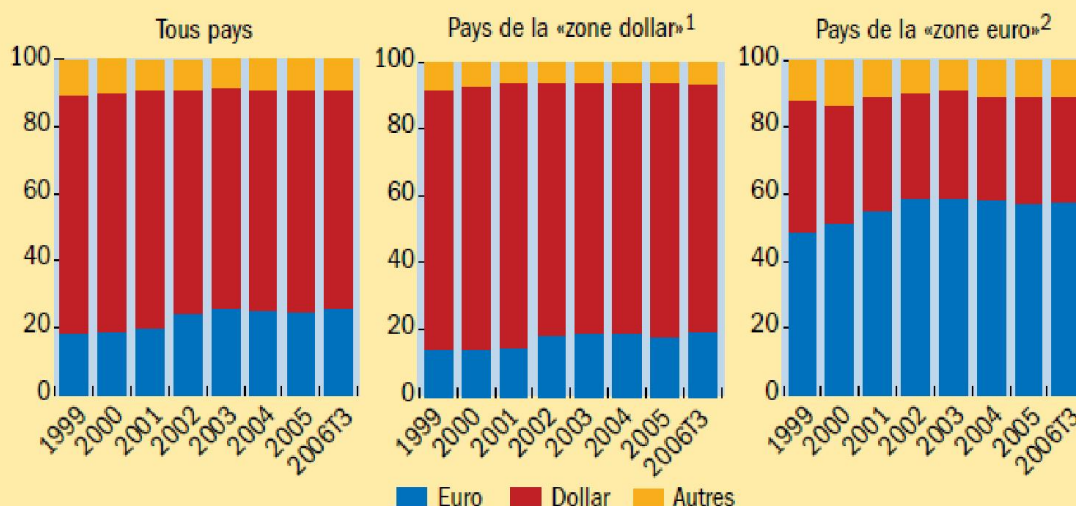
PIB mondial, en dollar PAA) en fin 2009), par rapport aux pays la zone dollar, notamment asiatiques utilisant particulièrement le dollar et représentant plus de 36% du PIB mondial (en dollar PAA) et les pays de la zone dollar avec une part de 25% du PIB mondial (en dollar PAA) (cf. graphique n° 17-III / partie gauche). Sans oublier que la consommation du pétrole est plus importante dans les pays de zone dollar par rapport à l'Union Européenne. Ces disparités constituent quelques uns des premiers facteurs justifiant l'écart entre l'utilisation internationale du dollar et de l'euro.

Graphique n° 17-I Répartition des réserves de change par pays

En seconde place pour les réserves

Si la part de l'euro dans les réserves de change s'est accrue partout dans le monde, l'augmentation concerne surtout les pays qui ont des liens avec la zone euro.

(pourcentage du total des réserves affectées)



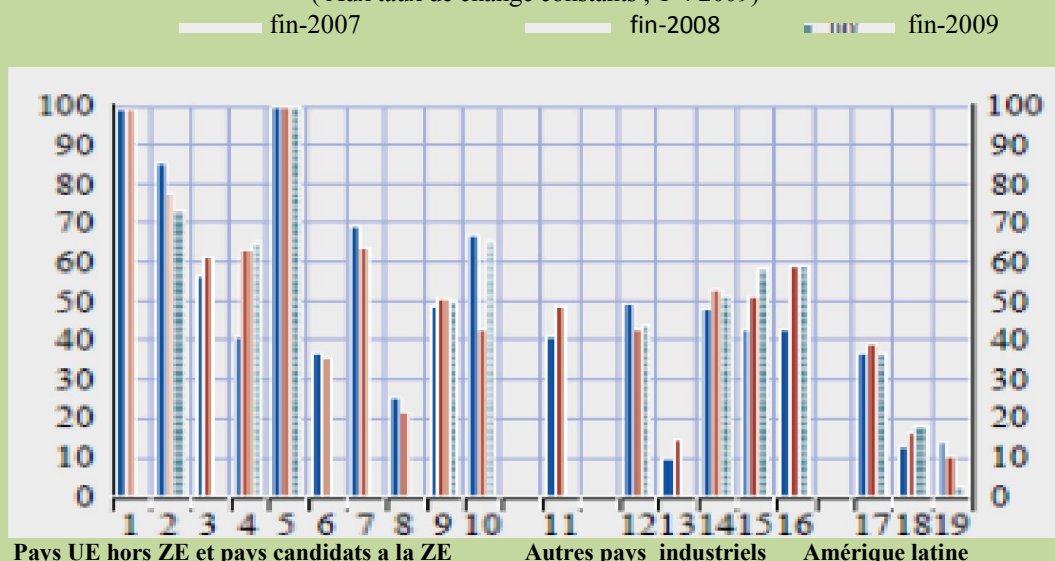
Sources : FMI (2006) et Lim (2006).

¹Asie + Hémisphère occidental + autres pays dont la monnaie est essentiellement rattachée au dollar.

²Pays limitrophes de la zone euro et plusieurs pays d'Afrique.

Graphique n° 17-II Parts des réserves de change en euro dans certains pays sélectionnés

(Aux taux de change constants , T 4 2009)

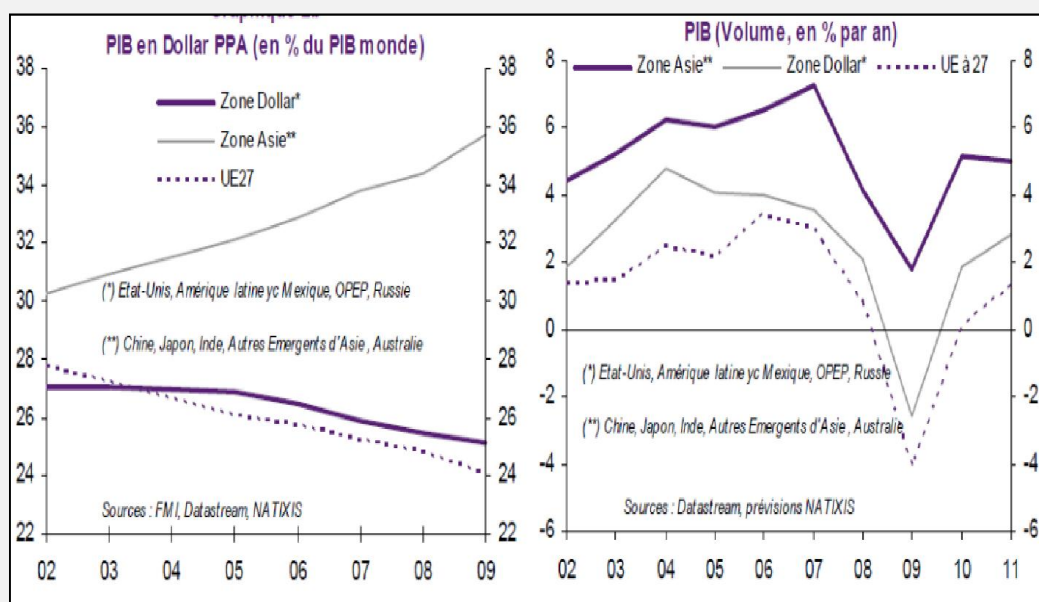


Pays UE hors ZE et pays candidats à la ZE Autres pays industriels Amérique latine

1 Bulgarie 2 Hongrie 3 R. Tchèque 4 Lettonie 5 Lituanie 6 Pologne 7 Roumanie
 8 Serbie 9 Suède 10 Ukraine 11 Russie 12 Canada 13 R. Uni 14 Norvège
 15 Chine 16 Pérou 17 Uruguay

Source: « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p. 38.

Graphique n° 17-III PIB (Zone Dollar, Zone Asie, UE 27)



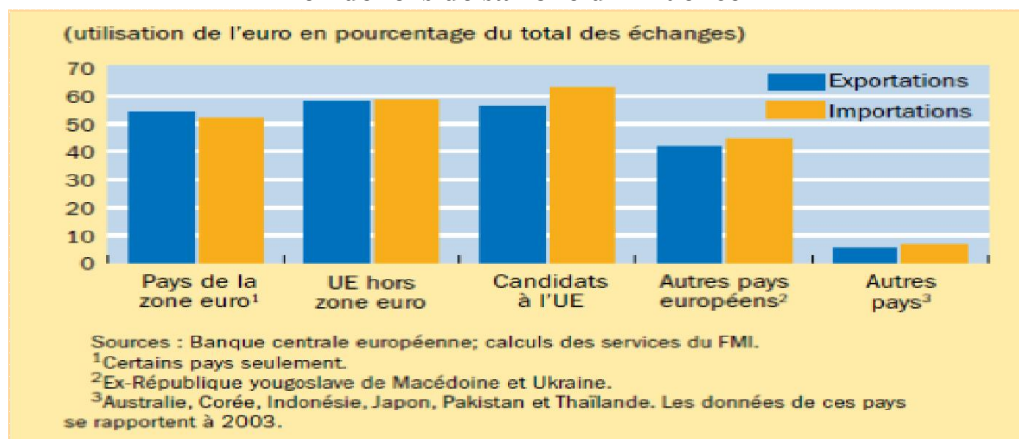
Source : « Disparition à long terme de l'euro comme monnaie internationale ? », Flash économie, Natixis Bank, n° 172, 19 avril 2010, p.3.

2.2 L'euro sur les segments des marchés de biens et services hors de la zone euro

Depuis le lancement de la monnaie unique 1999, l'importance des échanges effectués en euro n'a cessé d'augmenter. Il semblerait même que l'euro soit la première monnaie de facturation des échanges entre la zone euro et les pays d'Europe hors zone euro ayant des liens institutionnels avec elle ou avec l'UE, mais qu'il soit rarement utilisé dans les échanges commerciaux en dehors de l'UE (cf. graphique n°18).

Une analyse des données relatives aux monnaies dans lesquelles est libellé le commerce de marchandises des pays de l'UE avec leurs homologues en dehors de l'UE¹⁰, révèle que les pays de la zone euro utilisent la monnaie de tarification des pays producteurs, tandis que les importateurs de la zone euro tendent à utiliser la monnaie locale dans leurs tarifications. Ces modèles sont aussi observables, quoique dans une moindre mesure dans les pays de l'UE hors zone euro, en dépit du fait que l'euro n'est pas leur monnaie nationale.

Graphique n°18. Effets limités de l'euro sur les échanges commerciaux en dehors de sa zone d'influence



Entre 2007 et 2009¹¹ l'utilisation de l'euro, par les pays de la zone euro, dans leurs échanges de marchandises et de services avec les pays en dehors de la zone euro, a généralement augmenté, bien que les augmentations ont été principalement observées dans les importations (cf. graphique n°19-I), tandis que l'image des

¹⁰ Désormais, un groupe plus large de pays de l'UE fournit régulièrement les monnaies dans lesquelles est libellé leur commerce de marchandises avec leurs homologues hors de l'UE.

¹¹ Comparativement aux éditions précédentes à la publication de la revue de la BCE 2010 sur le rôle international de l'euro, les données sur les monnaies utilisées dans le commerce, ne sont plus soumises à un décalage d'un an, ce qui permet une couverture plus rapide des développements. Par conséquent, la période de comparaison couvre deux ans d'examen par rapport à l'année 2010.

exportations a été plus contrastée. En conséquence, la part de l'euro dans les exportations de marchandises varie entre 97,3% (Slovaquie) et 11,8% (Chypre) en 2009, par rapport à 79% (Slovénie) et 2,8% (Chypre) en 2007. Pour les importations, les parts correspondantes ont varié entre 86,3% (Slovaquie) et 2,5% (Chypre) en 2009, par rapport à 73,1% (Slovénie) et de 1,7% (Chypre) en 2007¹².

Une comparaison de ces gammes à celles de 2001 montre que la distribution du commerce libellée en euro est devenue plus dispersée avec l'élargissement de la zone euro depuis 2007. En effet, tandis que la Slovaquie et la Slovénie effectuaient une grande partie de leur commerce avec leur monnaie nationale, les transactions du Chypre en euro sont relativement petites, ces écarts étaient dus à des parts commerciales différentes avec la zone euro et/ou à des structures de commerce distinctes¹³. Cependant, étant donné que le Chypre négocie à peine moins avec la zone euro que la Slovaquie et la Slovénie, l'affaiblissement de l'usage de l'euro pour le Chypre est probablement dû à d'autres facteurs, comme la hausse de la part de pétrole et des produits pétroliers dans ses importations et ses exportations (cf. graphique n°19-II, partie gauche). Ces résultats sont également corroborés sur les importations correspondantes disponibles pour certains pays de l'UE en dehors la zone euro et pays candidats à l'UE, où les parts de l'euro ont été élevées et à la hausse depuis 2001 (cf. graphique n°19-II, partie droite), illustrant sa prédominance en tant que monnaie dans laquelle les importations sont libellées, qu'elles proviennent de la zone euro ou d'autres pays.

Autre fait intéressant, les exportations des pays de l'UE hors zone euro vers des destinations hors de l'UE sont effectuées en euro sur une grande échelle, bien que l'euro n'est pas leur monnaie nationale. Avec des parts comprises entre 15% pour la Bulgarie et près de 60% pour la Lettonie (cf. graphique n° 20-I). Ce rôle substantiel, reflète le niveau relativement élevé d'euroïsation dans certains de ces économies, ainsi que le fait que l'euro est évidemment accepté comme une monnaie internationale de substitution par leurs principaux partenaires commerciaux. Néanmoins, la capacité de facturer les exportations en euro semble diminuer à mesure que la distance

¹² Les statistiques concernant les exportations de services étaient, en 2009, de 19,1% (la Grèce), 82,7% (Slovénie) ; et, en 2007, de 14,9% (Grèce), 80,8% (Slovénie). Les importations de services ont variées ,9% (Chypre) à 71,8% (Belgique et Portugal) en 2007 de 34,5% (Grèce), 72,6% (Portugal) en 2009.

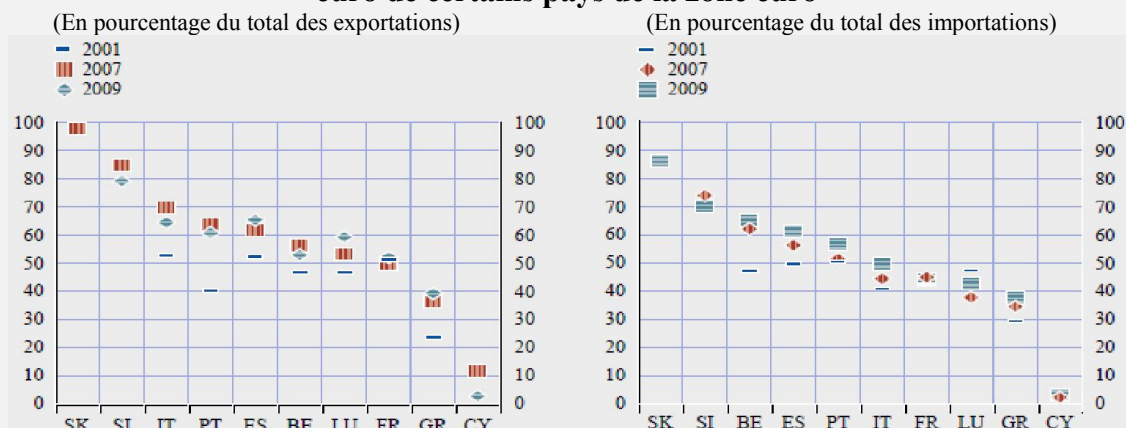
¹³ Malte ne communiquent pas de données sur les devises dans lesquelles est libellé son commerce.

géographique augmente de la zone euro. Bien que les preuves à cet égard soient très rares, la part des exportations de l'Indonésie (1,8% en 2009) et la Thaïlande (2,9% en 2009) libellées en euro est plus petite, ce qui est justifiée par les niveaux respectifs du commerce de ces pays avec la zone euro.

Enfin, se tournant vers les devises utilisées comme libellés des importations dans l'UE, il est évident qu'une part significative des marchandises importées hors zone euro sont libellées en euro (cf. graphique n° 20-II, partie gauche). Pour la zone euro ceci implique que ses partenaires commerciaux suivent une stratégie de monnaie locale dans de nombreux cas, ce qui suggère la nécessité ou la volonté de réduire le risque de taux change, afin de demeurer concurrentiels. Pour les pays européens hors zone euro (cf. graphique 20-II, partie droite), le cas est moins clair, avec le plus grand rôle observé pour l'euro, ceci pourrait être le résultat d'une combinaison : d'une tendance de la part des partenaires extra-UE à favoriser les transactions effectuées en euro plutôt que dans la monnaie locale et une volonté de la part de ces pays importateurs d'accepter ces conditions, sans doute en raison du degré d'euroïsation considérable de leurs économies. Néanmoins, la part de l'euro dans les importations extra-UE est généralement inférieure à celle des exportations (cf. graphique 20-II, partie gauche et graphique 20-I, partie gauche), cela reflète, éventuellement, le fait que les importations des matières premières et des marchandises sont libellées en dollar américain.

Globalement, comme en témoignent les données du tableau n°3 en annexe n°6 et le graphique n°19-I, en 2003 et 2009, le dollar s'impose comme monnaie de facturation à l'échelle mondiale. Il tient une part qui varie entre 17% et 99,8 % du libellé des exportations et importations des pays d'Asie et d'Afrique et même d'Europe et de la zone euro (une moyenne de 30 % pour 2003 et 2009), par contre l'euro est une monnaie de facturation plus régionale, principalement utilisées dans les pays voisins de la zone euro, car il ne tient qu'une part inférieure à 9% en Asie et autres pays hors UE.

Graphique 19.I La part de l'euro dans les échanges de marchandises extra-zone euro de certains pays de la zone euro

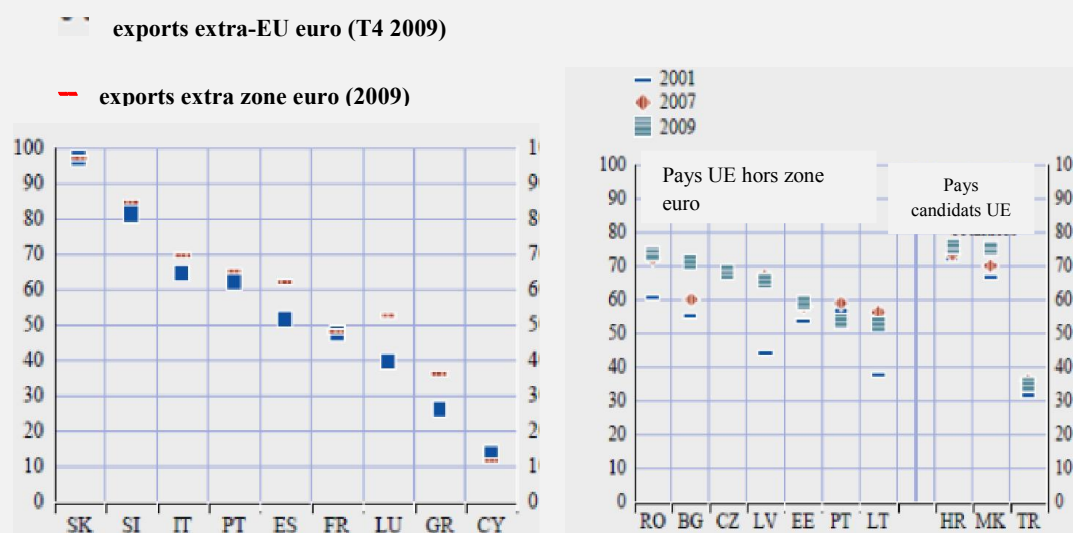


Source : « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p. 28.

Notes: Les données pour(du) Chypre, la Slovaquie et la Slovénie ne sont pas disponibles avant 2007, 2008 et 2006 respectivement; pour les données de 2009 de la Belgique reportez-vous à 2008 et les données à partir de 2007 ne sont pas comparables avec les années précédentes. Les données de la France sont basées sur des estimations à partir de 2005. Les données de l'Italie pour 2009 sont provisoires; pour les données de 2008 de la Slovénie, se référer à la fin du trimestre de cette année.

Graphique 19.II La part de l'euro dans les échanges de marchandises de certains pays de l'UE et pays candidats à l'UE

(En pourcentage du total des exportations)¹ (En pourcentage du total des importations)²



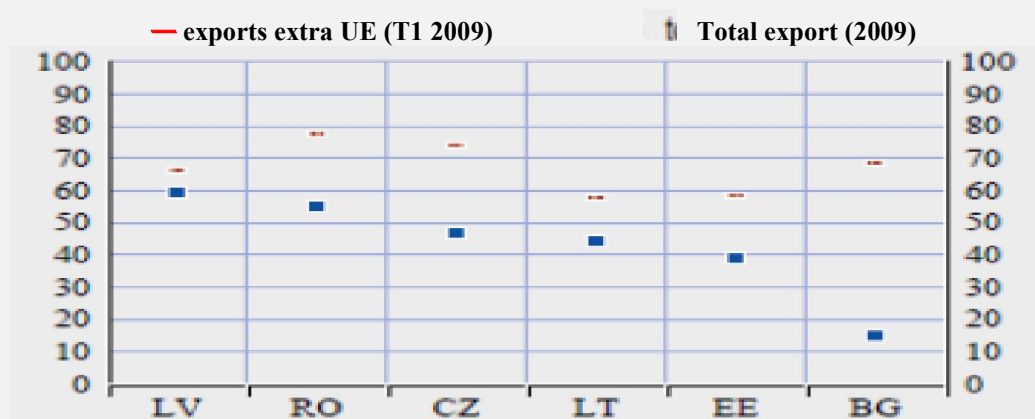
Source : « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.27.

Notes :

1-Les données extra-zone euro pour la France sont basées sur des estimations, les données extra-zone euro pour l'Italie sont provisoires.

2-Pour la République Tchèque et l'Estonie, les données à partir de 2004 ne sont pas comparables avec les années précédentes; pour les données en 2009 de l'Estonie se référer à 2008; pour les données de 2009 de la Lettonie se référer au premier trimestre de l'année; pour les données de 2009 de la Lituanie se référer à la moyenne des trois premiers trimestres de la même année; les données de 2001 de l'ancienne République Yougoslave et de la Macédoine se rapportent à 2002.

Graphique 20.I La part de l'euro dans les exportations de marchandises de certains pays de l'UE extra zone euro
(En pourcentage du total des exportations)



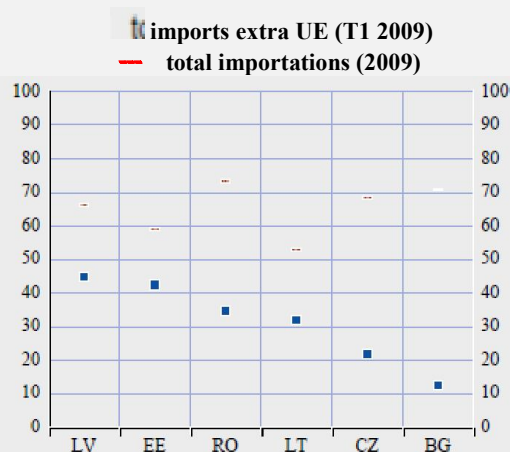
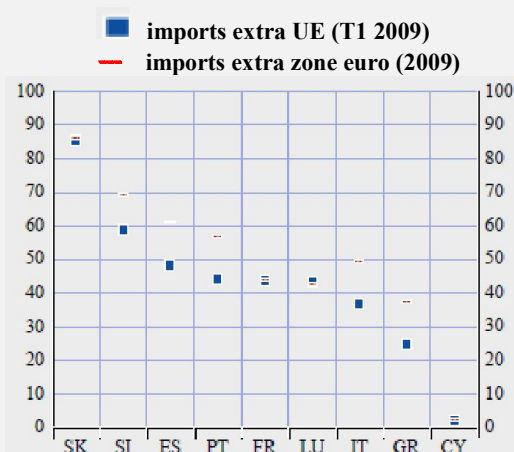
Source : « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.28.

Note: Les données sur le total des exportations de l'Estonie se rapportent à 2008, les exportations totales données pour la Lettonie se réfèrent au premier trimestre de 2009; le total des données sur les exportations de la Lituanie se réfèrent à la moyenne au premier trimestre de 2009.

Graphique 20. II La part de l'euro dans les importations de marchandises de certains pays de l'UE

(En pourcentage du total des importations)¹

(En pourcentage du total des importations)²



Source : « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.28.

Notes:

1. Les données extra-zone euro pour la France sont basées sur des estimations, les données extra-zone euro pour l'Italie sont provisoires.
2. Les données des importations pour l'Estonie se rapportent à 2008; les données sur le total des importations pour la Lettonie se réfèrent au premier trimestre de 2009; les données sur le total des importations de Lituanie se réfèrent à la moyenne du premier trimestre de 2009.

3. L'euro monnaie de substitution et d'ancrage hors la zone euro

3.1 L'euro comme monnaie de substitution hors de la zone euro

En ce qui concerne la substitution de l'euro aux autres monnaies, les statistiques sur les livraisons nettes de billets en euro vers des destinations en dehors de la zone euro, indiquent qu'en 2009 il n'y avait pas de visible changement dans la demande de billets de banque émanant des non-résidents. Cette demande avait atteint un sommet de 140 milliards d'euros au dernier trimestre 2008. La part de billets en euro circulant en dehors de la zone euro est estimée à environ 20-25 % du montant total de billets en euro en circulation, dont une part concentrée plus dans les pays voisins de la zone euro. Par contre, le dollar apparaît plus utilisé comme monnaie de substitution en dehors des USA, avec une part dépassant les 60% en fin 2009 %¹⁴.

3.1.1 Estimation des montants de billets en euro transférés hors de la zone euro

Les données recueillies par l'Eurosystème sur l'utilisation des billets en euro en dehors de la zone euro ne peuvent pas être estimées avec une précision totale. Notre analyse s'est basée sur une estimation des montants de billets en euro circulant hors zone euro publiés dans le rapport de la BCE 2010. Ces données, présentent les montants de billets de banque en euro livrés par les institutions financières et monétaires (IFM) de la zone euro en destination des pays hors zone euro pour la période 2004-2009 (cf. graphique n°21-I).

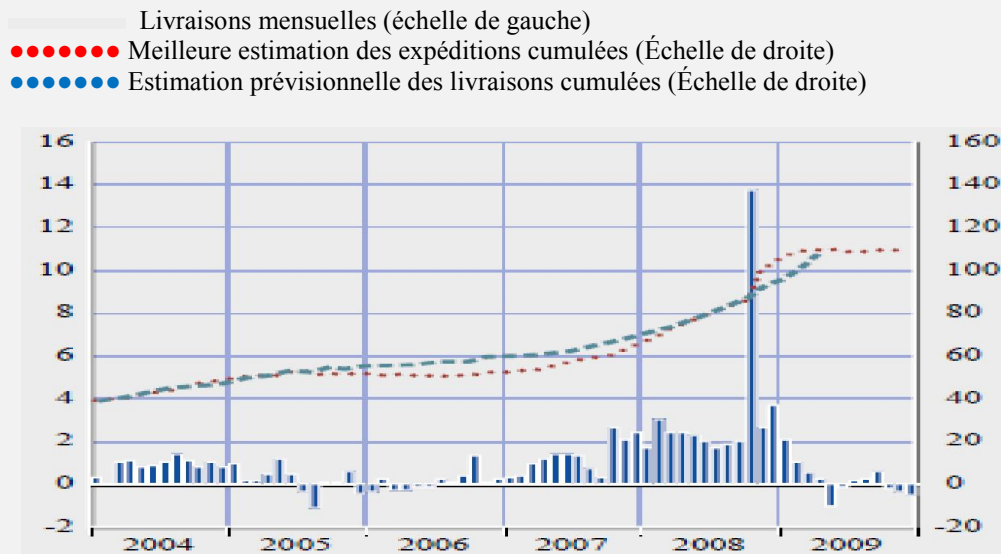
Selon ces estimations, environ 116 milliards de billets d'euro sont estimés avoir été mis en circulation en dehors de la zone euro à la fin de Décembre 2009, environ 14% de la monnaie en circulation pour le mois de référence. Selon ces données les sorties de billets en euro via les autres canaux que les IFM (par exemple, par le tourisme ou les envois de fonds des travailleurs) sont plus importantes que les rentrées de billets par les canaux non-IFM dans la plupart des pays. D'après le rapport, étant donné que le canal bancaire est l'un de nombreux canaux par lesquels les billets sont expédiés à l'extérieur de la zone euro, cette estimation est considérée comme une borne inférieure. Ainsi, les livraisons nettes des banques donnent une image incomplète des

¹⁴ « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.37.

flux de billets net réels. En tenant compte de toute une gamme de différentes estimations¹⁵, près de 20% à 25% des billets en euro étaient en circulation en dehors de la zone euro en fin 2009.

Graphique 21-I Livraisons nettes des billets en euro vers des destinations hors zone euro

(En milliards d'euros, ajustement saisonnier)



Source : Eurosysteme, « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.37. 2010

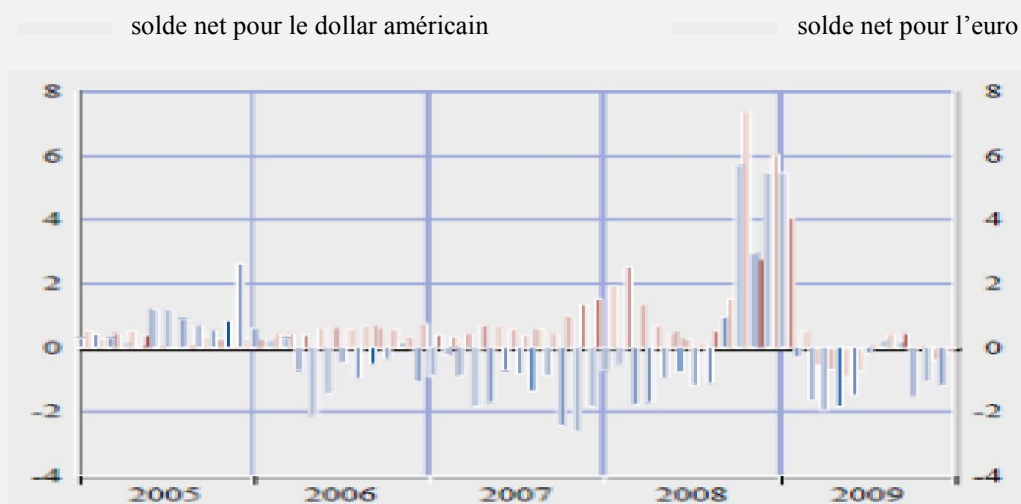
Note : Expéditions nettes en euro = billets envoyés à l'étranger moins billets reçus.

D'autres preuves sur les avoirs en euro à l'étranger peuvent être prises à partir des statistiques fournies par les autorités monétaires des pays hors zone euro. La Banque de la Russie, par exemple, publie des données sur les montants de devises entrant ou sortant de la Russie. Ces statistiques montrent qu'une forte augmentation est enregistrée dans le filet d'envoi des billets en euro au dernier trimestre 2008, s'est poursuivie en Janvier 2009. Toutefois, l'examen des sorties effectuées pendant plusieurs mois suivants l'année 2009, révèle que ces sorties de billets de banque en euro ont diminué. De plus, pour cette année dans sa globalité l'augmentation des avoirs en euro effectués par les résidents de la Russie était relativement limitée par rapport aux années précédentes. La demande de billets en dollar américains par les résidents de la Russie a également augmenté à la suite de la faillite de Lehman Brothers, mais les sorties de billets en dollar en 2009 étaient plus grands que dans le cas de l'euro, ce

¹⁵ « The international role of the euro », Revue BCE, juillet 2010, p.38.

qui suggère un retour à la tendance observée jusqu'à la mi-2008. Cela met en évidence une réduction progressive des avoirs en dollar américain et un rééquilibrage de la composition des avoirs de billets de banque non-rouble (cf. graphique n° 21-II).

Graphique 21-II Montants de devises sortant de la Fédération de Russie via des banques autorisées
(En milliards de dollars)



Source : Banque de Russie, repris par : « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.38.

3.1.2 Estimation des entrées et sorties de billets en euros par région

Sur la base des rapports annuels relatifs aux échanges de billets de banque au niveau mondial, fournis depuis 2006 par les banques de gros à la BCE, il est possible d'une part, d'évaluer les entrées et les sorties de billets en euro enregistrées dans différentes régions, et d'identifier les changements dans leurs utilisations, d'une autre part. Le graphique n° 21-III, montre les régions à partir desquelles les banques de gros ont acheté des billets en euro et celles auxquelles elles les ont vendus de 2006 à 2009.

En 2009, les ventes et les achats de billets en euro par les banques de gros étaient assez équilibrés, à la suite d'une forte sortie de billets en euro à partir de la zone euro, au dernier trimestre de 2008, en raison de l'intensification de la crise financière après la faillite de Lehman Brothers.

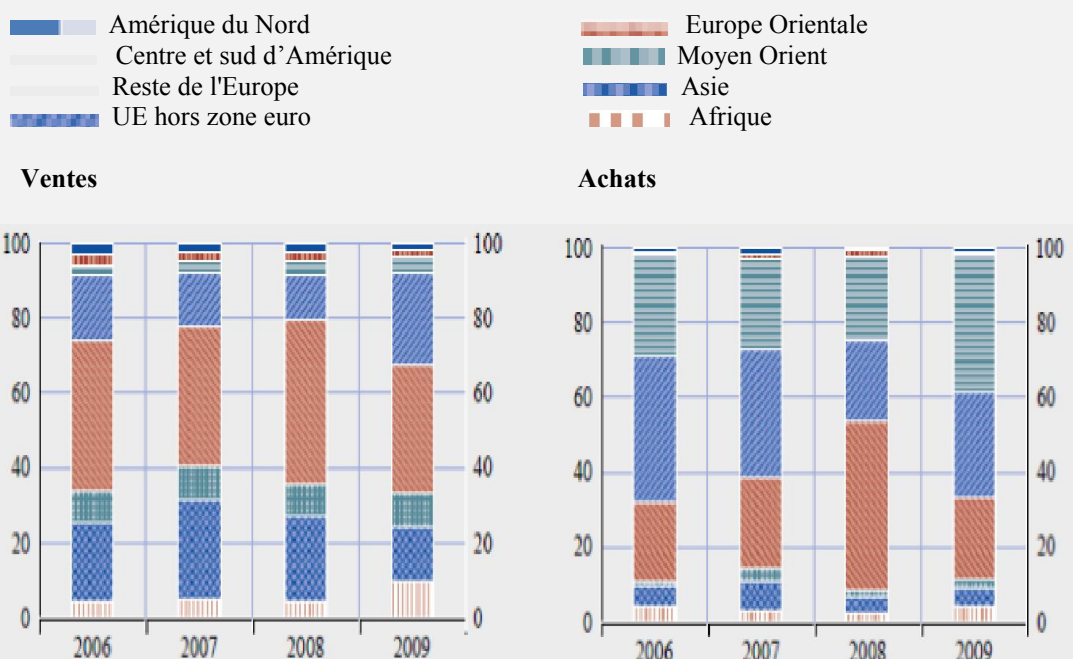
En 2009, 37% des billets en euro vendus par les banques de gros vers des destinations hors zone euro, sont entrés dans la région 'reste de l'Europe' (Principalement en Suisse). La région Union européenne hors zone euro (principalement le Royaume-Uni) représentait 28% et l'Europe de l'Est 22% de toutes les ventes. Dans cette dernière région, la demande provenait principalement de la Russie. En analysant les entrées de billets en euro, 34% en 2009 provenaient de la région Europe de l'Est et 25% de la région Union européenne hors zone euro. La plupart des entrées de billets provenaient des régions de l'est ou sud-est de l'Europe comme la Turquie (envois des fonds des expatriés, le tourisme et le commerce). Comme pour les années passées, les entrées significatives de billets en euro sont originaires des régions «Asie» (14% de toutes les entrées) et le Moyen-Orient (9% de tous les achats). Donc le marché international préfère l'utilisation des opérations de trésorerie scripturales pour un règlement immédiat.

Dans l'ensemble, comme pour les années précédentes, en 2009 les billets en euro circulant à l'extérieur de la zone euro, ont été principalement utilisés dans les pays voisins de la zone euro. En fait, dans l'ensemble, les ventes de billets en Suisse et au Royaume-Uni représentent près des deux tiers de toutes les sorties. Des preuves anecdotiques suggèrent que la principale motrice pour la tenue des billets en euro dans ce dernier cas était liée au tourisme, à savoir une préférence sur les parts des touristes britanniques à détenir la majeure partie de leurs dépenses de vacances en numéraire. Dans le cas de la Suisse, la forte demande pour les billets en euro peut être en partie expliquée par la préférence de certains résidents suisses à payer en espèces, même pour de relatives grandes valeurs¹⁶.

¹⁶ «The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.39.

Graphique 21-III Répartition régionale des achats et des ventes de billets en euro vers des destinations en dehors de la zone euro (2006 à 2009)

(En pourcentage)



Source : Banque de Russie, repris par : « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.38.

3.2 L'euro comme monnaie d'ancrage hors de la zone euro

Dans la section précédente, nous avons constaté que l'euro joue, après le dollar, le rôle de la deuxième monnaie d'ancrage des taux de change, avec 18,4 % (en fin 2008) des pays du monde dépendant officiellement des variations de son taux de change contre 45,4 % (en fin 2008) pour le dollar¹⁷ (supra. graphique 10)¹⁸.

Comme nous l'avons signalé, dans la section précédente, pendant la période d'analyse, 1999-2009, l'utilisation de l'euro dans les régimes de change des pays en dehors de la zone euro, était progressive et plus fréquente pour ceux qui avaient des liens géographiques et fondements institutionnels forts avec la zone euro. Tel est le cas observait principalement dans les régions de l'UE limitrophes et dans les pays qui ont mis en place des arrangements institutionnels spéciaux avec l'UE ou ses États

¹⁷ A. BÉNASSY-QUÉRÉ et Benoît COEURÉ, « Le rôle internationale de l'euro : chronique d'une décennie », Revue d'économie politique, n° 02-2010, vol.10, p.359.

¹⁸ p.141

membres¹⁹ (voir tableau n°10 en annexe n°12). A l'exception des pays participant en mécanisme de change européen II (MCE II), la décision d'utiliser l'euro comme une monnaie d'ancrage est une décision unilatérale et ne comporte aucun engagement de la part de l'Eurosystème. Toutes les formules coexistent, à titre d'exemple, pour les pays de l'UE préparant leur entrée à la zone euro : font partie d'un SME bis (ou Mécanisme de change 2 : MCE2), il s'agit du Danemark, l'Estonie, la Lettonie, la Lituanie. La Roumanie a opté pour le flottement administré du taux change avec l'euro comme monnaie de référence. La République Tchèque, Hongrie, Pologne, Suède et Royaume-Uni ont choisi un flottement indépendant. Les candidats et candidats potentiels de l'Union Européenne comme Kosovo, le Monténégro ont préféré une euroïisation unilatérale (pour les autres pays de l'UE hors zone euro voir le tableau n° 10 en annexe n°12). Concernant les autres pays se situant en dehors l'UE et choisissant d'ancrer leurs monnaies à l'euro ils sont d'un nombre limité (cf. tableau n° 10 en annexe n°12).

Le choix de l'euro comme monnaie d'ancrage pour les pays hors zone euro est justifié par la structure de leur commerce extérieur et la composition de leur réserves de change incluant l'euro. A cet égard, la Russie a procédé depuis février 2005, à quatre reprises, à un relèvement de la part de l'euro dans son panier composé de deux monnaies : l'euro et le dollar (part de l'euro passée de 10 à 20 % en mars 2005 ; 30 % en avril ; 35 % en août et 40 % en décembre). Ce changement est motivé par la part importante des réserves de change en euro : 45 % des réserves de change russes sont en euro, faisant de la Russie l'un des premiers détenteurs de réserves en euro au monde.

En revanche, le dollar américain a gardé sa première position et continue à être largement utilisé comme monnaie d'ancrage du taux de change en Europe centrale et au Sud de l'Amérique et en Asie, en Afrique et en Moyen-Orient. Parmi les monnaies officiellement liées au \$: le \$ de Hong-Kong et la Roupie indienne, sont déterminés respectivement par une parité fixe et un flottement administré. Le Yuan (ou Renminbi, Monnaie du Peuple chinois) est lié à un panier de monnaies (\$, €, Yen, won et d'autres) avec une marge de fluctuation de ± 3 % autour d'un cours pivot, lui-même réévalué chaque jour ; il s'agit en fait d'une parité glissante par rapport au panier. De

¹⁹ « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.30-31.

petits pays d'Amérique centrale sont dollarisés (utilisant le dollar comme monnaie nationale). On constate avec surprise que depuis les crises de change de 1997 en Asie du sud-est, et de 2001 en Amérique Latine, beaucoup de monnaies sont redevenues stables de fait par rapport au \$. En Asie : les roupies indonésiennes et indiennes, le dollar de Singapour, le baht thaïlandais et le won coréen tendent à s'apprécier. Le ringgit de Malaisie, le peso des Philippines et le baht Thaïlandais sont en flottement géré ou ont un objectif de change effectif. En Amérique latine, le real du Brésil retrouve son niveau du début des années 2000. Les monnaies du moyen Orient sont parfaitement ajustées sur le \$: dinar jordanien ou riyal saoudien. Deux raisons justifient ces liens plus ou moins étroits et volontaires avec le \$ parfois qualifiés de Quasi Bretton Woods. D'une part, l'importance de leur commerce avec les États-Unis ou avec d'autres pays de la zone \$. Mais surtout, en l'absence de monnaie dominante régionale, ancrer sa monnaie au \$ constitue pour un pays un moyen d'éviter la surenchère régionale au change et de stabiliser les monnaies de la même zone selon les principes de Bretton Woods, sous une forme ou une autre (peg, glissant ou non, flottement administré). Cette raison semble importante tant en Amérique latine qu'en Asie. En particulier, les banques centrales d'Asie, du Japon et surtout la Chine, sont intervenues massivement pour stabiliser leurs monnaies par rapport au \$ depuis l'après crise de 1997. Le yuan chinois s'est un peu apprécié depuis son flottement administré. Néanmoins, l'expérience a montré que ces stabilités obtenues avec des parités parfois arbitraires débouchent souvent sur de brutales et graves crises de change. En particulier, à l'occasion des fluctuations accentuées du \$ ou d'une variation isolée de l'une d'entre elles remettant en cause les conditions régionales de compétitivité. Les crises dans le sud-est asiatique en 1997 furent en partie la conséquence de l'appréciation du dollar à partir de 1995 ; la crise du rouble russe en 1998 puis celle du peso argentin en 2001 proviennent de la contagion d'une zone à l'autre. On notera que l'Europe est restée protégée de ces crises et a connu à cette époque une forte croissance²⁰.

²⁰ Béatrice MAJNONI D'INTIGNANO, « L'euro notre monnaie notre problème ? », Ebook, 2008, Paris, 2008, p.42.

Conclusion de la section

L'analyse ci-dessus confirme largement l'évolution internationale de l'euro entre 1999 et fin 2009, mais qui reste régionale, comparativement au dollar qui s'est imposé dans l'ensemble des fonctions de la monnaie internationale (unité de compte, monnaie d'échange et réserves de valeur) en dehors des États-Unis.

Conclusion du chapitre III

Pour l'ensemble de ses destinations, l'euro apparaît aujourd'hui comme la deuxième monnaie la plus utilisée au plan international, derrière le dollar et devant le yen, et ce même si sa progression est largement différenciée selon la fonction considérée. Les résultats conclus de l'analyse des fonctions internationales de l'euro, sur la période d'échantillonnage 1999-fin 2009, nous permet de ressortir deux constats : Premièrement, le rôle international de l'euro a progressivement augmenté, notamment au cours des cinq premières années de sa création. Cette évolution a initialement été impulsée par l'offre de titres de créances internationaux liée à l'internationalisation des entreprises de la zone euro, qui ont investi massivement au Royaume-Uni et aux États-Unis en 1999 et 2000. Des opérations d'acquisition comme celle d'Orange par France Telecom ou Seagram par Vivendi ont illustré ce phénomène, qui a contribué à la faiblesse de l'euro en 1999 et 2000, ont été souvent financées par des émissions d'obligations internationales en euro. Cette période semble avoir été suivie par une stabilisation de l'utilisation internationale de l'euro dans sa part sur les marchés obligataires internationaux, de dépôts transfrontaliers et des réserves de change, en raison des poids optimaux qui ont été atteints, surtout, dans les portefeuilles de réserves de change (Beck et Rahbari, 2008).²¹ Deuxièmement, il faut souligner le caractère régional de l'usage international de l'euro, qui est directement lié à la répartition géographique et à des liens institutionnels avec la zone euro. Cependant, le dollar s'est imposé comme unité de compte, intermédiaire des échanges et réserves de valeur en dehors des États-Unis. Il ressort de cette analyse une question qui tourne autour du concept de la monnaie internationale : qu'est ce qui fait d'une monnaie une véritable monnaie internationale ? Bien que la stabilité des prix, un marché financier

²¹ BECK et RAHBARI, 2008, cité par « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2009, p.68.

liquide intégré, une économie vaste et ouverte sont les principales conditions préalables nécessaires à une monnaie pour obtenir le statut international, il est également intéressant d'envisager un simple indicateur, celui d'utilisation d'une monnaie en dehors des frontières du pays d'émission par rapport à son utilisation à l'intérieur.

En définitive, l'euro ne s'est pas imposé comme monnaie mondiale, mais plutôt comme une monnaie de diversification pour les investisseurs internationaux et comme une monnaie régionale, utilisée aussi bien comme monnaie d'endettement que de transaction principalement dans les pays voisins de la zone euro. Mais, pourquoi ce développement international limité entre 1999 et 2009 ?

Chapitre IV
Facteurs de développement,
limites et perspectives
de l'internationalisation de
l'euro

Introduction du chapitre IV

L'étude des fondements théoriques de la monnaie internationale dans le premier chapitre, révèle que l'acceptation d'une monnaie à l'échelle internationale est naturellement liée à des facteurs d'ordre économique, géopolitique et financier. A cet égard, nous analysons, dans la première section de ce chapitre, lesquels de ces facteurs ont été à l'origine d'un développement graduel du rôle international de l'euro depuis son lancement jusqu'à la veille de la crise financière mondiale 2008 ? Dans la deuxième section, nous examinons dans quelles mesures l'euro ne répond pas en totalité aux attributs essentiels de la monnaie internationale ? Et pourquoi reste-il derrière un dollar conservant un statut de monnaie internationale incontestée.

L'examen de l'évolution du rôle international de l'euro, dans le chapitre précédent, nous révèle que les débuts prometteurs de la nouvelle monnaie européenne, de 2003 jusqu'à 2007, n'ont pas empêché le dollar de maintenir sa place au titre de monnaie internationale incontestée. L'euro se trouve toujours bivouaqué à une position de brillant second, surtout si l'on considère les fonctions de monnaie d'ancrage, monnaie de réserve de change et monnaie de facturation, alors que le dollar continue de conserver sa suprématie. Cette hiérarchie entre le dollar et l'euro s'est opérée, malgré le fait que les signes de faiblesses se multipliaient en ce qui concerne la position externe de l'économie américaine (déséquilibres courants et endettement externe considérable, affaiblissement du taux de change vis-à-vis de l'euro), même la crise financière internationale, depuis l'été 2007, n'a pas infléchi cette distribution des rôles. Une analyse strictement économique ne permet pas d'expliquer pourquoi l'euro n'a pas pu jusqu'aujourd'hui ravir au dollar sa place de monnaie internationale incontestée. D'où l'intérêt de se pencher, dans la deuxième section de ce chapitre, sur des facteurs géopolitiques qui expliquent le statut de monnaie internationale. Ainsi, nous ressortons les limites économiques, financières, mais surtout géopolitiques, qui font que, dans le court et moyen terme, l'euro ne peut se substituer au dollar dans le SMI.

Enfin, deux situations contradictoires nous amènent, dans la suite de notre étude, à s'interroger sur les perspectives d'internationalisation de l'euro. D'une part, la crise des subprimes qui a révélé l'hétérogénéité et la fragilité du système monétaire

international, fondé depuis plus d'un demi-siècle sur le statut hégémonique du dollar, qui a été toujours contesté et qui avec le temps devient source de déséquilibres financiers générateurs de coûts en termes de stabilité monétaire, et qui nécessitent d'être corrigés. D'autre part, le statut international du dollar n'a pas été fragilisé par la crise des subprimes, son succès a même été prégnant puisque le dollar a été une valeur refuge en cette phase d'incertitude, sachant qu'un consensus semblait se dégager bien avant la crise sur le fait de que le dollar perd en confiance et pourrait être une monnaie en déclin. Partant de ces deux faits, nous discutons, dans la troisième section de ce chapitre de la possibilité que l'euro remplace, à long terme, le dollar, ceci si ce dernier venait à décliner et perd son statut hégémonique ? A ce titre, nous examinons premièrement les options qu'adopteront, à l'avenir dans le domaine financier les plus gros détenteurs de réserves de change du dollar, le Japon, la Chine ou la Russie, et leur impact sur la place qu'occupe l'euro dans le SMI. Car, s'ils sont conscients de l'affaiblissement de la monnaie américaine¹ et des risques de dépréciation tendancielle du dollar, ces pays, comme bien d'autres, ne se sont pas engagés dans la recherche d'une solution alternative, celle qu'aurait pu représenter l'euro. En réalité chacun d'entre eux aspire à un rôle plus affirmé sur la scène mondiale et donc, au développement à long terme de l'usage international de sa propre monnaie. Deuxièmement, nous nous intéressons aux perspectives du développement du rôle international de l'euro, sur long terme, ceci par l'analyse du poids économique et financier, qu'occuperaient dans l'économie mondiale, sur le long terme, les trois zones en formation : UE à 27 (autour de l'euro), zone dollar (autour du dollar américain) et zone Asie (autour du renminbi). Enfin, sachant que l'euro et le dollar ne lutte pas à armes égales dans le marché des monnaies internationales, nous concluons en relatant les défis à relever par la zone euro afin de renforcer, dans le futur la position internationale de sa monnaie, pour que cette dernière puisse s'affirmer comme une véritable monnaie internationale susceptible d'être un pôle de reconstruction du SMI.

¹ Les variations du dollar dépendent soit de facteurs internes aux États-Unis comme le déficit de la balance des paiements et les politiques budgétaire ou monétaire, soit de la politique de change des banques centrales asiatiques, soit des mouvements de capitaux, soit encore des taux d'intérêt respectifs des deux côtés de l'Atlantique, soit enfin de la rentabilité des investissements directs, donc de la croissance économique aux États-Unis.

Section 1. Facteurs justifiant la montée internationale de l'euro entre 1999-2009

Comme nous l'avons constaté, dans la dernière section du premier chapitre, l'acceptation d'une monnaie à l'échelle internationale ne peut s'expliquer que par la réunion de certains facteurs d'ordre institutionnel, géopolitique, économique et même historique, pouvant amener la confiance dans le pays émetteur et dans la solidité de sa monnaie. A cet égard, nous identifions dans ce qui suit lesquels de ces facteurs, tous ou juste quelques uns, sont à l'origine du développement graduel du rôle international de l'euro, depuis son lancement jusqu'à la crise financière mondiale 2008 ? Nous examinons si l'euro répond aux attributs essentiels d'une monnaie internationale ? D'abord, la position de la politique monétaire de la zone euro vis-à-vis de l'internationalisation de l'euro, sa taille, le volume de échanges commerciaux et financiers en euro qu'elle réalise avec le reste du monde, puis la stabilité macro-économique de la zone euro, sa capacité à maîtriser l'inflation et les déséquilibres courants ou budgétaires, autant de gages de confiance quant à la valeur future de l'euro. Enfin, les qualités intrinsèques du système financier européen, sa liquidité, sa profondeur, son efficience, car il y a là des éléments de nature à créer des externalités de réseaux et des économies d'échelle, et donc une baisse des coûts de transaction dans l'usage international de l'euro.

1. Facteurs historiques et institutionnels

1.1 Facteurs historiques : l'hypothèse du basculement liée à un retour à la norme historique

Selon l'hypothèse du basculement de la dominance du dollar vers celle de l'euro, les économistes M. Chinn et J. Frankel (2008)² supposent un euro venant reproduire le scénario du dollar, qui, à partir des années 1930, commença à disputer la première place à la livre sterling comme monnaie internationale. Les deux économistes évoquent pour cela une possibilité de basculement (tipping phenomenon).

La montée de l'euro au détriment du dollar est, selon les conclusions de l'histoire économique, logique. En effet, l'histoire économique a montré qu'il n'y avait généralement pas une seule et unique devise dominant le système financier mondial. Ainsi, si la livre sterling était dominante au début du 20^{ème} siècle, surtout en ce qui concerne les placements des banques centrales, le franc et le mark jouaient un rôle non négligeable car ils représentaient à eux deux un peu plus de la moitié des réserves de change de l'époque³. De plus, une étude de Barry Eichengreen et Marc Flandreau (Berkeley)⁴ souligne que « la livre sterling et le dollar ont partagé le statut de monnaie de réserve pendant l'entre-deux-guerres » (cf. tableau n°16)⁵. A partir de ce constat : il convient donc d'interpréter la montée récente de l'euro au détriment du dollar comme un retour à la norme historique après l'anomalie de l'après Seconde Guerre Mondiale qui a consacré le dollar comme seule et unique monnaie internationale en raison de sa force économique dans des circonstances historiques exceptionnelles : l'économie américaine représentait à elle seule une fois et demie le PIB de l'Allemagne, de la France, de l'Italie, du Japon et du Royaume-Uni réunis. D'autre part, l'exemple de la coexistence livre-sterling-dollar montre que la situation dans

² M. CHINN et J. FRANKEL, « The Euro may over the next 15 years surpass the dollar as leading international currency », NBER Working Paper n° 13909, avril 2008. cité par André CARTAPANIS, « Le dollar incontesté ? Économie politique d'une monnaie internationale », Revue d'Économie Financière, N° 94, Mars, 2009, p14.

³ Idem, p.14.

⁴ Barry. EICHENGREEN et Marc FLANDREAU BERKELEY, cité par Béatrice MAJNONI D'INTIGNANO, « L'euro notre monnaie notre problème », Ebook, 2008, Paris, 2008, p.11.

⁵ Pour les statistiques de 2006-2011 voir tableau n°7 en annexe n°9.

laquelle deux monnaies s'imposent largement, l'une dominant l'autre, apparaît comme une constante de l'histoire.

Tableau n°16. Réserves de change de 1900 à 2006

	1900	1930	1973	1987	2006 Ensemble	2006 PED ^(*)
£	65 %	57 %	6 %	2 %	4 %	< 1 %
\$	0	19 %	85 %	66 %	66 %	60 %
F	16 %	24 %	1 %	1 %	€ 25 %	€ 30 %
DM	15 %	0	7 %	13 %		
Y	0	0	0	7 %	3 %	3 %

*pays en développement

Source : Béatrice Majnoni D'Intignano, « L'euro notre monnaie notre problème », Ebook, 2008, Paris, 2008, p.11.

1.2 La position des autorités européennes vis-à-vis de l'internationalisation de l'euro

Il s'agit d'un autre facteur important à considérer. Sachant que l'histoire et la théorie économique montrent que l'usage international d'une monnaie doit être progressif et qu'à l'origine, l'euro a bien été conçu pour être la monnaie des européens, et un instrument d'approfondissement du marché unique, l'€ n'a jamais été conçu pour concurrencer le \$ ni pour le supplanter comme monnaie mondiale⁶. Les textes fondateurs ne confèrent à la BCE aucune mission de cette sorte. Au démarrage de l'euro, la BCE s'est placée plutôt dans la continuité de la Bundesbank, qui a découragé l'internationalisation du DM dès les années 1960, sans se verser quand même dans une réticence ouverte au sujet de l'internationalisation de l'euro. En 2003, 2006⁷ et 2008⁸, la BCE, a très clairement annoncé sa position officielle, s'agissant de l'usage international de l'euro, était celle de la neutralité absolue « La BCE ne poursuit pas l'internationalisation de l'euro comme un objectif indépendant, ce qui implique qu'en aucune façon elle ne favorise ni ne fait d'obstacle à un tel processus ». Donc, contrairement au Japon, qui a résisté à l'internationalisation du yen de 1960

⁶ Béatrice MAJNONI D'INTIGNANO, « L'euro notre monnaie notre problème », Ebook, 2008, Paris, 2008, p.11.

⁷ Par la voix de son vice-président de la BCE, L. Papademos en 2006.

⁸ Bulletin mensuel, 10^{ème} anniversaire de la BCE, 2008, p.98.

jusqu'à la fin des années 80 (car les autorités japonaises considéraient que cela aurait pu perturber la gestion de leur politique monétaire)⁹, la position de la BCE est que le rôle international de l'euro est principalement déterminé par les décisions des opérateurs de marché dans un contexte d'intégration croissante et de libéralisation au plan international¹⁰. D'autre part, s'agissant de sa stratégie, l'Eurosystème a adopté une orientation neutre en ce qui concerne l'utilisation internationale de l'euro. Il ne considère pas l'internationalisation de l'euro comme un objectif et ne cherche ni à encourager, ni à décourager l'utilisation de celui-ci par les non-résidents de la zone euro. L'utilisation de la monnaie au-delà des frontières de la zone euro est, et doit rester, le résultat de développements économiques et financiers découlant de décisions privées (et parfois publiques) prises librement. Dans tous les cas, dans un environnement mondialisé où les systèmes financiers sont profondément intégrés et reposent sur le marché, les autorités n'ont qu'une influence limitée sur l'internationalisation d'une monnaie, quels que soient leurs souhaits à cet égard. L'approfondissement des marchés financiers, les incitations en faveur de l'intégration de ces marchés et la promotion de la stabilité des prix sont des exemples de politiques susceptibles de promouvoir indirectement l'utilisation d'une monnaie dans des pays tiers. L'utilisation d'une monnaie en tant que monnaie de réserve, par exemple, semble s'apparenter à de telles politiques¹¹. Cependant, il est clair également que les politiques de ce type ont des objectifs nationaux plutôt qu'internationaux.

Globalement, officiellement jusqu'à présent¹², l'internationalisation de l'Euro n'est pas un objectif de l'Eurosystème, et les autorités monétaires européennes ne favorisent ni n'entravent le processus d'internationalisation croissant de l'euro, elles pensent qu'en termes de politique monétaire, la stratégie de la zone est suffisamment forte pour faire face aux conséquences d'une internationalisation progressive de la

⁹ Christian de BOISSIEU, « Le rôle internationale de l'euro : une mise en perspective », Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne) et Conseil d'Analyse Économique, Septembre-Octobre 2005, p.9.

¹⁰ «The international role of the euro », Revue BCE, 2006, p.10.

¹¹ M. CHINN et J. FRANKEL, « Will the Euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency?, in G 7 current account imbalances: sustainability and adjustment », Ed. Richard Clarida, The University of Chicago Press, Chicago, 2006, et M. CHINN et J. FRANKEL, Avril 2008, cités par: Bulletin mensuel, 10^{ème} anniversaire de la BCE, 2008, p.99.

¹² 2012.

monnaie européenne¹³ (W. Duisenberg ; 2000). Leur position est donc « neutre », ce qui favorise un usage international progressif de l'euro¹⁴. Cependant, la Banque centrale européenne (BCE) a souvent insisté sur les conséquences néfastes de la dépréciation de l'euro sur l'inflation européenne, notamment l'inflation importée. Il est vrai que les prix des matières premières, notamment du pétrole, sont exprimés en dollar, ce qui accentue leur renchérissement récent. Mais, la dépréciation de l'euro a, pour compenser, l'avantage de rendre les produits européens plus compétitifs, stimulant ainsi les exportations des pays de la zone euro¹⁵.

La politique de neutralité envers le rôle international de l'euro n'est en aucun cas le signe d'un manque d'intérêt de la part de l'Eurosystème¹⁶. La BCE surveille et analyse le rôle international de l'euro et dresse un bilan de celui-ci dans des rapports publiés chaque année depuis 2001. Pourquoi un intérêt aussi soutenu ? L'une des raisons est que l'utilisation de la monnaie unique à l'extérieur de la zone euro peut avoir une incidence sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire et sur le contenu en informations des indicateurs utilisés conformément à la stratégie de cette politique. Deuxième raison¹⁷ : le rôle international de l'euro pourrait entraîner une répercussion des chocs financiers internationaux et des crises de change sur la zone euro. Enfin, le suivi de ce rôle international par la BCE fournit au grand public, ainsi qu'aux chercheurs universitaires s'intéressant aux questions monétaires internationales, une base de données unique et enrichie concernant l'utilisation de l'euro par les non-résidents.

1.3 Autonomie et stabilité du cadre institutionnel de la zone euro

Nous avons vu à travers la théorie monétaire hétérodoxe que l'internationalisation d'une monnaie se fonde sur la confiance que suscite cette monnaie chez les investisseurs. A cet effet, la légitimité de l'euro est liée aux performances économiques de la zone euro, à sa capacité de maintenir sa valeur dans le temps et à l'accès au

¹³ W. DUISENBERG, cité par: «The international role of the euro», November 2000, p.10,

¹⁴ Hubert ESCAITH et Carlos QUENAN, « Émergence de l'euro : implications pour l'Amérique latine et les Caraïbes », Série estudios y perspectivas, Mexique, D.F, mai, 2004, p.10, in, www.eclac.org.

¹⁵ Jacques Le CACHEUX, « L'euro, monnaie internationale ? », Les cahiers français, n° 297, Juillet 2000, p.9.

¹⁶ Bulletin mensuel, 10^{ème} anniversaire de la BCE, 2008, p.99.

¹⁷ Idem, p.99.

crédit qu'il permet. Dès lors, le cadre institutionnel de la zone euro et particulièrement la BCE doit être appréhendée comme la pierre angulaire du lien de confiance sur laquelle repose l'internationalisation de l'euro. En charge du maintien du pouvoir d'achat de la monnaie, la BCE est responsable de la conduite de la politique monétaire au sein de l'union monétaire. En conséquence, son statut, son organisation, ses grands principes de fonctionnement, ses orientations stratégiques, etc., tout ceci va influencer plus ou moins directement sur le degré de confiance que les agents économiques vont consentir à l'euro.

Au cours des trente dernières années, les principales banques centrales ont acquises une indépendance dont il n'y avait que deux exemples auparavant : la FED et la Bundesbank. Ce détachement des autorités monétaires vis-à-vis du politique a pour objectif principal de donner une plus grande objectivité et crédibilité à la politique monétaire, détachée ainsi de toute pression extérieure. En particulier, l'indépendance doit permettre une plus grande maîtrise de l'inflation dans la mesure où les autorités monétaires ne subissent pas de pressions externes liées aux conséquences de la désinflation. Selon la théorie économique, l'indépendance de la banque centrale doit en premier lieu servir la stabilité des prix ; ainsi, en diminuant les anticipations inflationnistes et en éliminant le risque d'incohérence temporelle¹⁸, l'indépendance des autorités monétaires permet de stabiliser l'environnement monétaire tout en garantissant sa crédibilité et celle de l'unité de compte. Cette stabilité permet notamment d'atténuer les primes de risque qui se greffent aux taux d'intérêt des marchés financiers. Ces derniers peuvent infliger des primes de risque au taux d'intérêt d'un pays. Ces primes ne dépendent pas seulement des fondamentaux observables (taux d'inflation, taux de change, taux de croissance, équilibre extérieur...) mais peuvent naître d'une insuffisance de crédibilité accordée aux décisions monétaires. Or l'indépendance permet de reconstruire cette crédibilité et donc de réduire les primes de risque, voire de les annuler¹⁹ ».

¹⁸ La suppression de ce risque a bien été mise en évidence au sein de la littérature des dernières décennies.

¹⁹ Denis FLOUZAT, « Les stratégies monétaires », p.52, cité par : Grégory ODE, « Analyse hétérodoxe de la monnaie appliquée à l'euro : l'originalité et le pari d'une monnaie pionnière en son genre, produit de la rationalité économique », Université de Paris I Panthéon Sorbonne - Master d'économie 2005, p.120, in, www.memoireonline.com.

Nous rappelons, que l'Eurosystème qui comprend la Banque Centrale Européenne (BCE) et les banques centrales nationales (BCN) des dix-sept États membres de la zone euro²⁰, met en œuvre la politique monétaire. Le Directoire de la BCE, qui est un organe de décision distinct, veille à ce que les missions confiées au Système européen de banques centrales (SEBC) soient mises en œuvre, soit par la BCE, soit par les banques centrales nationales. Le Système Européen de Banques Centrales (SEBC) comprend la BCE et les BCN des vingt-sept États membres de l'UE, c'est-à-dire que, par rapport à l'Eurosystème, il comprend en plus les BCN des pays qui n'ont pas adopté l'euro. Les BCN des États membres ne participant pas à la zone euro jouissent au sein du SEBC d'un statut particulier : elles sont habilitées à conduire une politique monétaire nationale autonome, mais elles ne participent pas à la prise de décisions de la politique monétaire de la zone euro ni à sa mise en œuvre. En 2009, le traité de Lisbonne a doté la BCE d'une personnalité juridique, qui lui permet d'arrêter des règlements et prendre des décisions pour tous les États membres de l'Union Européenne. Elle émet des recommandations, des avis et inflige des amendes et astreintes en cas de non respect de ses règlements et de ses décisions. Elle donne des orientations et émet des instructions à toutes les BCN membres de l'Eurosystème.

A ce titre, la BCE est l'organe central de l'Eurosystème et du Système Européen de Banques Centrales (SEBC). En 1995, après dix années de préparation minutieuse et de convergence économique, le Conseil des gouverneurs de la Banque Centrale Européenne (BCE) assume jusqu'à présent la responsabilité de la politique monétaire unique pour l'ensemble de la zone euro. Ce Conseil se compose des gouverneurs des dix-sept banques centrales nationales des États membres participants et des six membres du directoire de la BCE. Chacun des dix-sept membres dispose d'une voix. Ainsi, Le pouvoir décisionnel de la BCE est centré au sein du Conseil des gouverneurs. Ce dernier se caractérise par trois principes. Premièrement, il dispose d'une indépendance à l'égard du politique, mise à part la « nomination politique » de ses membres. Deuxièmement, les compétences du Conseil des gouverneurs sont juridiquement limitées à la conduite de la politique monétaire ; il en détermine les

²⁰ Belgique, Allemagne, Estonie, Irlande, Grèce, Espagne, France, Italie, Chypre, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Autriche, Portugal, Slovénie, Slovaquie, Finlande.

grandes orientations. Enfin, troisièmement, les membres du Conseil des gouverneurs doivent poursuivre un objectif fort qui s'impose statutairement à eux, fixé par le traité, qui est celui du maintien de la stabilité des prix (Art. 105, paragraphe 1 du traité Maastricht). Rappelons tout de suite que cet objectif de stabilité des prix impose au sein de la zone euro une véritable vision de la société et conditionne l'ensemble des composantes de la politique économique.

Pour ce qui concerne l'indépendance de la BCE, celle-ci revêt trois formes. D'abord, pèse sur la BCE une interdiction formelle de financer tout déficit budgétaire. Par ailleurs, l'indépendance de la BCE réside dans l'irrévocabilité de ses membres par une autorité publique. Ainsi, les gouverneurs, élus pour un mandat minimum de cinq ans, ne peuvent être sanctionnés, si ce n'est que pour « incapacité ou faute grave et suivant une procédure complexe »²¹. Cette forme d'indépendance abstrait les membres de la BCE de toute sanction populaire. Enfin, ces derniers n'ont pas le droit de recevoir d'instruction émanant de leur environnement politique (pouvoirs publics, institutions communautaires...).

Cette dévolution de souveraineté des États membres envers la BCE est un acte fort en significations et en conséquences. La BCE est aujourd'hui une institution souveraine et, en tant qu'organe indépendant du pouvoir politique, elle prend seule les décisions en matière de politique monétaire. D'ailleurs, comme nous le verrons par la suite, la configuration actuelle pose des difficultés au *Policy mix* de la zone euro. Autrefois le droit régalien appartenant au prince ou à la puissance publique, le pouvoir d'émettre et de gérer la monnaie est aujourd'hui confié à des institutions compétentes, neutres et objectives. La BCE peut alors être assimilée à un « juge impartial » qui procède à une gestion objective de la monnaie, conformément aux objectifs qui lui ont été fixés. Cette évolution est le résultat d'un acte politique fort et, en pratique, qui se traduit par des résultats contrastés sur le plan des performances économiques²².

²¹ Robert RAYMOND, « L'euro et l'unité de l'Europe ? », p.68, cité par : Grégory ODE, « Analyse hétérodoxe de la monnaie appliquée à l'euro : l'originalité et le pari d'une monnaie pionnière en son genre, produit de la rationalité économique », Université de Paris I Panthéon Sorbonne- Master d'économie 2005, p.122, in, www.memoireonline.com

²² Grégory ODE, « Analyse hétérodoxe de la monnaie appliquée à l'euro : l'originalité et le pari d'une monnaie pionnière en son genre, produit de la rationalité économique », Op.citée, p.124.

Ceci étant, le principe d'indépendance a pour contrepartie celui de transparence. En effet, l'indépendance ne doit pas représenter une menace et une perte de contrôle absolue pour les États membres de l'Eurosystème. La BCE, en tant qu'institution indépendante, doit justifier un minimum d'autonomie et de liberté d'action. Ce faisant, sa transparence contribue à assurer sa crédibilité, sa prévisibilité et son autodiscipline.

Concrètement, le principe de transparence se traduit de différentes manières. En ce qui concerne la BCE, cela a pris la forme de publications officielles et d'invitations aux réunions. Ainsi, le président du Conseil et un membre de la Commission peuvent assister aux réunions du Conseil des gouverneurs. Réciproquement, le président de la BCE peut participer aux réunions du Conseil lorsque celui-ci délibère sur des questions relatives aux objectifs et aux missions du SEBC (Art. 113/109 B du traité de Maastricht). Par ailleurs, l'article 114.2/109 C.2 du traité prévoit que la BCE dispose de deux sièges au Comité économique et financier, institution chargée de superviser et de conseiller le Conseil et la Commission sur l'état économique et financier de l'Union. De plus, les membres du Directoire peuvent être entendus par le Parlement européen, soit à l'initiative des premiers, soit à l'initiative des seconds. Aussi, certains gouverneurs des banques centrales nationales peuvent être auditionnés par leurs parlements respectifs. Encore, la BCE se doit de publier par le biais de communiqués ses décisions monétaires. Dans ce dernier cas, elle est totalement libre d'être explicite ou non. En pratique, les membres de la BCE procèdent également à des conférences de presse ; ils participent également à des colloques et font régulièrement des discours. Enfin, la BCE se trouve dans l'obligation juridique de publier un rapport sur les activités du SEBC au moins chaque trimestre, une situation financière consolidée chaque semaine et un rapport annuel à l'attention du Parlement européen, du Conseil et de la Commission.

En tant qu'institution morale, la BCE est habilitée à conclure des accords internationaux et participer aux travaux d'organisations internationales telles que le Fonds Monétaire International (FMI), la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et l'Organisation de Coopération et de Développement Économique (OCDE).

Il convient de rappeler que l'œuvre magistrale de la Banque Centrale Européenne a réussi à faire face avec grand doigté à trois défis majeurs. Elle a construit un nouvel institut d'émission à partir de plusieurs banques centrales nationales, héritières chacune de traditions monétaires fort différentes. Elle a substitué une monnaie stable – l'euro – à une mosaïque de monnaies nationales de réputation fort diverse. Et, ce qui est le plus remarquable, elle a su gagner la confiance du public européen qui voit dans son action le garant de la stabilité monétaire sur le continent européen²³.

En outre, dans l'objectif d'éviter l'apparition de déficits budgétaires excessifs et d'assurer en durée des finances publiques saines, pour appuyer l'objectif de stabilité des prix de la BCE²⁴, le Pacte de stabilité et de croissance a été adopté en 1997. Par cet ensemble de critères, les pays de l'UME doivent respecter un « degré élevé de convergence durable », degré évalué au moyen de critères de convergence nominale, parmi lesquels les fameux critères de dette et de déficit public, mais également un critère de stabilité des prix, un critère de taux de change ainsi qu'un critère de taux d'intérêt.²⁵

Au final, l'indépendance de la BCE, qui s'accorde bien avec l'objectif de stabilité des prix qu'il lui est assigné, la transparence et le pacte de stabilité et de croissance, instrument de coordination des politiques budgétaires nationale de la zone euro, confèrent à l'euro les qualités qui lui ont permis de devenir une monnaie internationale « large assise économique, stabilité politique et taux d'inflation faible » (Cohen ;2010)²⁶.

²³ Jean-Pierre ROTH, « L'euro – facteur stabilisateur du système monétaire international », Conférence de la Direction générale de la Banque nationale suisse, Fondation Jean Monnet pour l'Europe, Lausanne, 21 Septembre 2007, p.10.

²⁴ La BCE considère l'inflation contenue lorsqu'elle tourne autour de 2% par an, objectif globalement atteint.

²⁵ Ces critères sont détaillés dans l'article 121 du traité instituant la Communauté Européenne ainsi que le protocole associé

²⁶ COHEN. B.J, « L'avenir des monnaies de réserves », Finance et développement, Septembre, 2010 ; cité par : Maxime GASSER, « Les pistes de réforme du système monétaire et financier international depuis la crise », mémoire en Master 1, Économie et Finance, Université Pierre Mendès-France Grenoble, 2010, p.60.

2. Facteurs liés au poids économique et à la confiance dans les politiques macroéconomiques de la zone euro

2.1 Taille de la zone euro et son poids dans l'économie mondiale

Plus une économie est vaste et dynamique et ouverte, plus elle a de chances d'influencer l'économie mondiale, du fait en partie que la taille et l'ouverture d'une économie sont fortement corrélées aux flux de capitaux et d'échanges commerciaux. Ainsi, le poids de la zone euro vis-à-vis des économies américaine et japonaise est l'un des premiers critères empiriques permettant de considérer le rôle de la monnaie européenne au sein du système monétaire international. Si l'on compare le poids des États-Unis et celui de la zone euro dans l'économie mondiale, ceux-ci sont similaires, mais présentent certaines divergences²⁷.

- Une superficie de 2526 Km (2010) largement supérieure à celle du Japon (395 Km²), mais derrière les USA (9167 Km²) ;
- Une population de 325,6 millions presque similaire au USA (307 millions) et plus importante que celle du Japon (127,5 Millions) ;
- Une population qui croît de 0,5 % dépassant le Japon de 0,4%, alors que celle des USA est de 1 % ;
- Une population active 157,3 millions presque similaire aux USA soit 154,2 millions et dépassant le Japon 66,2 millions ;
- Un PIB par habitant 34167 de dollars inférieur aux USA de 25% (45745 dollars) et supérieur au Japon de 15 % (32465 dollar) ;
- La taille de l'économie de la zone euro atteint 12409,5 milliards de dollars, soit 88,4 % du PIB des États-Unis et plus de deux fois le PIB du Japon. La part de la zone euro dans le PIB mondiale reste plus importante que celle du Japon 14,3% contre 5,6%, mais faible comparativement à la part des USA avec 14,3%.
- Le montant de ses exportations fait de la zone euro la première puissance commerciale du monde (ce qui sous-entend une forte demande de l'euro). Que l'on considère celles de la zone euro ou celles de l'UE, elles dépassent non

²⁷ Statistiques de la revue Étude Economique zone euro, OCDE n°74,2012.

seulement celles du Japon et la Chine mais même les États Unis (voir tableaux n°11 du troisième chapitre)²⁸. Par ailleurs, la structure de son commerce extérieur, en particulier celui de l'Allemagne, favorise globalement l'utilisation de l'euro dans la facturation des exportations : en effet, ce sont essentiellement des exportations de produits manufacturés, relativement différenciés, et orientées vers des zones émergentes à forte croissance.

- L'Europe est la zone la plus ouverte aux échanges extérieurs (moyenne des exportations 19,5 % du PIB fin 2008) que les USA et le Japon (13,5% chacun)

2.2 Stabilité de la valeur interne et externe de l'euro

Plus les prix et le taux de change sont stables dans le pays d'émission, moins les coûts et les risques sont élevés pour les marchés financiers et plus la monnaie suscite la confiance²⁹. Ainsi, dans la mesure où l'Eurosystème ne s'impose à l'internationalisation de la monnaie unique (une position neutre vis-à-vis de l'internationalisation de l'euro) et réussirait à maintenir la stabilité des prix intérieurs (inflation) et la stabilité externe de l'euro (du taux de change), le rôle de l'euro en tant que monnaie internationale s'en trouverait conforté.

Comme nous l'avons vu précédemment, le traité de Maastricht a confié à la BCE la mission claire d'assurer la stabilité des prix en la dotant de l'indépendance opérationnelle nécessaire, et la BCE s'acquitte remarquablement de cette tâche. L'inflation et les anticipations inflationnistes sont faibles et stables, et le taux de change est lui aussi peu volatil. Depuis son lancement l'euro a facilité la conduite de la politique monétaire et le maintien de la stabilité des prix en stimulant le développement du marché monétaire. Ainsi l'importance donnée à la stabilité des prix dans la zone euro fait de la monnaie européenne une ancre efficace pour les pays tiers qui cherchent à réduire leur taux d'inflation et une monnaie de réserve faible, même si l'avantage n'est pas décisif par rapport au dollar et au yen qui présentent des garanties comparables en matière d'inflation. Par ailleurs, l'euro est bien placé pour rassurer les investisseurs cherchant

²⁸ p.144

²⁹ Axel BERTUCH-SAMUELS et Parmeshwar RAMLOGAN, « L'euro monnaie mondiale », *Revue Finances et Développement*, mars 2007, p.13, www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/ftre/2007/03/pdf/bertuch.pdf.

une alternative face à un dollar qui tend à se déprécier sur une longue période. Sur cette base Chinn et Frankel (2008)³⁰ anticipent qu'à l'horizon 2020, la moitié des réserves de change mondiales pourraient être libellée en euro et l'autre restant en dollar.³¹

2.2.1 Stabilité de la valeur interne de l'euro : inflation

Depuis sa création jusqu'à la crise actuelle des dettes souveraines de la zone euro, l'euro a suscité la confiance des investisseurs. Cette dernière est assurée par la stabilité monétaire de la zone euro et même de l'UE, garantie par la politique monétaire de l'Eurosystème. La zone de stabilité engendrée par l'€ est en réalité plus large que la zone euro formelle. La plupart des pays de l'UE ou qui y sont proches ont rattaché d'une manière ou d'une autre leur monnaie à l'€, toutes les formules coexistent³². Même les pays non appartenant à l'UE adoptent l'€ comme monnaie nationale ou lient aujourd'hui leur monnaie à l'€ : des micro-États européens,³³ les pays d'Afrique de l'Ouest (ancienne zone CFA, Communauté financière d'Afrique, le Maroc, la Tunisie, la Libye et la Russie, la Chine fait de même³⁴). L'élargissement de la zone euro et l'entrée progressive des pays de l'Est dans la zone € et de l'UE sera une opportunité pour le développement du rôle international de l'euro. Ces pays représentant un faible poids économique (7 % du PIB de l'Union en 2007) mais un fort poids démographique (30 %) et un potentiel de développement important par rapport à la zone actuelle. Ces pays déjà très intégrés à la zone € par leur commerce et depuis peu par leur cycle économique, corrélé avec le sien, surtout en Hongrie, en Pologne et en Slovaquie, mais aussi dans les pays baltes³⁵. L'entrée des grands pays (Pologne, Hongrie) dans l'UEM est attendue avec impatience par les investisseurs et entreprises qui y voient un marché plein d'opportunités. Alors, se demande-t-on, quel niveau de stabilité a-t-on atteint avec tous ces mécanismes ? On constate une grande stabilité de nombreuses monnaies de la zone géographique Europe par rapport à l'€ depuis 1999³⁶

³⁰ A. BÉNASSY-QUÉRÉ et Benoît COEURÉ, « Le rôle internationale de l'euro : chronique d'une décennie. », Revue d'économie politique, n° 02, 2010, vol.10, p.363.

³¹ Idem, p.363.

³² Voir le tableau n°10 en annexe 12, p.324.

³³ Euroisation

³⁴ Pays ayant liés leur monnaie à l'euro.

³⁵ J.FIDRMUC et L. KORHONEN, Meta-Analysis of the Business Cycle Correlation Between the Euro Area and the CEECS, In, www.euroframe/docs.2006.

³⁶ Béatrice MAJNONI D'INTIGNANO, Op.citée, 2008, p.64.

: couronne danoise et monnaies baltes bien sûr. Les monnaies baltes sont parfaitement stables. Le zloty polonais et le forint hongrois restent dans un couloir de variation assez étroit depuis 1999 : 3,6 à 4,6 zloty/€ et 240 à 280 forint/€ ; le forint hongrois, longtemps sensible à l'incertitude politique, se stabilise peu à peu. Seule la couronne tchèque s'apprécie régulièrement, comme on peut l'attendre d'un pays en rattrapage rapide. Le concept de zone € au sens large a donc aujourd'hui un sens. Cet ensemble a atteint un niveau remarquable de stabilité monétaire interne, l'inflation de transition du début des années 1990 dans les pays de l'Est étant résorbée, les taux de change de leurs monnaies variant peu par rapport à l'€ compte tenu des déséquilibres subis après la chute du communisme. La grande surprise vient du franc suisse, du sterling et de la couronne suédoise, en principe flottants. Le graphique n°22, révèle une grande stabilité du taux de change des deux premières/€ depuis 2003 et de la troisième depuis 2001. La £ n'appartient donc pas à la zone \$ comme beaucoup le croient. La banque centrale anglaise (BOE, Bank of England) et la BCE ont le même objectif d'inflation et l'intégration commerciale du Royaume Uni par rapport à la zone euro est forte. Le raisonnement tient pour la Suisse et pour la Suède, la première si proche de l'Union Européenne, la seconde, si intégrée par son commerce international. Le rouble, quant à lui, se montre d'une surprenante stabilité par rapport à l'€ depuis 2003.

Graphique n°22. Taux change euro/monnaies flottantes



2.2.2 Stabilité de la valeur externe de l'euro : le taux de change euro et sa force par rapport au dollar

Bien que ce soient des problèmes différents, le mouvement du taux de change de l'euro et les perspectives pour son rôle sur la scène internationale ne sont pas sans rapport³⁷. Une dévalorisation permanente de l'euro et un scepticisme persistant quant à sa parité pourraient décourager son usage et affecter son acceptation parmi les devises de référence du SMI. Ainsi, la force de la monnaie européenne par rapport aux autres monnaies internationales, en particulier le dollar, est un autre facteur qui peut influencer le rôle international de l'euro, notamment la fonction de réserve de change (et aussi sur monnaie d'intervention et d'ancrage de taux de change pour les banques centrales et de placement pour les investisseurs publics)³⁸.

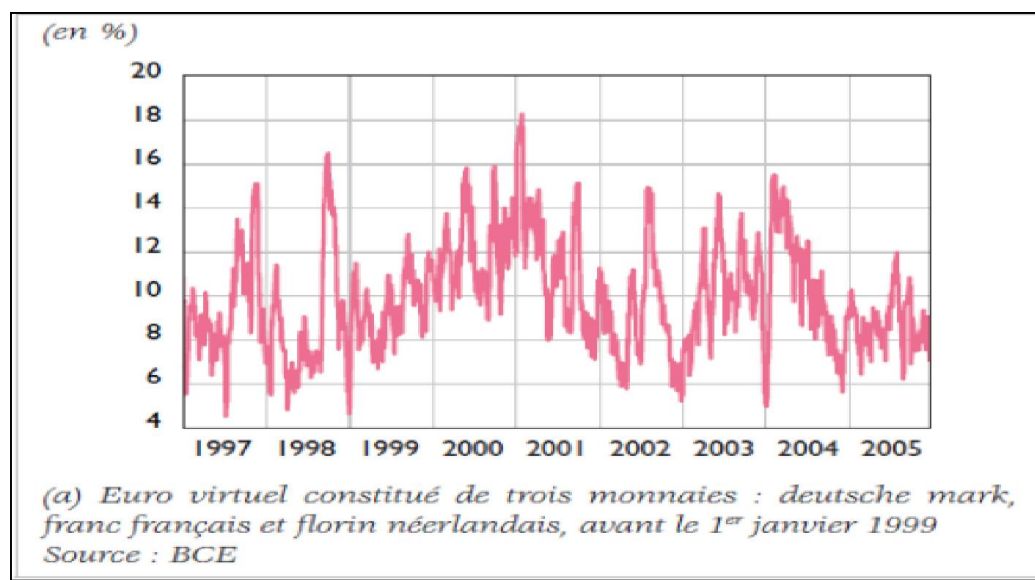
Comme nous le savons, contrairement aux prédictions d'une majorité de spécialistes, l'euro s'est considérablement affaibli par rapport au dollar à ses débuts et a perdu près de 26% de sa valeur pendant les trois premières années de son existence (janvier 1999-juin 2001). Toutefois, il s'est apprécié de plus de 85% entre juin 2001 et juillet 2008, en revenant à partir de là à une parité dépassant la valeur unitaire vis-à-vis de la monnaie américaine. Cette tendance à la dépréciation du dollar contre l'euro, et la faible volatilité historique du taux de change nominal de l'euro contre le dollar sur la

³⁷ Christian AUBIN, Jean-Pierre BERDOT, Daniel GOYEAU et Jacques LEONARD, mai 2007, p.15.

³⁸ En raison d'interdépendance entre les fonctions de la monnaie internationale, voir section n°1 du premier chapitre, p.15.

période 2001-2007 (cf. graphique n°24),³⁹ ont été ainsi de nature à inciter les investisseurs internationaux à profiter des opportunités de diversification des portefeuilles offertes par l'euro, notamment pour se protéger du risque de dépréciation du dollar. D'ailleurs, comme l'ont prévu avant son lancement beaucoup d'auteurs⁴⁰, et comme en témoignent les résultats précédents de l'étude de l'internationalisation de l'euro sur la période 1999-2009, l'appréciation de l'euro par rapport au dollar, a été favorable pour la montée du rôle international de l'euro, en particulier dans son rôle financier (c'est-à-dire comme monnaie d'emprunt et de prêt), qui s'est développé beaucoup plus rapidement que sa fonction de facturation du commerce international. Mais il convient de noter, d'une part, que la diminution de la volatilité historique a concerné l'ensemble des grandes monnaies (notamment dollar/yen) et pas seulement l'euro, d'autre part, que la volatilité historique de l'euro/dollar a enregistré une augmentation sensible depuis mi-2005 (cf. graphique n° 23).

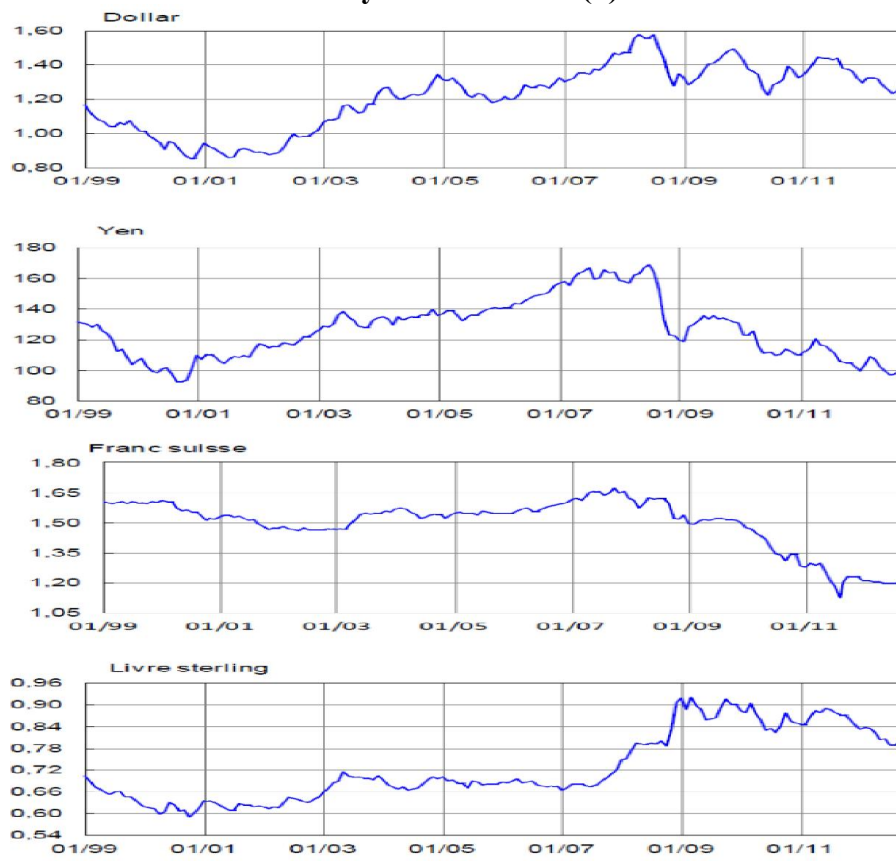
Graphique n° 23. Volatilité historique à 20 jours de l'euro entre 1997-2005 (a)



³⁹ Cyril. POUVELLE, mars 2006, Op.ctée, p.12,

⁴⁰ Christian De BOISSIEU, « Le rôle international de l'euro : une mise en perspective », Rapport Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne) et Conseil d'Analyse Économique, BERNARD LASSUDRIE-DUCHÊNE, septembre-octobre 2005, p.11.

**Graphique n°24. Taux de change nominal de l'euro (a)
Moyenne mensuelle(b)**



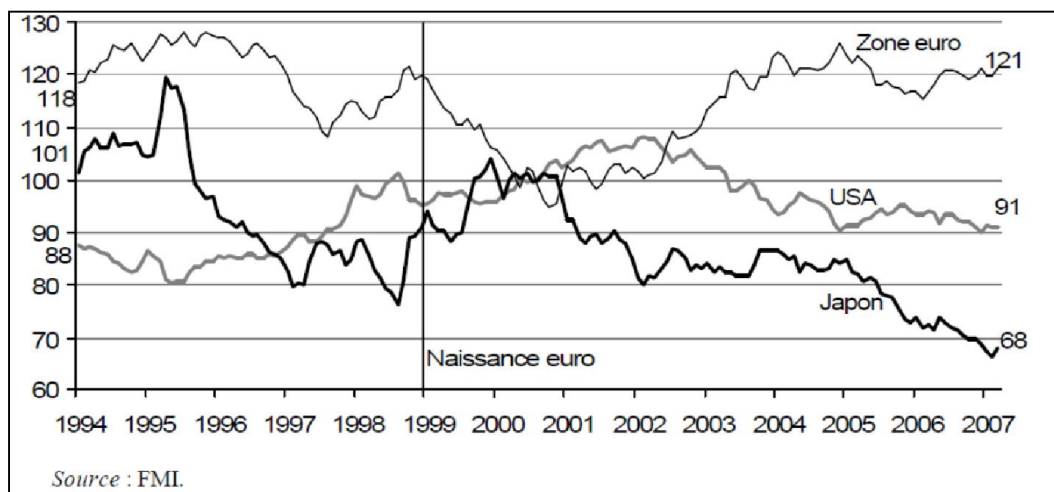
L'Euro est coté au certain
pour le dernier mois, moyenne du 1er octobre 2012 au 25 octobre 2012
rcc : BCE

Au niveau global, l'instabilité externe de la monnaie s'apprécie aussi en observant le taux de change effectif de la monnaie⁴¹, c'est-à-dire son taux de change moyen par rapport aux autres devises pondéré par le volume des échanges et tenant compte de la pression concurrentielle exercée dans chaque autre monnaie. Comme l'atteste le graphique n°25-I, présentant le taux de change effectif réel de l'€ et du \$ depuis 1999, nous constatons qu'il est moins instable que le taux du marché puisqu'il reflète l'importance des échanges avec chaque zone et chaque monnaie dominante dans cette zone. Le même phénomène se produit pour le dollar en raison du

⁴¹ Le taux de change effectif est un taux de change moyen pondéré par rapport aux monnaies des principaux partenaires commerciaux, la pondération étant proportionnelle au volume des importations et au double de celui des exportations pour tenir compte de l'effet concurrentiel des pays tiers sur les marchés étrangers (concurrence des producteurs du pays et des autres exportateurs, dit effet tiers). La pondération décrit l'impact du commerce extérieur. Ainsi, la pondération des États-Unis sur le marché allemand va tenir compte du poids de l'Allemagne dans les exportations françaises et du poids des États-Unis dans les importations allemandes. Plus le premier et le second sont élevés, plus le poids pour la France de la concurrence américaine sur le marché allemand est important. Le poids du \$ est la somme de ces poids élémentaires sur chaque marché. D'où le terme de double pondération donné à ce mode de calcul. En divisant le taux de change effectif nominal par un indice de prix relatif ou de hausses de salaires relatif, on obtient un taux de change effectif réel, indice de compétitivité surtout significatif à long terme.

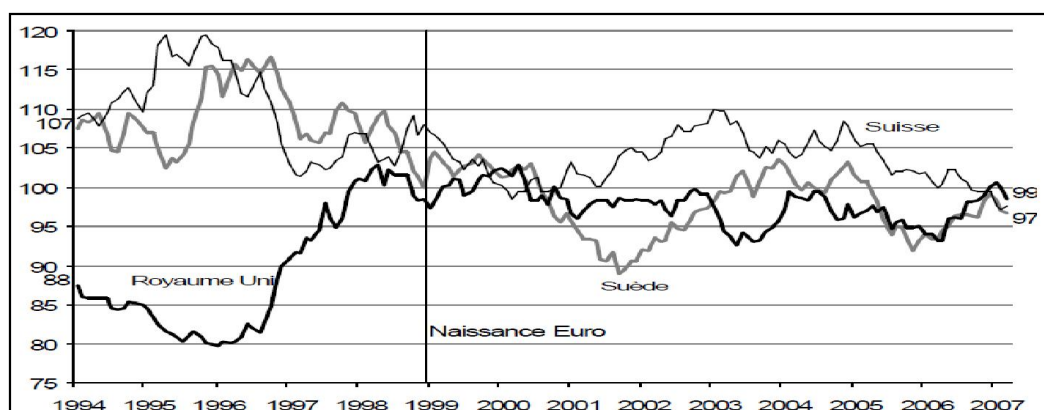
rattachement de fait de nombreuses monnaies au \$. Le graphique 25-I montre que si le taux de change effectif nominal de l'€ s'est apprécié depuis 2002 (d'où perte apparente de compétitivité), alors que celui du \$ se dépréciait (d'où gain de compétitivité), en termes réels, pour la zone euro l'instabilité du change a fortement diminué, le taux de change effectif réel est stable depuis 2003 et a retrouvé son niveau du milieu des années 1990 et de la naissance de l'euro. À long terme, la compétitivité de zone euro⁴² apparaît stable, une fois effacés les effets des quasi dévaluation puis réévaluation ayant suivi la naissance de l'€. Raison pour laquelle le FMI estime le taux de change de l'€ encore normal autour de 1,35 \$. En revanche, les États-Unis gagnent nettement en compétitivité depuis 2002, revenant eux aussi au niveau du milieu des années 1990. Le taux de change effectif du Japon, quant à lui, n'a jamais été aussi bas depuis un quart de siècle, la baisse s'accroissant depuis 2000. Le graphique 25-II fait apparaître la nouvelle et surprenante stabilité du change effectif réel dans les trois pays européens hors zone euro, Royaume-Uni, Suisse et Suède, depuis 1999.

Graphique 25-I Taux de change effectif réel de l'euro, du dollar et du yen depuis 1994



⁴²Béatrice MAJNONI D'INTIGNANO, « L'euro notre monnaie notre problème », Ebook, 2008, Paris, 2008, p.31.

Graphique 25-II Taux de change effectif réel de la livre sterling, du franc suisse et de la couronne suédoise depuis 1994.



Source : FMI

Enfin, nous rappelons que depuis longtemps la théorie monétaire s'est préoccupée de la qualité de la monnaie en privilégiant, généralement, un seul critère : la stabilité dans le temps de sa valeur, appréciée soit sous l'angle domestique (stabilité des prix, donc du pouvoir d'achat des encaisses monétaires), soit dans les relations monétaires internationales (stabilité du taux de change : selon les cas, stabilité du taux de change nominal, réel, bilatéral, effectif).⁴³ Néanmoins, la relation entre le taux de change et la montée du rôle international n'est pas toujours en relation directe. Certains auteurs préfèrent dissocier le taux de change du rôle international d'une monnaie mesuré à l'aune de ses parts de marché. Selon Critian De Boissieu⁴⁴ : certes, à court terme, les deux ne sont pas totalement indépendants. Ainsi, à la fin de 2004 et au début de 2005, le désir de certaines banques centrales asiatiques de diversifier leurs réserves de change en réduisant leur exposition en dollar et en augmentant celle en euro, en yens a accentué le recul du billet vert. D'où les changements des parts de marché interfèrent avec les taux de change. Mais une analyse à plus long terme montre que les liens entre taux de change et rôle international sont, en général, plus complexes. Le dollar affichait à peu près les mêmes parts de marché dans les réserves de change des banques centrales ou comme monnaie de facturation du commerce mondial lorsqu'il valait plus de 10 francs français ou quand il était tombé à 4 francs.

⁴³ Christian De BOISSIEU, 2005, Op.citée, p.7.

⁴⁴ Idem, p.7.

En pratique, la concurrence entre les grandes devises est influencée par bien d'autres facteurs que la stabilité de ces monnaies (stabilité interne et externe) : la capacité du pays émetteur à nourrir le reste du monde en actifs financiers libellés en cette monnaie, la présence d'un marché financier développé, le phénomène d'inertie, le rythme et la nature de la croissance économique et la capacité à mettre en place des réformes structurelles.... Nous le voyons, le spectre est large, et donc difficile à modéliser. A cet égard, selon la disponibilité des informations relatives à l'euro et aux principales monnaies internationales, en particulier le dollar et le yen japonais, nous développons dans ce qui suit ces aspects pour analyser les autres facteurs qui ont été à l'origine du développement du rôle international de l'euro.

3. Poids des facteurs financiers

3.1 Stabilité de la position extérieure nette de la zone euro

Le maintien de la solvabilité à long terme du pays émetteur, à travers une évolution soutenable de sa dette externe est une condition essentielle du développement de l'utilisation internationale de sa monnaie, afin de maintenir la confiance des investisseurs non résidents⁴⁵.

De ce point de vue, depuis 1999 jusqu'à la crise 2008-2009, le solde extérieur de la zone euro est resté relativement stable⁴⁶. Donc, les investisseurs, pendant cette période, étaient rassurés par le statut de créateur international de la zone euro, favorisé par son taux d'épargne élevé, malgré une position extérieure assez nettement débitrice. Celle-ci est sans doute due en partie à un biais statistique, lié aux divergences de valorisation des différents actifs et passifs financiers.

En parallèle, certains économistes considèrent que l'endettement des USA⁴⁷, dans le long terme fragilise la position dominante du dollar au profit de l'euro. Dans la section du premier chapitre, nous avons vu comment le dollar est arrivé à cette situation. Avec les accords de Bretton-Woods instaurés au lendemain de la Seconde

⁴⁵ TAVLAS, 1991, cité par : Cyril. POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.10.

⁴⁶ A. BÉNASSY-QUÉRÉ et Benoit COEURÉ, 2010, Op.citée, p.371.

⁴⁷ Franck LIRZIN, « Quelle diplomatie pour l'euro », Question d'Europe n° 92, Fondation Robert Schuman, 10 mars 2008, p.4.

Guerre mondiale, les États-Unis deviennent le premier centre financier mondial⁴⁸. Le dollar se substitue à la livre comme monnaie de réserve internationale. Jusqu'à la fin des années 50, les déficits courants⁴⁹ 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 terme⁵⁰. A partir de la fin des années 60, les engagements de court terme (officiels et privés) des États-Unis ne sont plus couverts par les réserves d'or américaines. 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 1971⁵¹.

Ainsi, sous l'étalon de change or, la détérioration de la position d'investissement net des États-Unis induite par la réalisation des déficits continus du compte courant a mis fin au système de Bretton-Woods. Au cours des 15 dernières années¹, le déficit extérieur courant des États-Unis s'est aggravé d'une façon importante et inquiétante, il passe de 3,3% du PIB à 6,0 % du PIB en 2006 (800 milliards de dollars). Du fait de la récession qui a débuté avec la crise financière en fin 2007, le déficit extérieur courant s'est quelque peu réduit, mais il s'élevait toujours à 4,9 % du PIB américain en 2008, puis il baisse à 2,7% en 2009 et à 3.7% en 2011, il pèse environ 668.9 milliards de dollars (cf. graphiques n°26-I et 26-II).⁵² Par conséquent, pour la même période, l'endettement extérieur net des États-Unis s'est fortement accru, de 5,7 % du PIB en 1995, il a augmenté à 13,4% du PIB en 2000, puis à 15,2% du PIB en 2005. En 2008, il était de 24% du PIB. On constate ainsi une contraction importante de l'épargne

⁴⁸ Annie. CORBIN, 2000, Op.citée, p.9.

⁴⁹ Une situation de déficit extérieur courant correspond à une situation où le montant des dépenses totales d'investissement d'un pays excède le montant de l'épargne nationale disponible, laquelle est égale à la somme de l'épargne privée (constituée par les ménages et les entreprises) et de l'épargne publique (égale au solde budgétaire de l'État). La partie de l'investissement domestique qui ne peut être financée par les capitaux domestiques est alors financée par des capitaux étrangers. Un déficit extérieur courant implique donc des mouvements internationaux de capitaux des pays où l'épargne nationale est en excès par rapport à leurs propres dépenses d'investissement vers les pays déficitaires. Autrement dit, un pays ne peut vivre au-dessus de ses moyens que si le reste du monde est prêt à le financer.

⁵⁰ Voir tableau n°3 du premier chapitre, p.53.

⁵¹ Le mécanisme d'ajustement automatique des balance des paiements qui prévalait sous le régime de l'étalon-or classique ne se produisant pas, les États-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 (Rueff, 1966; Aglietta, 1986).

⁵² Revue Perspectives Économiques de l'OCDE : zone euro, mai, 2011.

nationale à partir de la fin des années 1990 : d'environ 18 % du PIB en 2000, l'épargne nationale des États-Unis a diminué à un peu moins de 14 % du PIB en 2005 et à environ 12 % en 2008. Cette évolution a fortement érodé la position de créateur net des États-Unis et lance le débat sur sa soutenabilité⁵³ à court et long terme et s'avère être l'un des éléments déterminants dans le match euro dollar. Une telle situation est instable à long terme, la sensibilité du taux de change aux chocs est extrêmement grande et risque de coûter au dollar son statut de monnaie de réserve⁵⁴. Cette situation érode la confiance que les investisseurs ont placée dans le dollar et contribue à la baisse de son taux de change. Si les investisseurs perçoivent que le déficit courant américain (financé par les interventions de change asiatiques) n'est pas soutenable même à moyen terme, ils peuvent craindre qu'une chute du dollar se traduise par des pertes en capital sur leurs actifs en dollars. Pour limiter ce risque, les investisseurs privés réorientent leur épargne vers des actifs libellés dans les autres monnaies flexibles, ce qui justifie la progression des réserves de changes en euros depuis 2002⁵⁵ (maximum enregistré est de 27% en 2009). Mais cette progression reste limitée par rapport à la part du dollar qui dépasse les 65% des réserves de change mondiales depuis 1999 (cf. tableau n° 7 en annexe n°9).

Ces craintes par rapport à la position de débiteur net américaine, qui prévalait depuis 1982, ne semble pas, jusqu'aujourd'hui, avoir entamé la position de monopole du dollar comme monnaie internationale. Ainsi, malgré des déficits continus du compte courant des USA, comme on la constaté par l'analyse de la position de l'euro dans les marchés internationaux, le dollar occupe toujours une part prépondérante dans les réserves officielles des banques centrales étrangères, et dans toutes les autres fonctions de la monnaie internationale.⁵⁶ On peut donc s'interroger sur la pertinence de la position d'investissement net du pays émetteur qui reflète l'accumulation de ses

⁵³ Est réputée soutenable une dette publique qui évolue moins vite que le PIB du pays : rapport dette/PIB. Pour faire diminuer ce ratio, il est nécessaire d'avoir une croissance soutenue ; il importe que la croissance du PIB en volume soit supérieure au taux d'intérêt réel.

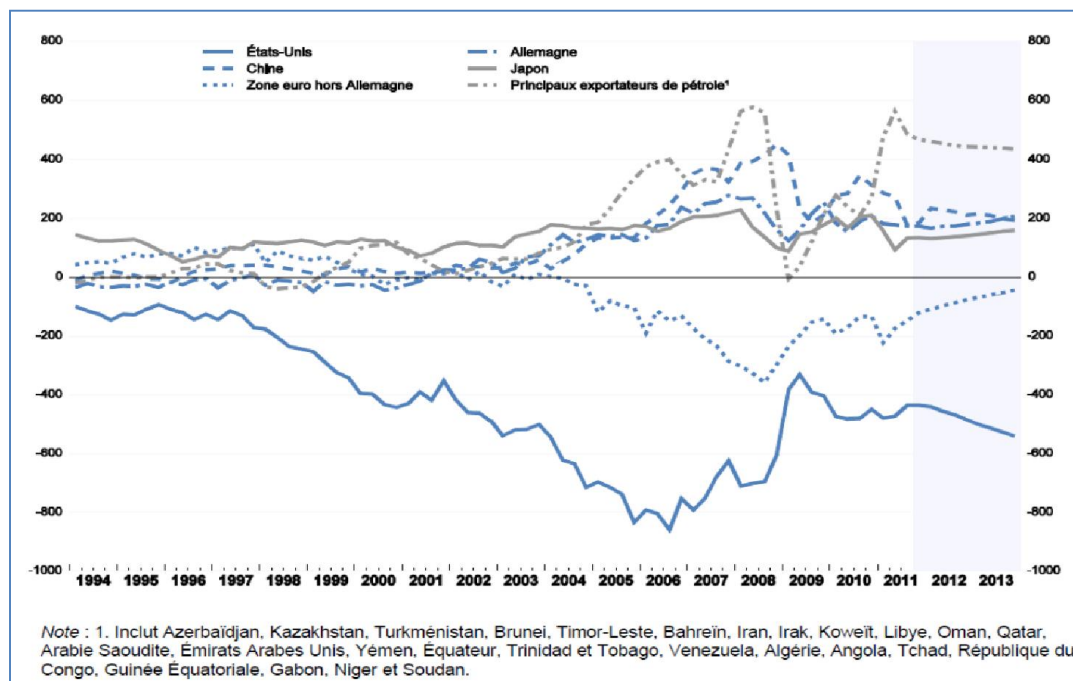
⁵⁴ Franck LIRZIN, mars 2008, Op.citée, p.4.

⁵⁵ A la fin de 2004 et au début de 2005, le désir de certaines banques centrales asiatiques de diversifier leurs réserves de change en réduisant leur exposition en dollars et en augmentant celle en euros, en yens a accentué le recul du billet vert.

⁵⁶ Voir l'analyse précédente du troisième chapitre, p.150

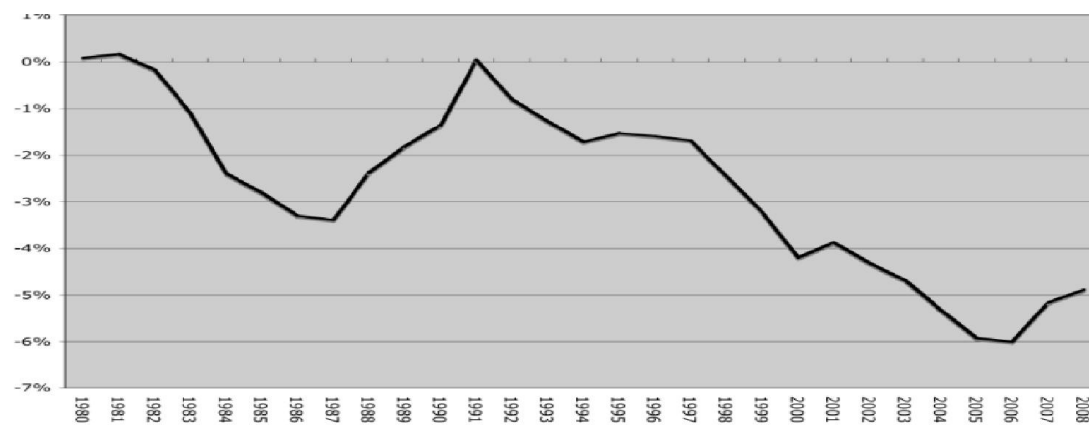
dettes envers l'étranger comme indicateur de la pérennité du pouvoir de monopole d'une monnaie comme monnaie de réserve internationale⁵⁷.

Graphique n°26-I Soldes des balances des opérations courantes (milliards de dollar)



Source : Revue perspectives économique de la zone euro, OCDE, n°67,2012.

Graphique 26-II Déficit courant des USA en (% du PIB)



Source : calculs FMI.

⁵⁷ Annie. CORBIN, 2000, Op.cité, p.10.

Cette situation s'explique par deux principales raisons :

- Pour l'instant, la dette extérieure des États-Unis est soutenable car le taux d'intérêt réel aux États-Unis est négatif ; en effet, le taux d'intérêt nominal de la FED approchant les 1 % tandis que la hausse des prix se situe entre 2-3 %, le taux d'intérêt réel est proche de 0 (soit légèrement positif, soit légèrement négatif)⁵⁸.
- L'accumulation d'actifs financiers libellés en dollar de la part des pays asiatiques (Chine, Japon, émergents...) assure la pérennité des déséquilibres courants américains : Les banques centrales asiatiques achètent des titres publics américains qui viennent gonfler leurs réserves. Ils reportent donc l'effort sur l'euro, alors que le dollar, malgré les déficits extérieurs des États-Unis, se trouve en quelque sorte financé par les pays asiatiques. Ces pays interviennent sur le marché des changes pour éviter que leurs monnaies ne s'apprécient par rapport au dollar car ils cherchent à préserver leur compétitivité. Ils sont susceptibles de poursuivre dans les prochaines années leur politique de change actuelle, ces interventions leur garantissant aujourd'hui compétitivité et croissance. Cependant, les pays d'Asie n'étant pas forcément en mesure de limiter la progression de la masse monétaire qui accompagne ces interventions, cette politique pourrait s'accompagner de l'accumulation de déséquilibres internes. Ces interventions de change modifient les balances courantes d'équilibre des pays asiatiques, elles doivent donc en contrepartie affecter aussi celles du reste du monde. Comme les actifs qui alimentent les réserves de change asiatiques sont principalement américains, c'est la balance courante américaine qui est la plus susceptible de se dégrader. Les pays asiatiques cherchant à maintenir constante leur parité bilatérale avec le dollar sont obligés d'augmenter encore le montant de leurs interventions car leurs balances courantes s'amélio-

⁵⁸ Revue perspectives économiques de l'OCDE : la zone euro, mai, 2011.

rent mécaniquement du fait de la chute de leurs monnaies, parallèlement à celle de la monnaie américaine⁵⁹.

La détérioration de la position extérieure des USA par rapport à celle de la zone euro (graphique n° 26.I), sur la période 2002-2008, a contribué à l'appréciation de l'euro face au dollar, par conséquent a favorisé le développement du rôle international de l'euro sur cette même période. Cependant, comme nous l'avons constaté précédemment, la relation entre le taux de change et la montée du rôle international n'est pas toujours en relation directe⁶⁰. Ainsi, beaucoup jugent le statu quo du dollar bien plus probable [B. Cohen, 2008 ; A. Posen, 2008 ; E. Helleiner, 2008 ; J. Kirshner, 2008]. En considérant notamment que l'usage du dollar au titre de monnaie internationale obéit à des facteurs différents de ceux pouvant induire à moyen terme une dépréciation significative de la monnaie américaine sur le marché des changes.⁶¹ De ce point de vue, on est encore loin du jour où l'euro pourra se poser en rival véritablement viable du dollar⁶².

3.2 Développement du marché financier de la zone euro

Rappelons que la théorie monétaire contemporaine, attribut aussi le statut de monnaie internationale à la capacité du pays qui l'émet à assurer sa liquidité dans les échanges internationaux. Ceci suppose le développement important des marchés financier (larges, liquide, stables, ouverts), mais aussi la capacité de les animer par le rythme et le contenu des innovations financières (innovations technologiques et innovations de produits) dans les systèmes bancaires et financiers nationaux (Tavlas, 1991 ; Hartmann et Issing, 2001 ; Greenspan, 2002).

De ce point de vue, si l'on se réfère à la taille globale des systèmes financiers, l'Union européenne comme la zone euro ont dépassé les États-Unis. Dans le domaine de l'efficacité ou de la profondeur des systèmes financiers, les différences se sont

⁵⁹ Fabien LABONDANCE, 2010, Op.citée, p. 52.

⁶⁰ Christian De BOISSIEU, 2005, Op.citée, p.7, voir page 202.

⁶¹ B. Cohen, 2008 ; A. Posen, 2008 ; E. Helleiner, 2008 ; J. Kirshner, 2008 ; cités par : André CARTAPANIS, « Le dollar incontesté ? Économie politique d'une monnaie internationale », Revue d'Économie Financière, n° 94, mars, 2009, p.13.

⁶² Annie. CORBIN, 2000, Op.citée, p.11.

considérablement réduites⁶³. Certes, s'agissant de l'espace financier européen, on met en avant le fractionnement des marchés de dette publique, la multiplicité des superviseurs... Mais cela n'a pas empêché Londres de conforter sa position de première place financière mondiale. De plus, en ce qui concerne les infrastructures de marchés, les choses ont bien changé depuis quelques années, en particulier avec la très nette diminution des *spreads bid-ask*⁶⁴ sur les marchés européens. L'euro a d'ailleurs considérablement progressé depuis 1999, on l'a vu, en tant que monnaie d'émission de titres obligataires⁶⁵.

Les marchés de capitaux en euro affichent aussi une liquidité satisfaisante, en raison d'une offre importante sur le marché primaire, d'une vive compétition entre émetteurs, d'une obligation de tenue de marché sur la dette secondaire et d'une concurrence forte entre banques commerciales⁶⁶.

L'introduction de l'euro a, en effet, permis une plus grande uniformité des pratiques de marché, une plus grande transparence des prix et une diminution des coûts de transaction, grâce à la disparition du risque de change pour les transactions intra-européennes. Néanmoins, les marchés de capitaux de la zone euro reste derrière les marchés américains en termes d'existence de marchés financiers et d'intermédiaires efficaces et performants, permettant l'accès facile à des instruments financiers de plus en plus diversifiés et capables d'offrir à des coûts faibles des instruments de dette, de placement et de couverture des risques attrayant. Dans ce qui suit nous aborderons ces handicaps financiers et les autres limites qui font que les agents économiques continuent d'utiliser la monnaie dominante : le dollar.

⁶³ André CARTAPANIS, mars, 2009, Op.citée, p.5.

⁶⁴ Les couts de transactions sont mesurés par les *spreads bid-ask* : différence entre le prix acheteur et le prix vendeur.

⁶⁵ Voir première section du troisième chapitre, p.134-135

⁶⁶ Cyril. POUVELLE, mars 2006, Op.citée, p.10.

Conclusion de la section 1

L'analyse des stratégies d'internationalisation de l'euro révèle que son développement dans le système monétaire international, de 1999 à la fin 2009, est fortement lié à des facteurs historiques, institutionnels, économiques et géopolitiques. La montée récente de l'euro au détriment du dollar ne peut être qu'un retour à la norme historique, après l'anomalie de l'après Seconde Guerre Mondiale qui a consacré le dollar comme seule et unique monnaie internationale en raison de sa force économique dans des circonstances historiques exceptionnelles. La position « neutre » des autorités européennes vis-à-vis de l'internationalisation de l'euro, qui demeure jusqu'à présent, est un autre facteur important à considérer, ce qui favorise un usage international progressif de l'euro⁶⁷. Elles pensent qu'en termes de politique monétaire, la stratégie de la zone est suffisamment forte pour faire face aux conséquences d'une internationalisation progressive de la monnaie européenne⁶⁸. En outre, l'indépendance et la transparence de la BCE, la stabilité politique, la large assise économique de la zone euro, le taux d'inflation faible, le niveau remarquable de stabilité monétaire interne des monnaies de certains pays adoptant l'euro ou se rattachant à lui, le maintien de la solvabilité à long terme de la zone euro depuis 1999 jusqu'à la crise 2009, et l'endettement des USA⁶⁹, dans le long terme, qui peut fragiliser la position dominante du dollar, confèrent à l'euro les qualités qui lui ont permis de devenir une monnaie internationale.⁷⁰ En revanche, les craintes par rapport à la position de débiteur net américaine, qui prévalue depuis 1982, ne semble pas jusqu'aujourd'hui avoir entaillé la position de monopole du dollar comme monnaie internationale et l'euro ne semble pas vraiment bénéficier de cette situation.

⁶⁷ Hubert ESCAITH et Carlos QUENAN, « Émergence de l'euro : implications pour l'Amérique latine et les Caraïbes », Série estudios y perspectivas, Mexique, D.F., mai, 2004, p.10, in, www.eclac.org.

⁶⁸ W. DUISENBERG, « The international role of the euro », novembre 2000, p.10.

⁶⁹ Franck LIRZIN, « Quelle diplomatie pour l'euro », Question d'Europe n° 92, Fondation Robert Schuman, 10 mars 2008, p.4.

⁷⁰ B.J. COHEN, « L'avenir des monnaies de réserves », Finance et développement, Septembre, 2010, cité par : Maxime GASSER, 2010, Op.citée, p.60.

Section 2. Facteurs limitant le développement international de l'euro face au rôle incontestable du dollar

Comme nous l'avons constaté dans la section précédente, malgré les signes de faiblesse qui se multiplient en ce qui concerne la position externe de l'économie américaine¹ (déséquilibres courants et endettement externe considérables, affaiblissement du taux de change vis-à-vis de l'euro), le dollar maintient sa place au titre de monnaie internationale incontestée, et l'euro se trouve toujours en deuxième position, notamment si l'on considère les fonctions de monnaie : d'ancrage, de facturation, et de réserve de change, ainsi que son usage hors de la zone euro. Cette configuration n'a pas changé même après la crise financière internationale de l'été 2007. Dès lors, il semble intéressant d'élargir notre analyse, en identifiant, dans cette section, les raisons pour lesquelles l'usage international de l'euro reste limité pour l'ensemble des fonctions de la monnaie internationale. Donc, voir pourquoi l'euro reste en deuxième position, derrière un dollar conservant le statut de monnaie internationale incontesté ? Une analyse strictement économique ne permet pas d'expliquer cette hiérarchie, d'où l'intérêt, dans cette section, d'une analyse devançant l'économie et se penchant sur l'économie politique de la monnaie internationale. En effet, nous avons conclu dans le premier chapitre, que le statut de monnaie internationale répond aussi à des facteurs spécifiquement politiques. Partant de cette idée, nous associons aux déterminants économiques des déterminants plus politiques² pour vérifier si l'euro offre aux investisseurs internationaux les mêmes garanties que le dollar ?

1. Insuffisances sur le plan financier et économique

1.1 Insuffisances de développement du marché financier de la zone euro

Premièrement, concernant l'existence de marchés financiers et d'intermédiaires efficaces et performants, capables d'offrir à des coûts faibles des instruments de dette, de placement d'une liquidité et de couverture des risques attrayant, la zone

¹ Voir première section du quatrième chapitre, p.203-208.

² E. HELLEINER, 2008; cité par : André CARTAPANIS, Op.citée, p.7.

euro souffre d'un certain handicap, dans la mesure où les marchés financiers sont encore segmentés et où les intermédiaires bancaires et financiers ne sont pas parmi les plus performants.

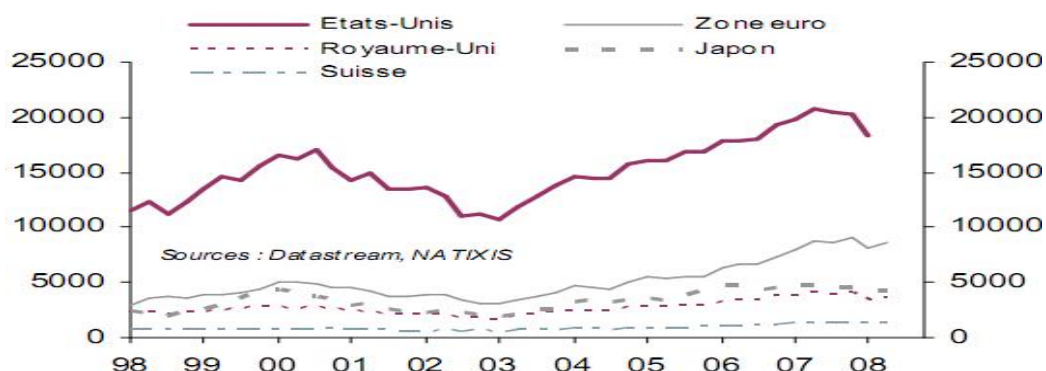
1.1.1 Volume des transactions, degré d'intégration et liquidité des marchés financiers européens.

Les marchés financiers américains, en particulier le NYSE et le NASDAQ, devancent encore largement les marchés européens en termes de capitalisation boursière. Comme l'atteste le graphique n° 27 ci-dessous, la capitalisation financière de la zone euro est moins de 8000 milliards de dollars pour la période 1999-2008, contre un volume dépassant 10000 milliards de dollars pour les USA (elle atteint 22000 Mds de dollars en premier trimestre 2007)³. Si l'on considère la capitalisation financière de l'UE (à 27) elle est aussi très inférieure à celle des USA, 8364,87 contre plus de 12700 Mds d'euros pour les USA en fin 2010⁴. Les investisseurs sont de plus en plus attirés vers les actifs américains : actions, obligations des entreprises, immobilier ... Le marché des actions américaines surperforme considérablement le marché des actions européennes (cf. graphique n°28) ; ceci commence à être le cas pour le marché du crédit (graphique n°1 en annexe1) et pour le marché de l'immobilier commercial (graphique n°2 en annexe n°1). La structure du financement de l'économie de la zone euro, recourant plus largement aux financements intermédiés, explique en grande partie la plus petite taille de son marché obligataire privé par rapport aux États-Unis où le financement des entreprises repose davantage sur les marchés financiers⁵. Une autre explication de cette situation est liée à l'écart important entre la croissance des États-Unis et la zone euro sur la période 2002-2007. Celle-ci permet de renforcer la confiance des investisseurs dans les économies et dans leurs monnaies, par conséquent, elle accroît les entrées de capitaux à plus long terme dans les zones affichant une croissance dynamique (cf. graphique n° 30).

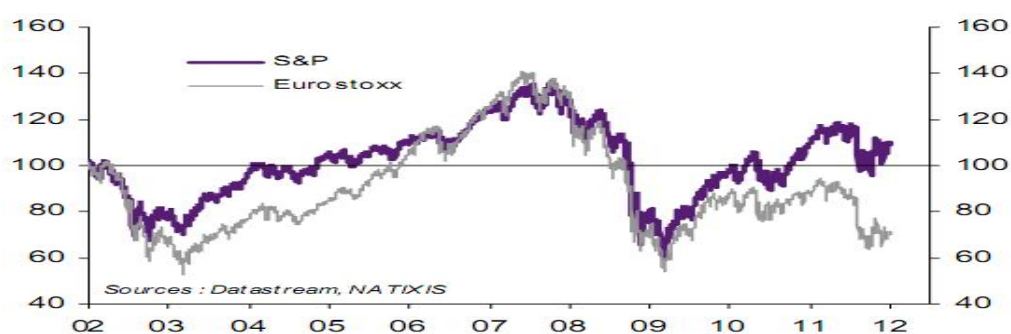
³ Patrick ARTUS, « Quelles perspectives pour le Système Monétaire International ? », Revue Recherche Economique, flash Natixis Bank, n° 285,13 Juillet, 2008, p.3.

⁴ Statistiques Eurostat 2011.

⁵ Cyril. POUVELLE, Mars 2006, Op.citée, p.11.

Graphique n° 27. Capitalisation boursière (Mds dollars)

Source : Patrick ARTUS, « Quelles perspectives pour le Système Monétaire International ? », Revue Recherche Economique, flash Natixis Bank, n° 285, 13 Juillet, 2008, p.3.

Graphique n° 28. Indices boursiers (100 en 2002)

Source : Patrick ARTUS, « Perspectives Financières 2012 : quels sont les facteurs déterminants pour les marchés financiers en 2012 ? », Revue Recherche Economique, flash Natixis Bank, n° 11, 06 Janvier 2012, p.9.

Concernant le degré d'intégration des marchés de capitaux de la zone euro, il est encore variable selon les compartiments: les marchés les plus intégrés sont le marché monétaire, les marchés de change et les marchés dérivés. Concernant le marché monétaire, dès les premières semaines de la mise en œuvre de la politique monétaire unique, les différences de prix constatées sur les marchés interbancaires nationaux ont disparu très rapidement ; les marchés les moins intégrés sont les marchés de valeurs mobilières. Les obstacles dans la voie de l'intégration qui sont

fréquemment évoqués par les commentateurs, sont notamment ⁶:

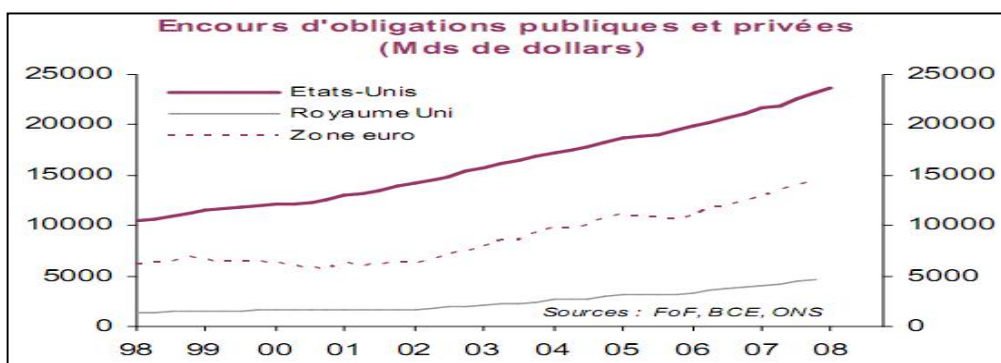
- ✓ Le maintien de systèmes de règlement-livraison fragmentés et l'absence d'un système unifié à l'échelle de la zone euro, qui entraînent la persistance de coûts élevés des règlements de titres transfrontières ;
- ✓ La faible harmonisation des législations dans certains domaines tels que le droit des sociétés (statut de société européenne encore peu répandu), des contrats, des faillites et les normes comptables, pour les marchés d'actions, le droit des contrats pour le marché de la pension livrée, la protection du consommateur et le droit du travail pour le marché des services financiers de détail ;
- ✓ La disparité des régimes fiscaux et prudentiels ;
- ✓ La faiblesse des investisseurs institutionnels en Europe pour les marchés obligataires ;
- ✓ Obstacles liés aux fusions et acquisitions transfrontalières, concernant plus particulièrement les marchés des services financiers de détail, qui pourraient expliquer la faible consolidation transfrontalière dans le secteur bancaire. A cet égard, la Commission européenne a lancé une consultation publique, les résultats de cette consultation, présentés au Conseil des ministres des finances de l'UE de novembre 2005, mettent en évidence trois grands facteurs : un manque d'intégration du marché intérieur des produits financiers de détail, l'existence d'obstacles à la réorganisation des sociétés sur une base paneuropéenne, et des règles et des pratiques de surveillance divergentes pour les grands groupes financiers transfrontaliers ;
- ✓ le fractionnement des marchés de dette publique et la multiplicité des superviseurs du marché des capitaux de la zone euro.

Les marchés obligataires publics, en particulier, de la zone euro reste derrière les marchés américains, 14000 contre plus de 23000 Mds dollars en fin 2008 (cf. graphique n°29), n'atteignent pas la liquidité du marché unifié des bons du Trésor américain. Il n'existe pas en zone euro l'équivalent des Treasury Bonds

⁶ Axel BERTUCH-SAMUELS et Parmeshwar RAMLOGAN, Mars 2007, Op.citée, p.16.

américaine : le marché des bons du trésor est fragmenté entre dix-sept pays dont les titres ne sont qu'imparfaitement substituables, comme on l'a vu lors de la crise des dettes souveraines 2008-2010, de sorte que chaque marché national est par construction moins profond que celui Treasury Bonds. Les projets parfois évoqués de mise en place d'une agence européenne d'émission de titres de dettes publics vont dans le sens d'une plus grande liquidité du marché mais non dans celui de la responsabilisation des Etats souhaitée après la crise Grecque. En outre, rien ne garantit, dans un contexte de spreads de crédit très dispersés depuis la crise, que le taux d'intérêt appliqué à la nouvelle dette « unifiée » soit aligné aux taux les plus bas de la zone (ceux de la France et de l'Allemagne) comme ce fut le cas en 1999 sur le marché monétaire⁷.

Graphique n°29



De plus, la liquidité et la stabilité des marchés financiers internationaux dépendent des politiques menées par les autorités du ou des pays qui émettent et gèrent la ou les monnaies internationales⁸. Tout d'abord, il importe qu'en période " tranquille ", c'est-à-dire en l'absence de crise financière, les marchés financiers soient suffisamment alimentés en instruments de placement attrayants pour les investisseurs, notamment ceux des pays qui, tel les pays émergents actuellement, enregistrent un important excès d'épargne nationale : c'est aujourd'hui l'économie américaine qui joue ce rôle " d'emprunteur en dernier ressort ", tandis que la zone euro, dont le vieillissement démographique est rapide et qui n'est pas économiquement très

⁷ A. BÉNASSY-QUÉRÉ et Benoit COEURÉ, 2010, Op.citée, p.366.

⁸ Jacques Le CACHEUX, « L'euro, monnaie internationale ? », Les cahiers français, n° 297, juillet, 2000, p.9.

dynamique, ne semble pas susceptible de l'assumer ; les pays qui ont un important potentiel d'absorption de capitaux, notamment les pays émergents, souhaiteront-ils s'endetter davantage en euro?

Enfin, dans les périodes de turbulences financières, la liquidité des marchés financiers et la confiance des investisseurs sont, on le sait, assurées par l'existence d'une institution disposée à jouer le rôle de " prêteur en dernier ressort ", voire, dans certaines conditions, " d'assureur ultime ", injectant les liquidités ou organisant le sauvetage d'établissements menacés d'insolvabilité. Or, comme l'ont souligné certains observateurs à propos de la dépréciation de l'euro (2001), alors que la Réserve fédérale américaine a largement démontré, notamment au cours des crises financières les plus récentes, sa capacité et sa détermination à assurer ces fonctions et à en assumer les coûts éventuels, l'incertitude entoure les possibilités et les intentions de la BCE sur ces questions essentielles pour l'internationalisation de l'euro.⁹

1.1.2 Coûts de transaction sur les opérations de change en euro

La liquidité du marché financier américain permet d'abaisser les coûts de transaction, dont les niveaux relatifs sont devenus un facteur déterminant du choix du dollar sur le marché des changes. Une réduction du spread bid-ask¹⁰, des coûts fixes et des coûts de collecte de l'information pour trouver une contrepartie en dollar à une demande ou une offre d'une devise, l'intensification de la concurrence entre opérateurs et la disponibilité d'une vaste gamme d'instruments financiers, notamment de couverture, sur le marché du dollar favorise clairement l'utilisation internationale du dollar.

La comparaison des coûts de transaction, mesurés par les spreads bid-ask, sur les devises confirme l'avantage détenu par le dollar. Les spreads affichés par les banques sur des paires de devises majeures (dollar, euro, yen, livre sterling) sont comparables, voire parfois légèrement inférieurs pour l'euro ; mais ces spreads sont

⁹ Pour plus d'éléments d'analyse sur ce point voir les insuffisances relatives aux stratégies monétaires internationales et aux modes de gouvernance qui différencient très nettement les États-Unis et la zone euro, p.226.

¹⁰ Les coûts de transactions sur une devise, sont mesurés par les spreads bid-ask : différence entre le prix acheteur et le prix vendeur d'une devise.

donnés pour des montants de transactions standards¹¹ (cf. tableau n° 17 relatif aux cours indicatifs du marché interbancaire proposés par UBS pour des montants d'un volume de 10 millions de francs suisses, soit 7 millions de dollars). Pour des montants plus significatifs (supérieurs à 50 millions de dollars), les spreads bid-ask se différencient bien davantage d'une devise à l'autre, et ceux impliquant le dollar sont plus étroits. En ce qui concerne les spreads sur des paires impliquant une devise majeure et une devise d'un pays émergent, l'écart est encore plus visible, car seule la cotation contre le dollar est, en général, disponible. Ceci implique que, pour échanger de l'euro contre, Cette situation favorise clairement l'utilisation internationale du dollar par exemple, du baht thaïlandais, il faut dans un premier temps opérer une transaction intermédiaire dollar/baht, puis faire une autre opération en euro/dollar. Au cours de ces deux transactions successives, les spreads s'ajoutent, rendant le coût de transaction final bien supérieur au spread simple sur le dollar/baht., qui s'appuie sur le marché financier le plus développé du monde, comme en témoigne la comparaison des volumes sur les marchés de change (plus de 86% des transactions se font en dollars), des encours de titres de créances domestiques, en particulier privés, et des capitalisations boursières (supra. graphiques n°27 et 28).

1.1.3 Rendements et opportunités de diversification des instruments financiers européens

Comme nous l'avons constaté, dans le premier chapitre, le rendement d'un actif financier est notamment lié, au plan macroéconomique, au taux de croissance du pays émetteur. Pour les titres de créance, il est également lié au taux d'intérêt qui leur est associé. Par conséquent, le taux de croissance potentielle plus élevé des États-Unis rend les actifs en dollars plus attrayants et favorise donc l'utilisation du dollar, au détriment de l'euro sur les marchés financiers (Cohen, 2003)¹² (supra. graphique n°27 et graphique n°30). En effet, le supplément de croissance aux États-Unis contribue à une croissance plus rapide des bénéfices par action (cf. tableau n°18), qui justifie

¹¹ Cyril. POUVELLE, Mars 2006, Op.citée, p.12.

¹² COHEN, 2003 ; cité par : Cyril. POUVELLE, 2006, Op.citée, p.12.

l'écart entre les valorisations des marchés d'actions, comme l'illustre le graphique n° 28 introduit précédemment.

Tableau n° 17 Comparaison des spreads bid-ask sur les différentes paires de devises

(cours indicatifs du marché interbancaire pour des montants d'une valeur minimum de 7,7 millions de dollars ou équivalent)

	Cotation	Écarts en points	Écart en %
USD/JPY	115,99/6,04	5	0,043
EUR/JPY	139,11/16	5	0,036
GBP /USD	1,7607/11	4	0,035
EUR/GBP	0,6809/13	4	0,059
USD/CHF	1,2932/37	5	0,039
EUR/CHF	1,5510/15	5	0,032
USD/SEK	7,8541/91	50	0,064
EUR/SEK	9,4195/245	50	0,053
USD/THB	40,93/96	3	0,073
EUR/THB	Pas de cotation	3 + 4	0,106 (a)
USD/MXN	10,7266/386	120	0,112
EUR/MXN	Pas de cotation	120 + 4	0,145 (a)
Pour mémoire : EUR/USD	1,1991/95	4	0,033

NB : Livre sterling : GBP

Franc suisse : CHF

Couronne suédoise : SEK

Baht thaïlandais : THB

Peso mexicain : MXN

(a) Calculé par ajout des coûts de transaction

Source : UBS au 19/12/2005

En outre, depuis vingt ans, les revenus d'investissements dans la balance des paiements américaine sont constamment excédentaires, malgré le déséquilibre croissant de la position extérieure, ce qui indique que le rendement des actifs étrangers détenus par les résidents américains est supérieur, sur longue période, à celui des actifs américains détenus par les non-résidents. Certains analystes (notamment Poole, 2004 et Dooley, Folkerts-Landau et Garber, 2004)¹³ estiment que cet écart résulte, d'une part, du fait que les actifs américains sont considérés comme les plus sûrs et les plus liquides du monde dans chaque catégorie de titres (monnaie fiduciaire, obligations d'État, obligations et actions privées). D'autre part, les États-Unis joueraient en quelque sorte le rôle de banquier du monde, le taux de retour supposé plus élevé sur leurs avoirs étant la rémunération du risque et de leur savoir-faire en matière financière. Cependant, cette thèse apparaît peu convaincante au regard des taux de rendement apparents relatifs aux avoirs et aux engagements extérieurs des États-Unis, hors investissements directs étrangers (IDE), depuis vingt ans, pour lesquels on ne constate pas en effet d'écart significatif. En excluant toujours les IDE,

¹³ POOLE, 2004 ; DOOLEY, FOLKERTS-LANDAU et GARBER, 2004 ; cités par : Cyril. POUVELLE, Mars 2006, Op.citée, p.13.

l'écart est même de sens opposé au sens attendu, probablement en raison de la part élevée des actions (à rendement faible, mais offrant des gains en capital élevés) dans les avoirs extérieurs des États-Unis. La différence positive de rendement apparent entre les avoirs et les engagements extérieurs des États-Unis tient donc exclusivement aux IDE. Plusieurs facteurs peuvent être avancés pour expliquer cette différence, notamment le rôle « impérial » des États-Unis dans le monde ou leur avance technologique, qui incite les firmes multinationales à s'implanter sur le territoire américain, quelle que soit la rentabilité anticipée de l'opération, le coût élevé du capital aux États-Unis, les difficultés d'implantation sur un marché complexe, l'intensité de la concurrence, le caractère encore récent des grandes opérations de fusion-acquisition de sociétés américaines par des entreprises non résidentes ou, à l'inverse, l'ancienneté des IDE, les pays de localisation, les secteurs investis qui seraient à l'origine du rendement élevé des IDE américains.

S'agissant des opportunités de diversification offertes par l'euro, on met aussi en avant les insuffisances en matière de l'accès facile à des instruments financiers de plus en plus diversifiés. Ce critère encourage les agents économiques à continuer d'utiliser la monnaie dominante. Ainsi, le dollar a progressivement pris sa place, ne devenant la monnaie dominante qu'au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, après que la stabilité de la livre¹⁴ eut été gravement compromise et que les marchés financiers new-yorkais se furent suffisamment développés pour rivaliser avec Londres. De ce point de vu, il convient de noter que les opportunités de diversification offertes par l'euro, dépendent de la corrélation entre actifs transnationaux. L'introduction de l'euro a certes réduit mécaniquement les possibilités de diversification entre actifs européens, en particulier pour les titres de dette publique, en augmentant la corrélation de leurs rendements, du fait de la disparition du risque de change et de variation du taux d'intérêt (Kool, 2000).¹⁵ Cependant, elle a accru les possibilités de diversification sur le segment «entreprises». Par ailleurs, la diversification entre actifs européens et américains semble plus déterminante. Or, celle-ci implique que le rendement des actifs de la zone

¹⁴ La livre sterling est restée la principale monnaie internationale pendant la première moitié du XX^e siècle, bien après que le Royaume-Uni eut perdu le statut de puissance militaire et économique mondiale qu'il avait au XIX^e siècle.

¹⁵ KOOL, 2000 ; cité par : Cyril. POUVELLE, 2006, Op.citée, p.13.

euro ne soit pas trop corrélé à celui des actifs sur le marché américain. La primauté du dollar est à long terme fonction de l'attractivité des marchés financiers américains c'est-à-dire des perspectives de rendements des entreprises américaines (cf. tableau n°18)¹⁶. Comme nous l'avons signalé précédemment, de ce point de vue, les marchés financiers européens sont encore loin du jour où l'euro pourra se poser en rival véritablement viable du dollar¹⁷.

Tableau n°18

Croissance des BNA totaux et hors financières (moyens, en % par an)				
	Total		Hors financières	
	S&P	Eurostoxx	S&P	Eurostoxx
2006	27,90	14,13	10,64	0,91
2007	-2,45	8,95	10,42	12,20
2008	-66,33	-26,93	5,21	-4,41
2009	90,22	-20,92	-15,01	-4,37
2010	60,98	26,34	31,17	31,76
2011	16,37	0,70	16,35	2,22
2012	10,29	5,02	6,48	8,52

Sources: Patrick ARTUS, 06 Janvier 2012, Op.citée, p.9.

1.2 Faiblesse de la croissance de la Zone Euro

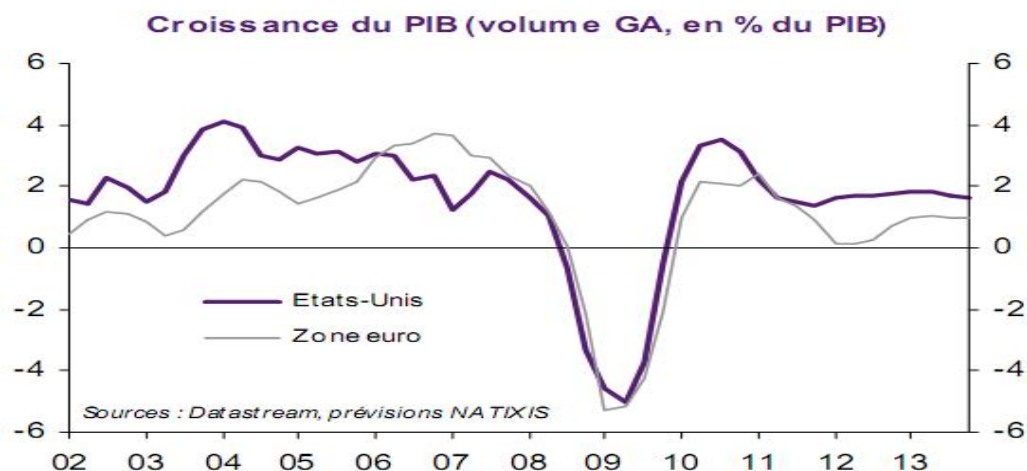
Pour renforcer la confiance dans les économies et dans leurs monnaies, il est important d'assurer une croissance dynamique, car celle-ci, permet de rendre une zone plus attrayante pour les investisseurs et y accroître les entrées de capitaux à plus long terme. A ce titre, la croissance américaine a aussi été très supérieure à la croissance européenne notamment entre 2003-2005 (cf. graphique n°30). Ceci est dû essentiellement au comportement de consommation des ménages (voir graphique n°3 en annexe n°2), malgré la similitude de l'évolution des revenus réels (cf. graphique n°4 en annexe n°2). L'abondance de liquidité aux États-Unis a probablement poussé les ménages à consommer une partie de leur épargne liquide, d'où la baisse du taux d'épargne des ménages américains (graphiques n° 5 en annexe n°2). Le soutien de la consommation aux États-Unis conduit à une amélioration du marché du travail, donc à une reprise qui semble s'auto-entretenir. On pourrait donc parvenir à un écart de croissance important entre les États-Unis et la zone euro, qui pousserait les

¹⁶ A. BÉNASSY-QUÉRÉ, « Fin de règne pour le dollar », Revue d'économie financière n°2987, 2010, p.1.

¹⁷ Axel BERTUCH-SAMUEL et Parmeshwar RAMLOGAN, Mars 2007, Op.citée, p.2.

investisseurs vers les actifs américains : actions, obligations des entreprises, immobilier commercial, rappelons que le marché des actions américaines surpasse déjà considérablement le marché des actions européennes, comme le démontre le graphique n°27 précédemment introduit. Ainsi de 2003 à 2009, le rythme plus faible de la croissance en zone euro est un frein important au développement de l'euro sur la scène internationale¹⁸. La croissance économique de la zone euro est restée en retrait, se chiffrant à 1,4 %, contre 5,7 % dans le reste du monde. Une croissance plus dynamique rendrait la zone euro plus attrayante pour les investisseurs et renforcerait la confiance dans les économies de la zone et dans l'euro lui même, ce qui engendrerait un accroissement des entrées de capitaux à plus long terme. Ainsi, il importera pour l'Europe de renforcer l'assise de la croissance économique, notamment par une amélioration qualitative durable des bilans du secteur public et par des réformes structurelles visant à accroître la productivité et l'utilisation de la main-d'œuvre¹⁹, ce qui accroîtra les rendements de ses actifs²⁰. Cette faiblesse de la croissance s'explique par une monnaie unique qui reste liée à la politique monétaire de la BCE, réputée pour sa lutte contre l'inflation efficace mais trop restrictive.

Graphique n° 30



¹⁸ A. BÉNASSY-QUÉRÉ et Benoit COEURÉ, 2010, Op.citée, p.366.

¹⁹ Patrick ARTUS, « Disparition à long terme de l'euro comme monnaie internationale? », Revue Recherche Economique, flash Natixis Bank, n° 172, 19Avril 2010, p.4.

²⁰ Voir perspectives de développement internationale de l'euro dans ce qui suit, p.255.

2. Impact des phénomènes d'inertie et d'hystérèse sur le développement international de l'euro face au dollar américains

Comme l'a souligné notamment Kenen (1993)²¹ et nous l'avons présenté dans la deuxième section du premier chapitre, les comportements monétaire, notamment l'utilisation d'une monnaie internationale, sont caractérisés par des phénomènes d'inertie et d'hystérèse²². La devise qui a déjà été utilisée au plan international bénéficie d'une forte préférence tenant à l'effet d'inertie. La stabilité macroéconomique du pays émetteur, sa capacité à maîtriser l'inflation et les déséquilibres courants ou budgétaires, les qualités intrinsèques du système financier domestique, sa liquidité, sa profondeur et son efficacité, enfin, la taille du pays émetteur et des échanges commerciaux et financiers qu'il réalise avec le reste du monde en sa propre monnaie, sont des éléments de nature à créer des externalités de réseaux et des économies d'échelle, et donc une baisse des coûts de transaction, dans l'usage international de cette devise, plutôt qu'une autre.

Ainsi, la livre sterling est restée la principale monnaie internationale pendant la première moitié du XX^e siècle, bien après que le Royaume-Uni eut perdu le statut de puissance militaire et économique mondiale qu'il avait au XIX^e siècle (Cohen, 1971)²³. Le dollar a progressivement pris sa place, ne devenant la monnaie dominante qu'au lendemain de la seconde guerre mondiale après que la stabilité de la livre eut été gravement compromise et que les marchés financiers new-yorkais se furent suffisamment développés pour rivaliser avec Londres. Du coup, en se référant à une telle analyse macroéconomique, le maintien du leadership de la monnaie américaine est imputé à la très forte inertie des comportements. L'inertie s'applique davantage pour les fonctions de moyen de paiement et d'unité de compte que pour la fonction de réserve de valeur. La part de l'euro dans les échanges internationaux observée à partir des monnaies échangées sur le marché des changes stagne, alors que le volume des échanges augmente énormément. Le dollar reste la monnaie la plus utilisée pour les échanges commerciaux internationaux, sa longue expérience

²¹ KENEN, 1993 ; cité par : Cyril. POUVELLE, Mars, 2006, Op.citée, p.13.

²² Annie CORBIN, 2000, Op.cité, p.13.

²³ COHEN, 1971 ; cité par : Annie CORBIN, 2000, Op.citée, p.13.

lui donnant un avantage important. *Pourquoi payer en euro quand on l'a toujours fait en dollar ?* L'euro n'apporte pas de réponse à cette question, ce qui explique en partie son faible positionnement dans les échanges internationaux, alors même que l'Union Européenne est le premier importateur mondial. Une autre raison qui renforce cette inertie est la limitation géographique de l'utilisation de l'euro aux pays proches de la zone euro comme l'Union européenne et les pays d'Afrique. Comme le révèle l'analyse précédente du troisième chapitre, sur la scène internationale, notamment en Asie, le dollar reste la monnaie d'échange principale. A titre d'exemple, on échange sept fois plus de yens contre des dollars que contre des euros. Il faudra de la patience et de la persuasion pour voir l'euro rattraper le dollar, ainsi qu'une accélération des échanges entre l'euro zone et les pays d'Asie et d'Amérique du Sud. Par ailleurs, il convient de garder à l'esprit qu'au regard de l'histoire monétaire, l'euro est une monnaie « jeune » (12 ans d'existence). Ce qui peut expliquer pourquoi le développement de l'usage international de l'euro apparaît si graduel comme monnaie véhiculaire sur les marchés des changes et comme monnaie de facturation, fonctions pour lesquelles les habitudes des opérateurs sont de plus en plus longues à se modifier²⁴.

En revanche, compte tenu de la taille de l'économie européenne, surtout si la zone euro s'élargit, et au vue des performances enregistrées sur le plan de la stabilité monétaire ou de la crédibilité désormais incontestée de la BCE, la montée en puissance de l'euro reste inéluctable²⁵. Ce ne serait là qu'une affaire de délais, d'hystérèse. D'ailleurs, en s'appuyant sur de tels critères et en se focalisant sur les fonctions officielles d'ancrage ou de réserve, M. Chinn et J. Frankel²⁶ ont proposé une modélisation économétrique leur permettant de prédire un dépassement du dollar par l'euro en 2015 ou en 2020, au gré des hypothèses retenues (2005;2008). Mais ils sont très isolés dans ce débat, et beaucoup jugent le statu quo bien plus probable (B. Cohen, 2008 ; A. Posen, 2008 ; E. Helleiner, 2008 ; J. Kirshner, 2008)²⁷, en considérant notamment que l'usage du dollar au titre de monnaie internationale

²⁴ POUVELLE, Mars, 2006, Op.citée, p.12.

²⁵ André CARTAPANIS, Mars, 2009, Op.citée, p.7.

²⁶ A. BÉNASSY-QUÉRÉ et Benoit COEURÉ, 2010, Op.citée, p.366.

²⁷ André CARTAPANIS, Mars 2009, Op.citée, p.8.

obéit à des facteurs différents de ceux pouvant induire à moyen terme une dépréciation significative de la monnaie américaine sur le marché des changes²⁸. Ce débat que nous avons précédemment développé²⁹, recouvre en partie la question de la soutenabilité de l'endettement extérieur des USA, ou de ce que certains ont dénommé le système de Bretton Woods II ou nouveau Bretton Woods (Dooley, Folkerts-Landau et Garber, 2004)³⁰ en s'interrogeant sur la pérennité des déséquilibres courants américains, exigeant la poursuite de l'accumulation d'actifs financiers libellés en dollars de la part des pays asiatiques (Chine, Japon, émergents...) ou des membres de l'OPEP³¹. L'analyse proposée initialement par M. Dooley, D. Folkerts-Landau et P. Garber (2003 ; 2004 ; 2006)³² reposait sur un parallèle avec les années 1950 et 1960. Le système monétaire international était alors composé d'un centre, en l'occurrence les Etats-Unis, émetteur de la seule monnaie internationale, et d'une périphérie, l'Europe et le Japon, ces deux zones bénéficiant de la sous-évaluation de leurs monnaies et accumulant des réserves en dollars. Aujourd'hui, cette asymétrie serait réapparue. Les pays asiatiques, la Chine principalement, tout en maintenant un contrôle sur les mouvements internationaux de capitaux, mèneraient une politique de sous-évaluation compétitive de leurs taux de change, dont témoigne l'ancrage souple du renminbi, afin de soutenir leur stratégie de croissance fondée principalement sur le développement des marchés à l'exportation. L'accumulation de réserves en dollars, malgré les risques de dépréciation tendancielle de la monnaie américaine, ne serait que la contrepartie obligée, pour la Chine, de cette stratégie, tout en assurant le financement des déséquilibres américains et donc, en évitant aux Etats-Unis de devoir procéder à un ajustement interne par une réduction drastique du déficit budgétaire notamment. Une telle situation, jugée satisfaisante à la fois pour l'Asie et l'Amérique, pourrait alors se pérenniser sans ajustement excessivement douloureux, ni des politiques macro-économiques, ni des rapports de change. Du côté chinois, cette accumulation de

²⁸ Voir relation taux de change euro dollar et rôle internationale euro dans la première section précédente, p.202.

²⁹ Voir première section précédente, p.203.

³⁰ M.DOOLEY, FOLKERTS-LANDAU et GARBER, 2004 ; cités par : BÉNASSY-QUÉRÉ et Benoit COEURÉ, 2010, Op.citée, p.366.

³¹ A. BÉNASSY-QUÉRÉ et Benoit COEURÉ, 2010, Op.citée, p.367.

³² M. DOOLEY ; D. FOLKERTS-LANDAU et P. GARBER (2003;2004;2006) ; cités par : André CARTAPANIS, Mars, 2009, Op.citée, p.12.

dollars n'est sans doute pas optimale, mais c'est la meilleure de toutes les solutions³³, car il ne s'agit pas de nier les inconvénients de ce transfert d'épargne massif vers les États-Unis sous la forme d'un accroissement démesuré des réserves en dollars, notamment à cause du risque de change encouru. Mais l'accumulation de réserves de change n'a pas à répondre à des critères de type rendement-risque et peut très bien satisfaire des objectifs macroéconomiques ou des préoccupations géopolitiques de sécurité ou d'influence internationale. Une réallocation massive des réserves de change détenues en dollars provoquerait, non pas une dépréciation du dollar, mais un effondrement de la monnaie américaine, renforçant aujourd'hui la dépression mondiale. Cette situation, qualifiée il y a quelques années par L. Summers³⁴ d'équilibre de la terreur financière [2004], pourrait donc très bien se maintenir, qu'intervienne ou non une dépréciation marquée du dollar.

Jusque là, nous avons présenté une illustration des limites d'internationalisation de l'euro, inhérentes à une analyse de la demande de monnaie internationale s'appuyant seulement sur ses attributs macroéconomiques intrinsèques, la stabilité monétaire, la taille des marchés financiers et les externalités de réseaux. Ce que beaucoup dénomment l'inertie des comportements en matière de détention de réserves de change ou d'ancrage, on le voit clairement avec l'attitude de la Chine, qui recouvre en réalité le risque de déstabilisation des rapports de change, plus encore depuis le déclenchement de la crise financière 2008 et son extension en Asie. Cette inertie rend également compte de la difficulté à changer de régime monétaire international, faute d'une offre concurrente de monnaie internationale, compte tenu des attributs politiques qu'impose une telle fonction. C'est dans cette optique, que nous analysons, dans ce qui suit, les insuffisances d'ordre politique qui justifient la seconde position de l'euro derrière le dollar. Une position qui demeure, malgré l'endettement extérieur important des USA et la dépréciation du dollar enregistrée depuis 2002.

³³ André CARTAPANIS, Mars, 2009, Op.citée, p.14.

³⁴ L. SUMMERS, 2004; cité par : Annie CORBIN, 2000, Op.citée, p.14.

3. Insuffisances relatives aux stratégies monétaires internationales et aux modes de gouvernance qui différencient très nettement les Etats-Unis et la Zone Euro

3.1 Divergence de la position officielle de la BCE de celle de la FED

Aujourd'hui, le gouvernement américain hérite, en quelque sorte, d'un statut spécifique du dollar qui résulte des accords de Bretton Woods³⁵, de l'histoire de l'après-guerre, de l'absence de substitut tout au long des années 1970-1990... Mais les États-Unis, en la matière, ne sont pas des observateurs. Ils tiennent beaucoup au statut international du dollar et aux avantages qu'il confère, en termes de seigneurage, de capacité à financer en monnaie nationale les déséquilibres courants ou les déficits budgétaires, d'indépendance de la politique monétaire, et compte tenu de l'influence stratégique que ce statut induit. Lorsque le gouvernement japonais, en 1997, au moment de la crise asiatique, s'est efforcé d'étendre l'influence du yen en Asie, en proposant la création d'un Asian Monetary Fund, en plaidant en faveur d'un renforcement des relations intra-asiatiques (Chiang Mai Initiative) et en favorisant l'usage du yen par les non-résidents, les responsables américains ont très clairement exprimé leur désapprobation devant une telle initiative, qui a été rapidement abandonnée. Car il y a une véritable diplomatie monétaire aux États-Unis. Le rôle du dollar est très clairement perçu comme un élément important du pouvoir géopolitique et de l'influence stratégique de Washington, surtout quand les intérêts économiques et politiques se rejoignent.

Le célèbre politologue américain, J. Kirshner,³⁶ notait récemment (2008) que la seconde guerre d'Irak est la seule guerre de toute l'histoire des États-Unis qui a été menée alors même que le gouvernement américain pratiquait, dans le même temps, une politique de baisse significative des impôts pesant sur le contribuable américain. Il est vrai que le déficit budgétaire américain était facilement financé pour une large part, grâce à l'accumulation de réserves en dollar

³⁵ Voir la deuxième section du deuxième chapitre 1, p.54.

³⁶ J. KIRSHNER, 2008 ; cité par : André CARTAPANIS, Mars 2009, Op.citée, p.15.

par les économies asiatiques.

A l'inverse, du côté européen, on est en présence d'une position officielle beaucoup plus vague et même ambiguë, s'agissant de l'éventuelle internationalisation de l'euro. Comme nous l'avons précisé précédemment, la BCE³⁷ a très clairement signifié en 2006 que sa position officielle, s'agissant de l'usage international de l'euro, était celle de la neutralité absolue³⁸, la demande de monnaie internationale ne relevant pas, selon elle, des actions politiques des États, mais devant être considérée comme un processus tiré par la demande. La BCE mènerait donc une politique tendant, ni à encourager, ni à décourager, la diffusion internationale de l'euro (L. Smaghi, 2008).³⁹ Car, la BCE se méfie de l'internationalisation de l'euro. Elle est consciente des avantages qui pourraient en être retirés⁴⁰ : gains microéconomiques par la baisse de certains coûts de transaction pour les résidents européens, revenus de seigneurage si la détention d'espèces en euro se développait parmi les non-résidents, plus grande facilité à financer en monnaie européenne d'éventuels déséquilibres courants, facilité accrue à émettre des titres en euro, corporate ou publics, sans prime de change... Mais la BCE est surtout sensible au risque de distorsions accrues des taux de change, et elle redoute, plus que tout, la perte de contrôle de la liquidité monétaire au sein de la zone euro qui pourrait résulter d'un usage international massif de la monnaie européenne. De son côté, la Commission, dans son rapport célébrant le dixième anniversaire de l'euro (2008), semble plus favorable à une consolidation du rôle international de l'euro mais elle l'exprime encore avec beaucoup de prudence. Quant aux gouvernements des pays-membres de la zone euro, leurs positions sont loin d'être unanimes et se reflètent dans les appréciations discordantes de l'Allemagne et de la France à propos des risques de l'euro fort.

³⁷ Par la voix de son vice-président, L. PAPADEMOS en 2006.

³⁸ Voir première section de ce chapitre, p.186.

³⁹ L. SMAGHI, 2008 ; cité par : André CARTAPANIS, Mars 2009, Op.citée, p.16.

⁴⁰ Voir les avantages et inconvénients de l'internationalisation de monnaie, p.65.

3.2 Gouvernance monétaire et financière de l'euro sur le plan interne et externe

Un autre type de différenciation entre les États-Unis et l'Europe apparaît au niveau de l'organisation de la gouvernance monétaire et financière du dollar et de l'euro, et donc du point de vue des conditions politiques qui sous-tendent, aux yeux des non-résidents, le rôle international de ces deux monnaies. La gouvernance monétaire du dollar est très clairement assumée, tout particulièrement en temps de crise. Les actions coordonnées de la Fed, du Trésor américain et des différents régulateurs conduisent à un pilotage homogène, particulièrement réactif, sous l'impulsion indiscutée du Trésor dont la responsabilité en matière de politique de change est entière. Il n'en est pas de même dans le cas européen. Plusieurs problèmes se posent pour la gouvernance monétaire et financière de l'euro.

3.2.1 L'euro une monnaie relevant d'une construction européenne inachevée

Comme nous l'avons constaté dans le deuxième chapitre⁴¹ de ce travail, depuis sa création l'euro pâtit d'une unification inaboutie de l'UEM qu'il importe de parachever " L'Union européenne n'est pas souveraine sur le plan politique, elle reste une entité inachevée et aux contours incertains" ⁴². Ainsi, l'euro ne relève pas d'un Etat mais d'une construction fédérale inachevée. Sa légitimité politique résulte d'un Traité et non pas de l'exercice d'une souveraineté nationale. En effet, l'architecture institutionnelle européenne a été mise en place par des traités successifs : il n'existe donc pas de texte unique, de Constitution de l'Union européenne. L'Europe s'est construite par étapes ; ses institutions sont nées des délégations. Pour Michel Aglietta⁴³ l'euro a été un bouclier bien plus efficace que ne l'était le système monétaire européen (SME) pour absorber les chocs financiers extérieurs à l'Europe, en préservant les pays de hausses ruineuses de taux d'intérêt. Mais l'ambition était beaucoup plus grande. On pouvait espérer que la monnaie unique serait une étape décisive vers l'unité politique de l'Europe. C'était un pari sur la capacité des

⁴¹ Voir première section du deuxième chapitre, p.p. 97-10.

⁴² Arcangelo FIGLIUZZI, « L'économie européenne », Bréal, 2008, pp.16-18.

⁴³ Michel AGLIETTA, « Pourquoi l'euro ne tient pas ses promesses ? », Revue Alternatives Economiques n° 239, septembre 2005, p.10.

gouvernements à construire de nouveaux partages de souveraineté, nécessaires pour tirer tout le parti de la constitution d'une zone monétaire. Or, cette modification qualitative de la construction européenne ne s'est pas produite. Avec les conséquences défavorables que l'on observe aujourd'hui. En effet, la période de turbulences que traverse la zone euro depuis le printemps 2010 traduit avant tout une crise de nature politique profonde sur le devenir de l'Union économique et monétaire. Le grand défi posé par l'euro était de faire naître la seule monnaie au monde dépourvue d'Etat. Le projet était ambitieux: la construction d'un système économique et monétaire d'abord, la construction politique ensuite. Il n'en a rien été car le projet politique européen n'a pas pris corps contrairement aux espoirs implicites.

3.2.2 La responsabilité de la politique de change dans l'Union Monétaire

La répartition des responsabilités dans la politique de change à l'intérieur de la zone € reste floue. Comme nous l'avons constaté dans la deuxième section du deuxième chapitre, le Traité de Maastricht, à ce sujet est très ambigu et les conditions de son application augmentent cette incertitude. Son orientation relève indiscutablement des Ministres de l'économie et des finances, voire du Conseil des chefs d'États ou de gouvernements⁴⁴. Au-delà de l'objectif de stabilité des prix, la BCE, quant à elle, est chargée de la gestion des réserves et de la conduite des opérations de marché. Mais elle ne s'y prête qu'à condition de ne pas mettre en danger la stabilité monétaire. La BCE n'accepte donc aucune injonction venant des gouvernements et cela conduit, in fine, à une sorte de confiscation de la politique de change européenne par la BCE qui s'accompagne d'ailleurs, d'un biais procyclique (A. Cartapanis, 2006 ; J. Creel, J.-P. Fitoussi, E. Laurent, J. Le Cacheux, 2008)⁴⁵. La BCE surveille sans doute davantage le niveau du change que son homologue américaine. Toutefois, le manque de coordination entre les États européens empêche l'existence d'une véritable politique active de change en Europe. Ainsi, la politique de change de l'euro est un échec cinglant, les premiers conflits sur ce point ont eu lieu quand il fallait définir des interventions sur le marché des

⁴⁴ Voir la deuxième section du deuxième chapitre, pp 12-15.

⁴⁵ A. CARTAPANIS, 2006 ; J. CREEL, J.-P. FITOUSSI, E. LAURENT, J. Le CACHEUX, 2008 ; cité par : Annie CORBIN, 2000, Op.citée, p.15.

changes quand l'euro à ses débuts se dépréciait vis-à-vis du dollar en 1999 et 2000. Depuis, cette question n'est pas réapparue de manière concrète, même lors des périodes de très forte appréciation de l'euro⁴⁶. Cependant, à partir de l'été 2007, lorsque l'euro s'est apprécié vigoureusement pour atteindre 1,60 dollar en juillet 2008, les ministres de l'Économie et des Finances de la zone euro désirent suivre les variations de l'euro pour éventuellement les influencer, la conjonction de la volonté allemande de ne pas intervenir sur les questions de change (dans la mesure où les gains de parts de marché de l'Allemagne vis-à-vis des autres pays membres de la zone euro compensent les inconvénients d'un euro fort) et de la volonté de la BCE de contrôler seule la politique de change (en contradiction avec le traité de Maastricht) va rendre le Conseil Ecofin des ministres de l'Économie impuissant face à la forte appréciation de la monnaie unique⁴⁷.

De plus, dans le cadre de la gestion du taux de change par l'action sur les taux d'intérêt on reproche à la Banque centrale européenne la fâcheuse habitude de conduire sa politique de taux d'intérêt avec un retard systématique par rapport à l'évolution du cycle de l'activité réelle. La politique monétaire de la BCE est contestée, on lui reproche de ne pas avoir été stabilisante durant la période 1992-2008, et donc faiblement porteuse de croissance. Elle augmente fortement ses taux d'intervention au début des années 2000, alors que la bulle Internet a déjà explosé, et ne les réduit qu'avec un an de retard lorsque le ralentissement s'accroît après le 11 septembre 2001. Elle les remonte avec un an de retard sur l'accélération de la conjoncture à partir du début de 2006, mais ne perçoit pas le ralentissement mondial au printemps 2008. De plus, elle commet une erreur magistrale en remontant le taux de refinancement (le « refi ») à 4,25% le 9 juillet 2008, avant de devoir le ramener de toute urgence à 3,75% le 15 octobre 2008, puis progressivement à 1% le 13 mai 2009, niveau conservé jusqu'à la fin 2010. Surtout, le point inquiétant pour l'avenir, alors que le dollar pourrait fortement chuter à la suite de la considérable augmentation de la dette publique américaine à partir de l'automne 2008 – avec une forte accélération des dérapages en 2009 –, et l'absence de réaction de la BCE à la forte

⁴⁶ Fabien LABONDANCE, 2010, p.49.

⁴⁷ Christian SAINT-ETIENNE, « La fin de l'euro », François Bourin, 2010, p.36.

appréciation de l'euro, notamment de 2005 au printemps 2008. Sous l'effet de la forte hausse du taux de change effectif réel, la croissance se casse dans la zone euro à partir du printemps 2007 et plonge au début de 2008 sans que cela ne préoccupe en rien les autorités monétaires européennes. La politique monétaire de la zone euro a été plutôt déstabilisante du point de vue des intérêts de l'ensemble de la zone; elle a surtout servi les intérêts de l'Allemagne qui mène, par ailleurs, une politique économique non coopérative de gains de parts de marché à l'encontre des autres pays membres de la zone. L'Allemagne n'est d'ailleurs pas seule à conduire une politique non coopérative. L'Irlande a été un des principaux acteurs de la concurrence fiscale au sein de l'Union, depuis une quinzaine d'années, en instaurant un taux d'impôt sur les sociétés de 12,5%. En outre, le gouvernement irlandais déclarait, au début 2009, que le « meilleur plan de relance est celui qui est fait par les autres » ! Ce pays défendra bec et ongles ce taux d'imposition du bénéfice des sociétés lors du plan d'aide dont il bénéficiera en novembre 2010.⁴⁸

3.2.3 La responsabilité du cadre prudentiel dans l'Union Monétaire

En matière prudentielle, malgré les standards définis par la Commission Européenne, ce sont les autorités nationales qui restent les seules à apprécier la situation des intermédiaires financiers ou à mener des interventions en dernier ressort, on l'a vu pendant le déroulement de la crise financière, tout au long de l'automne 2008, même si cela ne s'est pas opposé au sauvetage coordonné de certaines entités financières transfrontières, comme Fortis ou Dexia, sur la base d'une coopération très efficace entre la France et la Belgique.

3.2.4 Incapacité pour la zone euro de parler d'une seule voix au sein des organismes internationaux.

Émettant la deuxième monnaie mondiale, la zone € est bien aujourd'hui un ensemble géostratégique majeur. Elle a certes un visage : celui du président de la BCE, principal artisan de la crédibilité de la monnaie européenne et le premier destinataire des critiques adressées à elle. *Mais quelle est sa voix dans les organismes*

⁴⁸ Christian SAINT-ETIENNE, 2010, Op.citée, pp.36- 37

internationaux ? Celle du président de la BCE ou celle du président de l'Eurogroupe ? La zone € est, comme l'espace de Schengen, l'un des approfondissements de l'Union européenne. Postérieure aux arrangements des organismes internationaux, elle n'existe pas en tant que telle. Certes le président de la BCE participe de plus en plus aux conférences internationales et aux réunions des organismes internationaux. Mais, par exemple, les pays membres de la zone € restent représentés en tant qu'États indépendants au FMI où se traitent les *questions monétaires internationales et se gèrent les crises*⁴⁹. De ce point de vue, alors que la crise économique 2008 pointait du doigt les criants aux besoins de réforme des systèmes bancaires et prudentiels, ces questions ne trouvaient pas de réponses au sein de la zone euro. Ceci est dû en partie à l'incapacité pour la zone euro de parler d'une seule voix au sein des organismes internationaux. L'exemple de la réforme du FMI est ici flagrant. Mais de telles aberrations sont aussi visibles au sein des grands rassemblements internationaux type G7 et G20 chargés de réformer le SMI).⁵⁰ Le Fonds Monétaire International a été créé en 1944 comme instance de coopération monétaire et financière dans le but d'éviter la répétition des politiques économiques désastreuses, dévaluations compétitives, surévaluation des monnaies, ayant contribué à prolonger la grande dépression des années 1930. Il compte 185 pays membres. Chaque pays y vote en fonction de son apport (quota). La sous évaluation des monnaies asiatiques engendrée par les politiques de la zone Asie, de la Chine en particulier, la surévaluation de l'€ devenu l'étalon du \$, pourraient trouver des solutions au sein du FMI. Malheureusement, la zone euro n'y a ni quotas propres ni droit de vote en tant que telle. Ses membres les plus influents sont l'Allemagne et la France, totalisant à elles seules 11 % des quotas et des droits de vote. C'est pour le moins paradoxal pour une organisation qui gère la seconde monnaie mondiale. Ses pays membres représentent pourtant 23 % des quotas et détiennent 22,6 % des droits de vote. Soit plus que les États-Unis (17 %). Mais ses votes s'expriment en ordre dispersé. Le Japon y semble

⁴⁹ Fabien LABONDANCE, 2010, Op.citée, p.10.

⁵⁰ CREEL, LAURENT et Le CACHEUX, 2007 ; cités par : Fabien LABONDANCE, 2010, Op.citée, p.11.

aujourd'hui sur représenté (6 %) par rapport à la Chine (3,7 %) compte tenu de l'importance respective du yen et du yuan⁵¹.

Dans le monde institutionnel et médiatique une zone géostratégique doit avoir un visage et une voix. La zone-euro, en tant que telle, n'a pas de représentation internationale au sein du FMI, du G7 ou du G20, et elle ne siège évidemment pas au Conseil de sécurité de l'ONU ou au Conseil d'administration du FMI. Dans aucun de ces rassemblements il n'existe une position commune de la zone euro. Les États, plutôt que de se rassembler sous la bannière de leur monnaie internationale, partent en ordre dispersé. Ceci aboutit à donner un rôle prépondérant à la BCE qui ne semble en aucun cas vouloir promouvoir la composante externe de sa monnaie : « The Eurosystem neither promotes nor hinders the development of the euro as an international currency » (Noyer, 1999)⁵². Il est dès lors tout à fait possible de parler d'un « hold-up tranquille » de la politique de change de la zone euro par la BCE (Creel, Laurent & Le Cacheux, 2007). Si l'Europe s'exprimait d'une seule voix elle aurait le poids que mérite sa monnaie. Elle aurait surtout, avec un visage, enfin une voix. *Qui doit représenter la zone € pour débattre du taux de change le président de la BCE ou le président de l'Eurogroupe ?* La question attendra pour être tranchée que les Européens soient en mesure de décider. L'absence claire de réponse à cette question affaiblit la zone euro⁵³. La situation est bien différente aux États-Unis où la diplomatie du dollar n'est pas un vain mot. A l'exception notable de la Chine et de la Russie, les plus gros détenteurs de réserves en dollars sont des alliés des États-Unis ou des pays fortement dépendants de l'Amérique en matière de sécurité (Japon, Corée, Singapour, Arabie Saoudite, Koweït, Qatar, Émirats Arabes Unis...). Il est donc très improbable qu'ils s'engagent dans une politique de diversification de leurs réserves qui pourrait apparaître comme une marque de défiance, voire d'hostilité, vis-à-vis des États-Unis et de son bouclier militaire (A. Posen, 2008)⁵⁴. La situation est de même nature du côté de l'OPEP et explique le

⁵¹ Béatrice MAJNONI D'INTIGNANO, « L'euro notre monnaie notre problème », Ebook, 2008, Paris, 2008, p.63.

⁵² NOYER, 1999 ; cité par : Fabien LABONDANCE, 2010, Op.citée, p11.

⁵³ Axel BERTUCH-SAMUELS et Parmeshwar RAMLOGAN, Op.citée, Mars 2007, p.10.

⁵⁴ A. POSEN, 2008 ; cité par : André CARTAPANIS, mars, 2009, Op.citée, p.16.

maintien du dollar comme unique monnaie de facturation sur le marché du pétrole, malgré les propositions de diversification de la Russie ou du Venezuela.

3.3 Insuffisances liées aux politiques budgétaires et à la difficulté d'élaborer un policy-mix cohérent et efficace dans une zone monétaire qui n'est pas optimale

Dans le domaine des politiques budgétaires l'accent est souvent mis sur les faiblesses de l'euro résultant du manque de coordination des politiques budgétaires et du caractère inachevé de l'intégration économique européenne⁵⁵. Depuis la création de l'euro, les dirigeants européens connaissaient les difficultés à élaborer à plusieurs (11 initialement, 17 aujourd'hui) un policy mix cohérent et efficace dans une zone monétaire qui n'est pas optimale. Aujourd'hui, l'incapacité des autorités publiques européennes à coordonner efficacement leur action s'est en effet révélée fatale dans une situation où la réactivité et la détermination collective auraient dû prévaloir. La crise bancaire, puis la profonde récession dans laquelle l'économie européenne a plongé depuis l'automne 2008 s'accroissant avec la crise des dettes souveraines à la fin du premier trimestre 2010 sont, en effet, des chocs communs dont les conséquences néfastes auraient dû être combattues au moyen d'une coordination de l'orientation des instruments entre les mains des autorités publiques. C'est particulièrement vrai dans la zone euro, au sein de laquelle les interdépendances de toute sorte sont fortes et la solidarité de destin par conséquent inéluctable. Partant, faute d'une vision commune claire de cette nécessité, les gouvernements et les responsables monétaires européens n'ont, jusqu'à ce jour, recouru qu'à une concertation minimale et les mesures qu'ils ont mises en œuvre se révèlent très hétérogènes et sans doute bien insuffisantes au regard de la sévérité de la crise⁵⁶.

Comme nous l'avons abordé précédemment, la responsabilité de la politique monétaire de la zone euro revient à la Banque Centrale Européenne (BCE).

⁵⁵ Mathilde LEMOINE, « L'euro a un avenir », Question d'Europe n°201, Fondation Robert Schuman, 11 Avril 2011, p.1, in, <http://www.robert-schuman.eu/tout-comprendre-sur-la-crise-financiere.php>

⁵⁶ Jérôme CREEL et al, « L'Europe en crise », Revue de l'OFCE, Presses de Sciences Politiques, n° 110, 2009/3, p. 5.

Conformément à son statut défini par les traités⁵⁷ l'objectif principal de la BCE est « de maintenir la stabilité des prix ». « Sans préjudice à l'objectif de stabilité des prix », elle « apporte son soutien aux politiques économiques générales dans l'Union », en vue de contribuer à la réalisation des objectifs de l'Union : « le développement durable de l'Europe fondé sur une croissance économique équilibrée et sur la stabilité des prix, une économie sociale de marché hautement compétitive, qui tend au plein emploi et au progrès social, et un niveau élevé de protection et d'amélioration de la qualité de l'environnement »⁵⁸. Mais, la conduite des politiques économiques n'est pas une tâche facile dans la zone euro. La diversité des pays européens était depuis longtemps reconnue comme un obstacle important à la construction de l'UEM. Les spécificités institutionnelles et culturelles nationales de ces pays ainsi que l'asymétrie de leurs systèmes financiers et productifs, induisent des besoins nationaux différents et rendent difficile la conduite d'une politique commune. Pour répondre à cette diversité, fortement influencées dans leur conception par la théorie des zones monétaires optimales ZMO⁵⁹, les institutions de la zone euro ont été conçues pour limiter les conséquences négatives des chocs asymétriques. C'est notamment le cas des règles du PSC qui encadrent l'usage des politiques budgétaires nationales. Ainsi, une stratégie macroéconomique particulière a été choisie pour la zone euro, en l'absence d'un véritable budget fédéral, l'Europe monétaire se construit sur un modèle original, à savoir le mélange de 17 politiques budgétaires autonomes et d'une politique monétaire unique ; ce qu'on appelle le Policy mix. Si les décisions de politiques monétaires sont centralisées dans la zone, les Etats membres disposent d'autonomie dans la gestion des politiques nationales, qui doivent être conformes aux axes généraux définis par l'Union : « Le renforcement du potentiel de croissance et la garantie de situations budgétaires

⁵⁷ Voir le Traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne, Art. 127, soit l'Article 105 du Traité instituant la Communauté Européenne.

⁵⁸ L'Art. 3 du Traité sur l'Union Européenne fait référence à ces objectifs.

⁵⁹ Source d'inspiration essentielle de l'union monétaire européenne, la théorie des zones monétaires optimales (ZMO), initialement énoncée par Robert Mundell, Prix Nobel d'économie en 1999, met l'accent sur les différentes sources d'interdépendances entre économies nationales et sur les canaux d'ajustement possibles face à des chocs macroéconomiques. L'un de ses apports majeurs a consisté à distinguer deux grandes catégories de chocs : les uns, appelés chocs communs, ou symétriques, les autres, asymétriques. Alors que l'ajustement aux premiers nécessite une action commune, les seconds ont été, jusqu'ici, considérés comme plus problématiques dans une union monétaire, puisque, par nature, les pays qui forment une telle union renoncent définitivement à toute modification de leur taux de change : il faut donc que l'ajustement à des chocs asymétriques passe par d'autres canaux, comme la politique budgétaire.

saines forment les deux piliers sur lesquels repose la politique économique et budgétaire de l'Union et des États membres »⁶⁰. Les gouvernements nationaux sont responsables de la politique budgétaire. Ils doivent assurer la bonne allocation des dépenses publiques dans l'économie pour renforcer la croissance, tout en respectant les règles de discipline imposées par l'Union. Le Pacte de Stabilité et de Croissance (PSC)⁶¹ définit ces règles, c'est le cadre de référence dans lequel doit s'effectuer la coordination des politiques budgétaires des États membres. Il a été jusqu'à présent considéré l'élément fondateur de base de la mise en cohérence des politiques budgétaires et du Policy mix communautaire de l'UEM. L'objectif ultime du PSC paraît bien être d'éviter qu'un État membre, confronté à un choc macro-économique asymétrique, n'adopte une politique budgétaire « excessivement » expansionniste risquant de le propulser sur un sentier d'endettement public insoutenable, qui aurait des effets « de débordement » négatifs pour les économies et les finances des autres États membres⁶². Dans un tel contexte, nul besoin de coordination : l'important est que chacun remet son pays en ordre, et que les moyens employés n'engendrent pas de conséquences négatives chez les voisins⁶³. S'inspirant de la théorie de la ZMO, le rôle de cette configuration de politiques économiques était de réduire progressivement les asymétries dans l'Union (afin d'accroître les bénéfices de la politique commune), d'assurer une croissance économique soutenable et un faible taux de chômage, dans un environnement non-inflationniste. Or, les évolutions en termes de croissance ont été plutôt décevantes⁶⁴.

⁶⁰ Voir l'Art. 126 du Traité sur le fonctionnement de l'Union Européenne.

⁶¹ Voir la première section du deuxième chapitre, p.120.

⁶² Recourir à des règles présuppose que l'on n'a guère confiance dans la capacité des marchés financiers à imposer une discipline suffisante sur les gouvernements des pays dont les économies ne s'ajustent pas suffisamment aux chocs asymétriques ou dont les finances publiques sont jugées insoutenables. Défiance certes fondée (Bayoumi, Golstein et Woglom, 1995 ; Flandreau, Le Cacheux et Zumer, 1998), mais bien surprenante de la part des promoteurs du Pacte de stabilité, par ailleurs zélotes des marchés libres et récemment prompts à accorder crédit aux jugements de ces mêmes marchés sur l'insoutenable de certaines dettes publiques de pays membres de la zone euro.

⁶³ Pour une analyse plus détaillée du PSC dans cette optique, qui montre que certaines stratégies opportunistes ont été considérées comme plus probables et plus dangereuses que d'autres, voir Le Cacheux, 2008. Sur les dangers et la réalité des stratégies nationales opportunistes dans l'UE, et en particulier au sein de la zone euro, voir Le Cacheux, 2005 ; Creel et Le Cacheux, 2006 ; Fitoussi et Le Cacheux (eds) 2007 et 2009.

⁶⁴ Jérôme CREEL et al, 2009, Op.citée, p.4

En outre, comme nous l'avons constaté précédemment, dans le deuxième chapitre, l'avènement de la monnaie unique européenne a conduit les Etats membres de l'Eurosystème à être tributaires de la politique monétaire menée indépendamment par la BCE, tandis que, de manière concomitante, ils se sont trouvés pieds liés sur le plan budgétaire avec l'entérinement du pacte de stabilité et de croissance. Par ailleurs, étant donné que l'objectif de la politique monétaire est d'assurer la stabilité des prix au niveau global de l'Union sans toucher aux variables nationales et en l'absence d'un fédéralisme budgétaire européen, c'est l'ensemble du policy mix européen qui se voit pénalisé. Dès lors, se pose la question cruciale de la nature de la policy-mix européen, qui constitue aujourd'hui un débat tout à fait central : comment combiner une politique monétaire unique, appliquée par la BCE, avec des politiques budgétaires restées, malgré les contraintes imposées par le pacte de stabilité, assez largement aux mains des gouvernements? Des problèmes sérieux liés aux politiques macroéconomiques dans la zone euro restent à résoudre. Il s'agit tout d'abord du rôle potentiel des politiques budgétaires nationales à stabiliser les effets des asymétries structurelles dans l'Union dans le cadre du respect du PSC. Il est ensuite question de la difficulté d'articulation entre la politique monétaire et les politiques budgétaires fragilisant la monnaie européenne, c'est-à-dire de la définition d'un policy-mix pour la zone, capable de créer un environnement stable, stimulateur pour l'activité économique⁶⁵.

3.3.1 Difficulté de la zone euro à être une zone monétaire optimale

Depuis quelques décennies, l'Europe semble avoir progressivement perdu sa capacité à soutenir l'activité de manière stable. La situation n'a pas changé après le passage à l'Union monétaire. A titre d'exemple, comme nous l'avons vu précédemment, le taux de croissance de la zone euro est resté relativement faible et systématiquement inférieur à celui des Etats-Unis. La Figure n°1 en annexe n°3, illustre ces faits. Elle compare le taux de croissance annuel aux Etats-Unis et dans la zone euro et met en évidence une particularité européenne inquiétante : la dégradation tendancielle de la croissance dans le temps. Si les Etats-Unis se caractérisent par

⁶⁵Mathilde LEMOINE, 2011, Op.citée, p.1.

une forte stabilité de leur taux de croissance tendanciel, chaque accident conjoncturel semble déprimer durablement l'activité économique européenne⁶⁶.

Quant aux divergences nationales dans zone euro, les résultats ne sont pas aussi favorables. L'hétérogénéité des performances économiques nationales (inflation et taux de croissance) n'a pas diminué depuis le passage à la politique monétaire commune. Elle présente, en outre, un fort degré de persistance dans le temps. Cela implique une dynamique divergente des revenus et des prix dans l'Union et traduit le caractère fondamentalement structurel des asymétries dans cette région. Les graphiques de la Figure n°2 en annexe n°3 mettent en évidence ces particularités. Ils tracent l'évolution dans le temps de l'écart-type simple d'inflation et de taux de croissance dans la zone euro, ainsi que la dynamique cumulée des revenus nationaux et des prix pour les 12 premiers pays membres de l'Union (en déviation par rapport à l'évolution des variables moyennes de la zone). Les pays où les variables nationales s'écartent de la moyenne de l'Union par des valeurs positives sont des pays qui connaissent des taux d'inflation et/ou des taux de croissance, systématiquement plus élevés que ceux de la zone⁶⁷. De manière symétrique, les agrégats nationaux s'écartent de la moyenne par des valeurs négatives, pour les pays où leurs taux de croissance sont systématiquement inférieurs à ceux de la zone. Des divergences existent dans l'UEM aussi bien en ce qui concerne les variables réelles et nominales et elles ne sont pas de nature à disparaître prochainement⁶⁸.

Certes, l'euro a incontestablement contribué à diminuer les risques de dévaluation intra-européenne, au cours des crises financières de 2001-2003 et 2008-2010, contrairement à ce qui avait été observé en 1992 avec la sortie de la livre et de la lire du Système monétaire européen, mais, l'euro semble être un piège pour les pays qui ne parviennent pas à contrôler la progression de leurs coûts unitaires de main-

⁶⁶ Cristina SEMENESCU-BADARAU, « Politiques macroéconomiques et disparités régionales dans la zone euro », Thèse pour obtenir le grade de : Docteur de l'Université d'Orléans : Discipline : Sciences Economiques, 02 Décembre 2009, p.2.

⁶⁷ Cristina SEMENESCU-BADARAU, Décembre 2009, Op.citée, p. 8-9.

⁶⁸ Pour plus de détail sur les divergences nationales dans zone euro, et la difficulté de tendre vers une zone monétaire optimale voir Cristina SEMENESCU-BADARAU, 2009. pp.2-13.

d'œuvre⁶⁹. Ces derniers ont augmenté de 14% de 1999 à 2007 dans l'ensemble de la zone euro. Mais, au cours de la même période, ceux de l'Allemagne ont augmenté de 2%, ceux de la France de 17%, ceux de l'Italie de 23% et ceux de l'Espagne de 26%. Cette divergence d'évolution des coûts de production a massivement contribué à ce que l'Allemagne gagne des parts de marché dans les autres pays de la zone euro: plus de la moitié de la progression des excédents industriels allemands à l'exportation ont été acquis sur ces marchés. Derrière l'apparence d'un «euro bouclier » contre les crises financières, l'industrie allemande dévore des pans entiers de l'économie des pays membres de la zone qui n'ont pas mis en place le même mécanisme de baisse relative de leurs coûts de production. Un mécanisme intrinsèquement non coopératif qui ne pourrait pas exister dans une union fédérale. Si l'on prend ensemble les performances réelles (cf. tableau n°11 en annexe n°13), en plus de la réalité des parts de marché intra-européennes, la zone euro souffre de défauts structurels, la zone euro est loin d'être une zone monétaire optimale et les mécanismes nécessaires à pallier ce problème n'ont pas été créés⁷⁰. L'euro semble protéger des crises financières et de change mais n'empêche pas un manque à gagner en termes de croissance, un recul des parts de marché et la multiplication du nombre de travailleurs pauvres. De plus, les comportements non coopératifs de certains membres de la zone contredisent les objectifs affichés de solidarité entre ces mêmes membres⁷¹. Selon le Rapport du Conseil d'Analyse Economique (Aghion et al., 2006)⁷², ces évolutions seraient attribuables, au moins en partie, au « dysfonctionnement du système de politique économique européenne, qui tient aux principes qui le sous-tendent et aux incitations qu'il met en place ». La question de la conduite des politiques macroéconomiques dans l'union monétaire européenne asymétrique reste alors ouverte. Il ne s'agit pas ici d'aborder les outils théoriques divers d'analyse et de définir le rôle des différentes autorités (monétaires et budgétaires) dans la gestion des disparités nationales dans une Union hétérogène, mais de soulever les failles de la gestion des politiques économiques de la zone euro dans le cadre d'un «policy-mix» inapproprié.

⁶⁹ Christian SAINT-ÉTIENNE, « La fin de l'euro », François Bourin, 2010, Op.citée, p.32.

⁷⁰ Christian SAINT-ÉTIENNE, 2010, Op.citée, p.32.

⁷¹ Pour plus de détail sur ce point voir Christian Saint-Étienne, 2010, pp.17-40.

⁷² AGHIONE et al. , 2006, cité par : Cristina SEMENESCU-BADARAU, 02 Décembre 2009, Op.citée, p.9.

3.2.2 Du non respect du PSC à la crise de dette souveraine 2010

Le PSC, reposait sur des fondements économiques solides pour empêcher la mise en œuvre d'une politique budgétaire laxiste dans un pays ne pénalise tous les autres par son impact sur les taux d'intérêt de l'ensemble de la zone euro. Mais cette procédure n'a pas été appliquée lorsqu'elle aurait dû l'être, en particulier en 2003, à l'encontre de la France et de l'Allemagne. Après cet épisode malheureux, le Pacte de stabilité sera réformé en 2005 : tout en conservant les règles et les principes fondamentaux, le nouveau Pacte visait à mieux prendre en compte des situations propres à chaque État, de façon à épouser la logique du cycle économique. La zone euro a donc fait preuve de laxisme dans l'application des règles dont elle s'était dotée. Les États membres n'ont pas été incités à conduire une politique budgétaire vertueuse en haut de cycle, lorsque la croissance économique était forte. Après un bon départ, un mouvement de relâche budgétaire s'est donc produit au début des années 2000, après la qualification, parfois acquise de haute lutte, pour la monnaie unique⁷³. De plus, la crise financière mondiale a provoqué une détérioration massive des finances publiques dans la zone euro. La récession de 2009 a fortement réduit les recettes publiques et pesé lourd sur l'état-providence. Le PSC a été prévu pour éviter les crises pas d'y faire face. Ainsi, les États se sont engagés, lors de la crise financière 2008, dans des sauvetages de banques et des plans de relance coûteux. Par conséquent, en 2010, aucun pays appartenant à la zone euro n'a pu respecter le pacte de stabilité et de croissance. Etant donné que la crise financière mondiale de 2008-2009 a fortement touché les économies européennes, les critères du PSC ne semblent plus à l'ordre du jour, et la situation pourrait perdurer⁷⁴. A partir de ce moment, la dette publique dans la zone euro est passée de 65% à 85% du PIB entre 2007 et 2010. Parallèlement à la détérioration des finances publiques, la confiance des marchés en la solvabilité de certains pays de la zone euro s'est érodée rapidement. Ces pays-là doivent payer des intérêts beaucoup plus élevés dès lors qu'ils veulent se refinancer sur les marchés. Pour eux, servir leurs dettes est de plus en plus cher et risque de

⁷³ Jean ARTHUIS, « Avenir de la zone euro : propositions pour l'intégration politique », Question d'Europe, n°232, 12 mars 2012, Fondation Robert Schuman, p.2, in, <http://www.robert-schuman.eu/tout-comprendre-sur-la-crise-financiere.php>

⁷⁴ Sébastien PAULO, « L'Europe et la crise économique mondiale réponse – bilan », Avril 2011, Fondation Robert Schuman, p.5.

devenir insoutenable. Les taux sur les emprunts publics divergent considérablement, notamment à partir d'avril 2010. La situation des pays connus sous l'acronyme anglais PIIGS (Portugal, Irlande, Italie, Grèce, Espagne) est considérée comme étant particulièrement problématique. En décembre 2010, le taux de la Grèce est quatre fois plus élevé que celui de l'Allemagne ; celui de l'Irlande correspond au triple du taux allemand. La divergence des taux d'intérêt est en partie imputée aux spéculateurs pariant sur une défaillance souveraine. Mais elle est aussi l'expression de doutes sérieux des investisseurs à long terme sur la viabilité financière des Etats en question. De plus, les agences de notation ont joué un rôle moteur dans l'aggravation des doutes sur la capacité des PIIGS de servir leurs dettes. Ainsi la crise des dettes souveraines débute le 16 octobre 2009 quand le déficit budgétaire de la Grèce dépasserait les 10% du PIB et sa dette publique atteindrait 115% du PIB⁷⁵. Dès lors, il convenait, pour parer toute éventualité de défaut sur les dettes publiques qui nuirait assurément à la crédibilité de la zone euro tout entière, pour éviter qu'un pays membre soit acculé à quitter l'union monétaire, et pour éviter l'effondrement financier des pays de l'UE qui ne sont pas encore membres de la zone euro, de faire jouer la solidarité financière⁷⁶.

3.3.3 Manque de coordination des États membres au sein de la zone euro et les carences de la solidarité européenne.

Les intérêts collectifs européens ne se résume pas, en matière économique et financière, à la seule stabilité monétaire, comme semblaient le penser les concepteurs des traités de Maastricht et d'Amsterdam : elle inclut aussi la stabilité macro-économique et la prospérité, ingrédients indispensables à la paix sur le continent et à la pérennité du processus d'intégration européenne. Pour présenter les limites de la situation et de la politique économique de l'Union européenne dans la crise globale, nous reviendrons, successivement sur deux dimensions du problème européen : le manque de coordination des États membres au sein de la zone euro « problème de policy-mix européen », cœur de l'Europe économique, et les carences de la solidarité

⁷⁵ Sebastian PAULO, Avril 2011, Op.citée, p.5.

⁷⁶ Jérôme CREEL et al, 2009, Op.citée, p.7.

européenne envers les nouveaux États membres, frappés de plein fouet par la crise des dettes souveraines débutant au printemps 2010, du fait de leur position périphérique et de leur stratégie de croissance.

3.3.3.1 Le sauvetage des banques européennes : une coordination in extremis

L'acte I de la crise européenne qu'a constituée la crise bancaire est une illustration intéressante des difficultés de la coordination et du caractère inadéquat des institutions régissant les politiques économiques dans la zone euro. On se rappelle, en effet, l'intervention si unanimement célébrée de la BCE en août 2007, au début de la crise financière, consistant à injecter massivement des liquidités pour éviter un assèchement du marché interbancaire. Cette intervention en dernier ressort, dont certains analystes avaient longtemps cru qu'elle ne pourrait survenir, en raison des statuts de la BCE, était entièrement appropriée. Mais il ne faut pas oublier qu'elle fut déclenchée en réponse aux difficultés d'une banque française, détonateur de la crise bancaire puis financière en Europe ; et oublier aussi que l'orientation de la politique monétaire de la BCE a été, dans le même temps, totalement à contrecourant de ce qu'exigeait la situation macroéconomique de la zone euro, dont le ralentissement économique était amorcé depuis janvier 2008, alors que la BCE a poursuivi jusqu'en juillet de cette même année la hausse de ses taux d'intérêt, attendant octobre pour entamer un assouplissement. Jusqu'à la mi-septembre 2008, la crise bancaire ne touchait guère, en dehors des États-Unis, que quelques établissements de crédit européens, principalement au Royaume-Uni. Certes, la défiance était grande, inspirée par une fragilité que personne ne voulait admettre ; mais les interventions de prêt en dernier ressort semblaient suffire, du moins au sein de la zone euro. La suite est connue : après la faillite de Lehman Brothers, aux États-Unis, la panique s'est emparée des marchés financiers mondiaux et les banques de la zone euro sont, soudainement apparues plus fragiles, notamment aux yeux de leur déposants, faisant peser le risque d'une ruée bancaire dans plusieurs pays européens. Mais alors qu'une action concertée des gouvernements européens aurait constitué la réponse la plus appropriée, les premiers réflexes ont été de nouveau opportunistes, faute d'instances de coordination évidentes sur ces questions bancaires, dont la garantie des dépôts est

organisée sur une base nationale, et dont l'exercice à une telle échelle mettrait en jeu « l'argent du contribuable », du moins virtuellement. Or, le « contribuable européen » n'existe pas, à la différence du « contribuable américain », ce qui explique que, d'emblée, les plans de sauvetage bancaire aux États-Unis ont été massifs et fédéraux. Rien de tel en Europe, où l'on a d'abord vu le gouvernement irlandais, coutumier des stratégies opportunistes, annoncer qu'il garantissait, sur fonds publics, tous les dépôts des banques irlandaises, ce qui a aussitôt mis en difficulté les banques britanniques, confrontées à un risque de fuite des dépôts ; puis le gouvernement allemand clamer que les banques allemandes étaient les plus saines, et qu'aucune intervention publique n'était, de ce fait, nécessaire. Très vite, chacun des gouvernements nationaux a dû rassurer les déposants en insistant sur l'existence de fonds de garantie des dépôts et, très vite, face à l'évidente insuffisance des réserves accumulées dans ces fonds, en assurant la garantie publique complète des dépôts. Ce n'est que dans un deuxième temps qu'une action coordonnée s'est enfin organisée à l'initiative conjointe de la France, qui exerçait alors la présidence de l'UE et du Royaume-Uni, pourtant en dehors de la zone euro. On se souvient de ce week-end de la mi-octobre où les réunions se succédèrent à l'Élysée : d'abord le « G4 » – Allemagne, France, Italie, plus le Royaume-Uni – ; puis les chefs d'État et de gouvernement de l'Eurogroupe⁷⁷, et enfin cette même formation inédite de l'Eurogroupe avec le Premier ministre britannique. Si le principe d'interventions publiques nationales mettant à contribution les finances publiques fut acté lors de ces réunions parisiennes, les plans nationaux se firent pourtant de manière complètement indépendante, chacun imaginant des modalités différentes et injectant des montants différents de fonds publics (voir tableau n°12 en annexe n°13). Hormis le principe même d'actions de sauvetage, le seul élément de coordination est, une fois encore, sous forme de règle : soucieuse d'éviter que les plans de sauvetage des secteurs bancaires nationaux n'engendrent des distorsions dans les conditions de la concurrence au sein du marché unique des services bancaires⁷⁸.

⁷⁷ Rappelons que l'Eurogroupe est une instance informelle qui réunit les ministres des finances des seuls pays membres de la zone euro. C'est donc une formation restreinte de l'Ecofin, le Conseil des ministres des finances de l'UE.

⁷⁸ Jérôme CREEL et al, 2009, Op.citée, p.8.

3.3.3.2 Le manque de coordination pour des relances budgétaires nationales

Lorsqu' en mois de mars 2008, il apparut clairement que la crise financière et bancaire était en train de précipiter l'économie mondiale, et par voie de conséquence les économies européennes, notamment les plus extraverties d'entre elles, dans une récession d'une ampleur sans précédent depuis la Seconde Guerre mondiale, les réactions des responsables européens ne furent guère plus collectives. Certes, à la mi-novembre 2008, la Commission européenne, prenant acte du caractère commun du choc macroéconomique, avança timidement une proposition de relance européenne d'un montant d'environ 180 milliards d'euros – la nouvelle administration américaine venait alors de rendre public un plan de relance fédéral d'environ 800 milliards de dollars – ; mais l'Union elle-même ne pouvait en aucun cas mettre en œuvre un tel plan, ne disposant pas de l'instrument budgétaire idoine, et n'ayant aucun moyen d'y contraindre les gouvernements nationaux. Ceux-ci réagirent donc ensuite dans le plus grand désordre, le gouvernement britannique, pourtant hors de la zone euro, faisant preuve de la plus grande volonté coopérative, à la fois dans l'ampleur de la relance mise en œuvre et dans les instruments mobilisés – avec une baisse temporaire de la TVA visant à stimuler la consommation des ménages et profitant, en principe, autant aux importations qu'aux producteurs nationaux.⁷⁹ Au sein de la zone euro, en revanche, l'Eurogroupe évita soigneusement d'avancer dans la direction d'un « gouvernement économique » de la monnaie unique, laissant aux gouvernements nationaux toute latitude quant au timing, à l'ampleur et aux modalités spécifiques des plans nationaux de relance. L'hétérogénéité des situations nationales, notamment en termes de conditions macroéconomiques et financières – de déséquilibre des balances courantes et d'endettement public (tableaux n° 13 et 14 en annexe n°14) – semblait, en effet, justifier que chacun conduise la politique qui lui paraissait idoine ; en outre, les décalages dans les profils cycliques de l'activité au cours des trimestres précédents (tableau n° 15 en annexe n° 15) ont incité au cavalier

⁷⁹ Très coûteuse pour les finances publiques, en raison du manque à gagner considérable qu'engendre la perte de recettes, la réduction du taux normal de TVA ne semble pas être un instrument très efficace de relance de la demande, notamment en période de très faible inflation, voire de déflation : la répercussion dans la baisse des prix est, en effet, problématique et, en tout état de cause, peu perceptible par les consommateurs. En outre, bien sûr, elle profite aux partenaires commerciaux, ce qui en fait un instrument très coopératif au sein d'un marché unique, peu ouvert commercialement sur le reste du monde, à condition que tous y recourent et que les faiblesses soulignées ci-dessus ne soient pas rédhibitoires.

seul : ainsi, au premier trimestre 2008, tandis que la France subissait un ralentissement marqué, l'Allemagne enregistrait sa meilleure performance depuis des années ; et l'inverse se produisit aux troisième et quatrième trimestres 2008. Dans ces conditions, la très grande diversité des plans nationaux ne saurait surprendre⁸⁰, pas plus que l'apparition de comportements clairement opportunistes de type « passager clandestin »⁸¹. Dans le même temps, alors que la BCE réagissait avec retard à l'aggravation de la crise et aux baisses de taux directeurs annoncées partout ailleurs dans le monde, aucune véritable tentative de mettre en œuvre un policy mix coordonné n'a vu le jour⁸². Au mois de mai 2009, tandis que les chiffres du premier trimestre confirmaient l'ampleur de la dégradation de la situation dans toutes les économies de la zone euro et que les prévisions publiées par la plupart des institutions internationales (FMI, OCDE), européennes (Commission européenne) ou nationales (OFCE), laissaient entrevoir des perspectives pour le moins moroses, la BCE avait fini par abaisser ses taux directeurs au voisinage de zéro, laissant désormais peu de marge de manœuvre à la politique monétaire. Dans de telles circonstances, s'apparentant à une « trappe à liquidité » keynésienne, seule une relance budgétaire ample, donc coordonnée, permettrait d'obtenir un effet de stimulation suffisant et suffisamment rapide sur l'activité européenne. Mais c'est l'attentisme qui prévaut ; et face aux remontrances de l'administration américaine -et de certains économistes, non des moindres, comme le Prix Nobel 2008-Paul Krugman- les gouvernements européens arguent de l'existence de stabilisateurs automatiques budgétaires puissants pour justifier de ne pas recourir à des relances discrétionnaires plus massives⁸³. Et bien que, conformément à la réforme de 2005, la clause de « déficit public excessif » est suspendue, la Commission, soucieuse de s'afficher en gardienne des traités, lance, impavide, les procédures d'avertissement à l'égard des quelque vingt gouvernements nationaux qui enfreindront en 2009 le plafond des 3 % du PIB !

⁸⁰ Voir Revue de l'OFCE, 2009.

⁸¹ Une fois encore, l'Irlande se distingue par une politique budgétaire à contre-courant, visant à limiter le creusement du déficit budgétaire et de l'endettement public en réduisant les dépenses publiques et en augmentant les impôts, sauf, bien sûr, ceux qui pèsent sur les facteurs les plus mobiles, notamment sur les profits des entreprises !

⁸² Jérôme CREEL et al, 2009, Op.citée, p.10.

⁸³ La validité de cet argument est discutée dans Le Cacheux (2009).

3.3.3.3 La solidarité financière au sein de la zone euro : le spectre de l'aléa moral

Vue que les conditions macroéconomiques et les situations budgétaires des pays membres de l'UE étaient, objectivement, fort différentes au moment de l'impact du choc commun, les évolutions macroéconomiques et les perspectives des politiques publiques dans les différents pays sont, au début du deuxième trimestre 2009, très disparates et, même si la récession est partout très sévère, elles font apparaître une double césure : au sein de la zone euro, entre pays du « cœur » et « périphérie » – où l'on voit figurer à nouveau ceux que d'aucuns qualifiaient naguère de « pays du Club Med », Grèce, Portugal, Espagne, Italie et ... Irlande –, ce groupe de pays subissant la défiance des marchés financiers qui, jugent possible un défaut sur leurs dettes publiques, leur imposent des primes de risque très élevées; et entre la zone euro et les pays non membres, pour la plupart nouveaux membres de l'UE, fragilisés par leur ouverture et leur dépendance aux financements extérieurs. Ne conviendrait-il pas, pour parer toute éventualité de défaut sur les dettes publiques qui nuirait assurément à la crédibilité de la zone euro tout entière, pour éviter qu'un pays membre soit acculé à quitter l'union monétaire, et pour éviter l'effondrement financier des pays de l'UE qui ne sont pas encore membres de la zone euro, de faire jouer la solidarité financière? Après tout, la liste des biens collectifs européens ne se résume pas, en matière économique et financière, à la seule stabilité monétaire, comme semblaient le penser les concepteurs des traités de Maastricht et d'Amsterdam : elle inclut aussi la stabilité macroéconomique et la prospérité, ingrédients indispensables à la paix sur le continent et à la pérennité du processus d'intégration européenne. Pourtant, aucune initiative de solidarité financière n'a été mise en œuvre au sein de la zone euro, les autorités nationales des pays les moins menacés prenant, au contraire, soin de rappeler que tout sauvetage financier était exclu. Et c'est finalement par des actions conjointes entre la Banque européenne d'investissement (BEI) et le Fonds monétaire international (FMI) – et après avoir obtenu du G20, à Londres, un accroissement très substantiel de ses moyens d'intervention, entre autres dans ce but – que les autorités européennes ont finalement choisi d'intervenir pour soutenir les pays membres de l'UE en difficulté

financière. Ce recours à une institution extérieure, dans ce qui pourrait sembler être des affaires intérieures de l'UE, renvoie aux années 1970, quand le Royaume-Uni et l'Italie, en difficulté à la suite du premier choc pétrolier, devaient se résoudre à une intervention extérieure ; mais l'intégration économique était alors bien moindre, et ni le marché unique, ni la monnaie unique n'étaient même en vue. *Pourquoi ce truchement dans une Union désormais si étroitement intégrée, dont les interdépendances sont fortes ?* C'est, à n'en pas douter, que, d'une part, la Commission et l'Ecofin rechignent à assumer la responsabilité politique des conditions d'austérité qui accompagnent généralement ce type d'assistance financière dans une conception « orthodoxe » – et que le FMI continue, pour sa part, d'imposer sans état d'âme apparent – ; et d'autre part, les gouvernements des pays les plus « vertueux » craignent par-dessus tout les risques d'aléa moral que pourrait faire naître l'affirmation trop claire d'une solidarité financière européenne : l'idée selon laquelle « l'Allemagne paiera » est présente dans l'esprit de nombreux dirigeants, en Allemagne et dans les pays qui estiment avoir déjà fait les efforts de consolidation budgétaire que requerrait le Pacte de stabilité. En réalité, les tensions qui s'exercent sur les pays en difficulté des périphéries – « Club Méditerranéen » et Pays d'Europe centrale et orientale (PECO) – ne sont pas de même nature : les premiers subissent une dérive massive de leur endettement public perçue par les marchés financiers comme insoutenable, soit du fait de plans de relance nationaux ambitieux, comme en Espagne, soit parce que la conjoncture nationale, très dégradée, engendre « automatiquement » des déficits publics massifs, comme en Irlande, soit encore parce que le niveau initial d'endettement public était déjà élevé, comme en Italie et en Grèce ; les seconds subissent les conséquences macroéconomiques de l'assèchement des flux de capitaux et des crédits provenant de l'étranger, avec dans certains cas, des attaques spéculatives sur le taux de change de leur monnaie dans un contexte initial de déficits déjà considérables de leurs balances courantes. Dans le cas des premiers, la solidarité financière devrait, le cas échéant, se porter au secours du gouvernement national dont l'insoutenabilité des finances publiques finirait par le contraindre à se déclarer en défaut de paiement sur sa dette publique ; c'est donc bien de renflouement entre secteurs publics nationaux au sein d'une union monétaire qu'il

s'agit. Dans le cas des seconds, en revanche, les interventions de financement ont la nature de plans de sauvetage, destinés à financer la balance des paiements.

Cette situation, est-elle due au fait que le cadre juridique européen empêche, comme on l'entend parfois, qu'un État membre de la zone euro en grande difficulté financière ou économique soit soutenu par ses partenaires ? Les dispositions juridiques qui régissent la possibilité de cette assistance d'urgence sont contenues dans les Article 100 et 103 du traité instituant la Communauté européenne et peuvent apparaître, au premier abord, contradictoires. L'article 103⁸⁴ définit en effet, pour l'Union européenne dans son ensemble au-delà de la seule zone euro, le principe dit de « no-bail out » (ou non-renflouement)⁸⁵ qui interdit pour un État membre, sans ambiguïté, à la fois l'assistance financière communautaire ou celle d'un autre État membre.

Mais ce principe est complété par l'Article 100, qui en limite de fait la portée. Dans une situation d'urgence, le traité prévoit que puisse se mettre en place au sein de l'UEM une aide financière interne, qui ne pourrait certes aller jusqu'à la monétisation totale de la dette d'un État membre, mais qui s'apparente à un mécanisme de solidarité intra-européen.

Sous la pression des circonstances actuelles de crise, le débat européen a d'ailleurs progressé de façon importante à partir de ce noyau dur juridique, le Ministre des finances allemand réaffirmant que son pays ne laisserait pas un État de la zone euro faire défaut et le Président de l'Eurogroupe évoquant explicitement la possibilité de créer une agence européenne en charge d'émettre des « euroobligations » (Eurobonds) dans le but d'alléger la contrainte pesant sur les titres publics des États le plus en difficulté en termes de balance courante. Cette solution n'a pour autant pas été explorée de manière résolue et l'ajustement social imposé à certains États membres de la zone euro sera particulièrement douloureux, d'autant plus que le contexte sera déflationniste.

⁸⁴ Journal officiel n° C 321E du 29 décembre 2006. In, <http://eur-lex.europa.eu>.

⁸⁵ Idem.

Globalement, la crise de la zone euro a exposé au grand jour les évolutions très hétérogènes des économies de l'Union européenne et les faiblesses structurelles de l'Union Monétaire en matière de gouvernance de coordination et de solidarité. Longtemps dénigrée comme un rêve illusoire, l'idée d'un « gouvernement économique européen » retrouve une nouvelle jeunesse dans le sillage de la crise économique et financière européenne. En dehors de sa politique monétaire unifiée, l'Union économique et monétaire européenne se fonde jusqu'ici plutôt sur une gouvernance économique que sur un gouvernement économique. Au lieu d'un système de décision et d'exécution hiérarchique, elle s'appuie depuis le traité de Maastricht sur des structures de communications et de négociations en réseau qui sont beaucoup moins génératrices de cohésion. La crise des dettes souveraines marquerait-elle la fin des « années folles » de l'euro, et amènerait-elle à une intégration politique, une souveraineté partagée et un gouvernement économique dans la zone euro qui permettront de renforcer le statut international de l'euro? Mais pour l'instant, nous pouvons pas ignorer que la crise de l'euro a donc accéléré la prise de conscience des gouvernements et des opinions publiques, de l'existence d'un lien étroit et direct entre une intégration des politiques monétaires, réalisée de fait et de droit à travers l'euro, et la dispersion déstabilisante de politiques budgétaires nationales demeurées entièrement autonomes. Le Pacte de stabilité et de croissance fondé sur une addition de solutions nationales autonomes a échoué, mais, les risques d'une défaillance de quelques États sur la pérennité de l'ensemble de l'euro, ont conduit à un ensemble de mesures et de réformes dont :

- L'annonce, le 10 mai 2010, d'un plan conjoint Union européenne/FMI de 750 milliards d'euro qui est probablement appelé à prendre une place durable dans la construction monétaire et financière européenne. Suite à cette annonce, la BCE décide de permettre aux banques centrales de la zone d'acheter de la dette publique et de la dette privée sur les marchés secondaires. La décision, saluée (même s'ils la jugent insuffisante) par les adversaires des politiques monétaristes, a été controversée et a été prise après mise en minorité du camp allemand⁸⁶. Juridiquement, elle se

⁸⁶ www.wikipedia.org

fonde sur le fait qu'il n'est pas explicitement interdit par les traités de racheter de la dette sur le marché secondaire (alors qu'un rachat direct par la banque centrale à l'État, qui équivaudrait à un prêt, est lui explicitement interdit), ainsi que sur l'article 122-2 du traité de Lisbonne qui permet de venir en aide à des États européens en difficulté en cas de circonstances exceptionnelles. Elle comporte cependant deux ruptures avec les règles tacites de l'institution : elle n'a pas été prise par consensus, un des partenaires n'a pas hésité à faire part publiquement des divergences.

- Octobre 2011 *le Pacte de Stabilité et de Croissance renforcé par le « Six-Pack »*. On appelle « six-pack » un ensemble de cinq règlements et d'une directive proposés par la Commission européenne et approuvés par les 27 États membres et le Parlement européen en octobre 2011. Il vise à pallier les insuffisances apparues à l'occasion de la crise de la dette dans la zone euro. Il comprend trois grands volets : budgétaire, dette et déséquilibres macroéconomiques. *Volet budgétaire* : à partir de décembre 2011, si les pays qui sont en procédure de déficit excessif (PDE) (23 sur 27 pays en décembre 2011) ne se conforment pas aux recommandations que le Conseil leur a adressé, le Conseil sur recommandation de la Commission européenne les sanctionnera, sauf si une majorité qualifiée d'États s'y oppose. *Volet dette* : les pays qui ont une dette qui dépasse 60 % du PIB feront l'objet d'une PDE (procédure de déficit excessif) s'ils ne réduisent pas leur dette d'un vingtième par an⁸⁷. *Volet déséquilibres macroéconomiques* : rappelons que la crise de la dette publique grecque ou portugaise n'est pas due qu'à des problèmes de déficit budgétaire mais également à des problèmes graves de compétitivité, et que la crise espagnole est liée à une crise immobilière. Aussi, pour prévenir ce type de déséquilibre macroéconomique, un système d'alerte précoce a été mis en place. Si les pays présentent des déséquilibres importants, une procédure pour déséquilibre excessif peut être lancée et des sanctions pourront être prises à l'encontre des États. Il repose sur une série d'indicateurs parmi lesquels nous pouvons citer : moyenne mobile sur trois ans de la balance des transactions courantes en pourcentage du PIB (dans une fourchette comprise entre +6 % et -4 % du PIB) ; évolution sur trois ans des coûts unitaires nominaux de la

⁸⁷ Déclaration finale du 26 octobre 2011.

main-d'œuvre (seuils de +9 % pour les pays de la zone euro, de +12 % pour les États hors zone euro) ; variation sur trois ans des taux de change réels effectifs sur la base de déflateurs IPCH/IPC, par rapport à 35 autres pays industriels (seuils de -/+5 % pour les pays de la zone euro, de -/+11 % pour les pays hors zone euro) ; dette du secteur privé en % du PIB (seuil de 160 %) ; variations en glissement annuel des prix de l'immobilier par rapport à un déflateur de la consommation calculé par Eurostat (seuil de 6 %) ; dette du secteur des administrations publiques en % du PIB (seuil de 60 %).

-Le 8 décembre 2011, la BCE permet aux banques d'emprunter des montants illimités pour une durée de 3 ans.

- Le semestre européen instauré en 2011 : il constitue l'un des mécanismes de coordination des politiques économiques d'inspiration intergouvernementales nés avec la crise. Le semestre européen a été instauré en 2011. Il vise à mieux coordonner les politiques budgétaires des pays en procédant à un examen ex-ante des projets de budget. En mars le Conseil européen sur la base d'un rapport de la Commission européenne établit « des avis stratégiques sur les principaux défis économiques à venir ». Les pays doivent en tenir compte dans leur projet de budget qui seront examinés par le *Conseil européen et le Conseil des ministres des finances (Ecofin)* en juin, juillet avant que les pays n'adoptent les budgets⁸⁸.

- Lors de la réunion des chefs d'État et de gouvernement de la zone euro du 11 mars 2011, il a été décidé de créer une coordination renforcée des politiques économiques intitulée Pacte pour l'Euro (l'idée avait été initialement proposée par l'Allemagne sous la dénomination pacte de compétitivité). Le Pacte pour l'euro est aussi l'un des mécanismes de coordination des politiques économiques d'inspiration intergouvernementales nés avec la crise. Ce pacte sera soumis aux pays non euro lors du Conseil européen du 24 mars afin de leur permettre de s'y joindre éventuellement. Ce pacte repose sur quatre règles directrices : renforcer la gouvernance économique de l'Union européenne ; favoriser la compétitivité et la convergence des compé-

⁸⁸ www.wikipedia.org

titivités des États ; respecter l'intégrité du marché unique ; impliquer les pays membres. Pour se faire, chaque chef d'État ou de gouvernement devra prendre des engagements concrets chaque année auprès de ses pairs qui assureront le suivi des réalisations. Le pacte vise quatre objectifs⁸⁹ : Renforcer la compétitivité. Il s'agit ici de s'assurer que les coûts du travail évoluent avec la productivité ; d'examiner les mécanismes d'indexation de salaires et de veiller à ce que « les accords salariaux dans la fonction publique viennent soutenir les efforts de compétitivité consentis dans le secteur privé ». Promouvoir l'emploi en favorisant l'éducation et la formation et en réduisant les charges fiscales sur le travail. Améliorer la viabilité des finances publiques. Deux grands axes sont mis en avant. Suivre la viabilité des retraites, des soins de santé et des prestations sociales. « Les États de la zone euro s'engagent à traduire dans leur législation nationale les règles budgétaires de l'UE figurant dans le pacte de stabilité et de croissance ». Renforcer la stabilité financière notamment à travers une « réforme globale du cadre européen de supervision et de régulation du secteur financier est en cours ». Par ailleurs, au niveau fiscal, il est prévu d'aller vers une assiette commune pour l'impôt sur les sociétés ainsi que des « discussions structurées sur les questions de politique fiscale, en vue notamment d'assurer l'échange des bonnes pratiques, sur la prévention des pratiques nuisibles et sur des propositions de lutte contre la fraude et l'évasion fiscale »

-Le 21 décembre 2011, 489 milliards d'euro ont été empruntés par les banques pour servir en partie à acheter des titres de dette publique. Fin février 2012, la BCE accorde à nouveau 529,5 milliards d'euros de prêts à trois ans à 800 banques. Après cette opération, le bilan de la BCE pèse « 32 % du PIB de la zone euro, contre 21 % pour le Royaume-Uni, 19 % pour les États-Unis et 30 % pour le Japon ». Le bilan a plus que doublé depuis l'été 2007 et le début de la crise des subprimes.

- Le 2 mars 2012, signature du Pacte budgétaire européen (fiscal compact), par vingt-cinq pays sur vingt-sept. Ce pacte qui figure au Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'union économique et monétaire (TSCG), pour rentrer

⁸⁹ www.wikipedia.org

en vigueur, il devra être ratifié par douze pays. Seuls les pays l'ayant ratifié pourront bénéficier des prêts du mécanisme européen de stabilité. Les grands axes du pacte : Les pays devraient intégrer une règle d'équilibre budgétaire parfois appelée en France « *règle d'or* ». La Cour de justice de l'Union européenne serait chargée de vérifier que les États transposent cette règle en droit national. Le déficit public structurel ne devrait pas excéder 0,5 % du PIB nominal. Les pays qui voudront bénéficier des prêts du Mécanisme européen de stabilité devront à compter du 1er mars 2013 avoir ratifié le (TSCG).

-Le 6 septembre 2012, est adopté le programme OMT (Opération monétaire sur titre) à la suite d'un vote du Conseil des gouverneurs de la BCE (seul le représentant de la Bundesbank a voté contre). Il prévoit que la BCE rachètera sans limitation des emprunts d'État d'une maturité entre un et trois ans (Les pays en difficulté émettent surtout ce type d'emprunt)⁹⁰. Le but de programme OMT (Opération monétaire sur titre) est de faire baisser les taux d'intérêt qui pour la BCE incorpore « une composante qui est une prime de risque que l'euro n'éclate dans les deux ou trois ans et que les dettes soient remboursées dans une autre devise ». C'est cette composante évaluée de 100 à 150 points de base pour l'Espagne ou l'Italie que la BCE voudrait supprimer. Il s'agit d'une façon générale de constituer « un rempart efficace contre les risques extrêmes dans la zone euro ». Pour bénéficier de ce mécanisme il faut rependre à l'une des conditions suivantes : faire appel au FESF ou demain au MES et bénéficier d'une aide de cet organisme et donc avoir accepté les conditionnalités afférentes à ces aides ; être bénéficiaire d'un programme d'ajustement économique. Dans ce cas, il faut être revenu sur le marché (cas de l'Irlande) ; la BCE accepte d'être traitée en cas de défaut comme les autres créanciers.

⁹⁰ www.wikipedia.org

Conclusion de la section 2

Dans le cas européen, on est donc en présence de responsabilités monétaires et financières partagées, sources d'éventuels conflits de compétence ou de priorité, et, surtout, contrairement aux États-Unis, dénuées de connexion avec la politique de sécurité ou les options diplomatiques des États membres de la zone euro. Dès lors, les failles de la gouvernance européenne sont clairement présentes. Ce qui donne une « image » monétaire et budgétaire peu dynamique des membres de la zone euro ce qui rend l'euro peu attractif.⁹¹ La crise des dettes souveraines débutant avec la crise grecque du printemps 2010 vient amplement étayer ce point de vue. Elle a montré les limites de la gouvernance européenne en matière de surveillance budgétaire inadaptee, absence d'un mécanisme de gestion des crises, insuffisance de débats économiques. Pour Michel Aglietta *« l'euro est une monnaie incomplète par rapport au projet de l'intégration européenne »*. Pour lui cela tient à une double absence : absence d'organisation permettant des actions politiques collectives et refus de l'Allemagne *« de jouer le rôle du leader bienveillant, c'est-à-dire [de prendre] en charge les intérêts de l'ensemble de l'union monétaire dans la conduite de sa propre politique »*. Certes, la BCE a conquis, en dix ans (de 1999 à fin 2009)⁹², une réelle crédibilité auprès des marchés et des investisseurs internationaux, et son attitude, tout à la fois proactive et responsable, pendant la crise financière, a sans doute renforcé la confiance dont elle bénéficie. Mais, la difficulté de trouver un consensus sur la gestion de la crise actuelle des dettes souveraines, érode la confiance des investisseurs en euro et cette situation pèse sur son avenir au plan interne et externe.

⁹¹ Axel BERTUCH-SAMUELS et Parmeshwar RAMLOGAN, « L'euro monnaie mondiale », Revue Finances et Développement, Mars 2007, p.10, www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/fre/2007/03/pdf/bertuch.pdf.

⁹² Axel BERTUCH-SAMUELS et Parmeshwar RAMLOGAN, Mars 2007, Op.citée, p.10.

Section 3. Rôle international de l'euro : perspectives à long terme et défis à relever

Compte tenu des interdépendances qui se nouent entre les fonctions officielles d'une monnaie internationale, en matière d'ancrage ou d'accumulation de réserves de change, et les fonctions privées,¹ surtout aujourd'hui, sur le plan financier, et des préférences, plus ou moins des contraintes politiques, qui s'expriment du côté de la demande de la monnaie internationale, la place de l'euro sur la scène internationale dépendra d'abord, dans l'avenir, des options qu'adopteront, dans ce domaine les plus gros détenteurs de réserves de change en dollar, le Japon, la Chine ou la Russie. Elle découlera aussi, du poids économique et financier qu'occuperait l'UE à 27 (autour de l'euro), sur le long terme, dans la future architecture économique en formation (zone dollar autour du dollar américain et zone Asie autour du renminbi), et finalement, des efforts que déploierait la zone euro pour lever les contraintes d'ordre économique, financière et surtout politique, qui pèsent toujours sur la place de l'euro dans le SMI. C'est à travers ces trois perspectives que nous examinons, dans cette troisième section, la cause majeure de la préférence que continuent d'exprimer de nombreux pays, pensons à la Chine ou au Japon, pour des réserves faiblement diversifiées en euro et principalement libellées en dollar, puis la possibilité d'une redéfinition des rôles entre le dollar et l'euro, et donc les potentialités de l'euro de s'affirmer comme une véritable monnaie internationale susceptible d'être un pôle de reconstruction du SMI.

¹ Voir premier chapitre, p.31

1. Tendances vers un fractionnement de l'espace monétaire international sur le moyen terme et incapacité pour l'euro d'influer les règles du jeu monétaire international

Conscients de l'affaiblissement de la monnaie américaine² et des risques de dépréciation tendancielle du dollar, le Japon, la Chine ou la Russie, pays les plus détenteurs des réserves de change en dollar, comme bien d'autres, ne se sont pas engagés dans la recherche d'une solution alternative, celle qu'aurait pu représenter l'euro. Car chacun d'entre eux aspire à un rôle plus affirmé sur la scène mondiale et donc, au développement de l'usage international de sa propre monnaie, à moyen ou long terme.

1.1 Aspirations du Japon

Jusqu'à la fin des années 1990, le Japon a toujours apporté un soutien indéfectible au dollar. Mais au moment de la crise asiatique, le gouvernement japonais a initié une mise en cause du leadership américain (S. Katada, 2008)³ en proposant la création, on l'a évoqué précédemment, d'une Asian Monetary Union, voire d'une Asian Currency Unit, tout en cherchant à promouvoir la place financière de Tokyo et l'utilisation du yen dans l'ensemble de la zone asiatique par les non-résidents. Il y a au Japon, de toute évidence, une aspiration à un rôle de leader régional, surtout face à la montée en puissance de la Chine. Si l'internationalisation du yen a fait de très faibles progrès et si la Bank of Japan continue d'accumuler des réserves en dollars, l'ambition monétaire japonaise perdure.

² Les variations du dollar dépendent soit de facteurs internes aux États-Unis comme le déficit de la balance des paiements et les politiques budgétaire ou monétaire, soit de la politique de change des banques centrales asiatiques, soit des mouvements de capitaux, soit encore des taux d'intérêt respectifs des deux côtés de l'Atlantique, soit enfin de la rentabilité des investissements directs, donc de la croissance économique aux États-Unis.

³ S. KATADA, 2008; cité par : André CARTAPANIS, Mars, 2009, Op.citée, p.16.

1.2 Aspirations de la Russie

De son côté, la Russie s'est engagée dans une politique délibérée de mise en cause de la prééminence du dollar sur la scène internationale (J. Johnson, 2008)⁴. En avril 2006, autant à la Douma qu'à l'occasion de plusieurs discours officiels du gouvernement russe et, même de V. Poutine, une campagne de promotion du rouble a été menée, sous une tonalité franchement nationaliste, et plusieurs mesures ont été annoncées : politique de diversification des réserves de change ; restriction des crédits en dollars accordés par le système bancaire russe, possibilité de règlement des exportations russes de pétrole ou de gaz naturel en d'autres devises que le dollar. Depuis, la Russie, l'un des plus importants détenteurs de réserves de change, avec l'équivalent de 465 milliards de dollars fin 2007, a entamé une diversification de la composition de ses réserves en devises : en 2004, 70% des réserves russes étaient placées en dollars ; en 2006, le dollar ne représente plus que 50% et l'euro est le principal bénéficiaire de cette réallocation, autour de 40 % du total, ainsi que le yen (3 %), le dollar australien ou le dollar canadien (P. Bowles, B. Wang, 2008)⁵. On peut voir dans cette attitude le volet monétaire d'un durcissement politique très net de la Russie vis-à-vis de la politique étrangère américaine. Il s'agissait aussi d'accélérer le processus de dé-dollarisation de l'économie russe, et de solder l'héritage des années de transition et de désastre monétaire (hyperinflation, dollarisation à 80 ou 90 % des avoirs monétaires en Russie, crise du rouble de 1998). Mais il y avait aussi, surtout dans une période de faiblesse du dollar sur le marché des changes, l'affirmation d'un objectif de renforcement du rouble comme monnaie internationale, d'abord à une échelle régionale, parmi les anciens pays-membres de l'Union soviétique. C'est pour cela que le rouble a été déclaré pleinement convertible le 1^{er} juillet 2006. La crise financière mondiale et le plongeon tout récent du rouble sur le marché des changes ne favorisent guère cette ambition monétaire de la Russie. Mais, tout porte à penser que cet objectif réapparaîtra à moyen-terme.

⁴ J. JOHNSON, 2008 ; cité par : André CARTAPANIS, mars, 2009, Op.citée, p.16.

⁵ P. BOWLES et B. WANG, 2008; cité par : André CARTAPANIS, mars, 2009, Op.citée, p.16.

1.3 Aspirations de la Chine

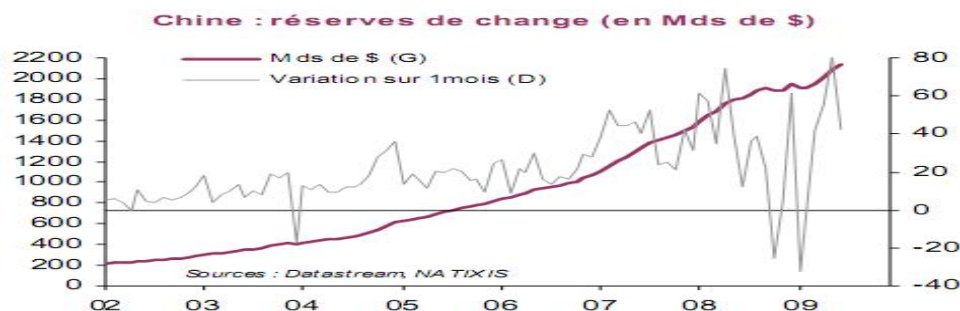
Etant progressivement convaincue du risque important qu'elle encoure en accumulant des réserves de change investies en bons de trésor américain, plutôt que renforcer brutalement ses réserves en euro et livre sterling, la Banque du peuple de chine a préféré tester l'idée de renforcer le rôle du droit de tirages spéciaux (DTS), l'unité de compte du FMI, dans les échanges internationaux (Zhou, 2009)⁶. Ainsi, la Chine maintient sa politique très graduelle de réforme, sur tous les plans, et évite tout changement à risque. C'est ce qui explique sans doute, la légère progression de la part de l'euro et le maintien du statu quo en matière de monnaies de réserve. Car un désengagement significatif vis-à-vis du dollar de la part du premier détenteur de réserves du monde, avec près de 2200 Mds⁷ de dollars fin 2009 (cf. graphique n° 31), s'apparente à une option nucléaire, de caractère systémique, qui ne correspond ni à la pratique, ni aux intérêts des autorités chinoises. La chine a aussi encouragé l'internationalisation de la monnaie chinoise par des accords d'échanges de devises (swaps) avec des banques centrales asiatiques et latino-américaines et par le développement progressif du marché du renminbi. La proposition d'un « compte de substitution » logé au FMI auprès duquel les autorités chinoises échangeraient des dollars contre des DTS, a été relancée par Peter Kenen (2010) mais se heurte au peu d'intérêt qu'ont les autres grands pays à fournir à la chine une assurance gratuite contre le risque de change. Bien sûr, le renminbi ne serait devenir une monnaie internationale sans être parfaitement convertible, ce qui est encore très loin pour être le cas. En 2007, l'indice de l'ouverture financière de la chine calculé par Chinn et Ito (2008) valait 16 sur une échelle allant de 0 à 100. Contre 100 pour les États-Unis, la France et l'Allemagne⁸.

⁶ A. BÉNASSY-QUÉRÉ et Benoit COEURÉ, 2010, Op.citée, p.367.

⁷ Patrick ARTUS, « Quelles conséquences si le RMB chinois devient la monnaie du commerce extérieur en Asie ? », Revue Recherche Economique, flash Natixis Bank, n° 330, 20 juillet 2009, p.7.

⁸ A. BÉNASSY-QUÉRÉ et Benoit COEURÉ, 2010, Op.citée, p.367.

Graphique n° 31



Source : Patrick ARTUS, « Quelles conséquences si le RMB chinois devient la monnaie du commerce extérieur en Asie ? », Revue Recherche Economique, flash Natixis Bank, n° 330, 20 juillet 2009, p.7.

Graphique n° 32



Source : Patrick ARTUS, « Quelles perspectives pour le Système Monétaire International ? », Revue Recherche Economique, flash Natixis Bank, n°285, 13 Juillet 2008, p.8.

Ainsi, la Chine ne cache pas son aspiration à jouer un rôle de leader régional, en Asie, notamment dans le domaine monétaire ou financier (P. Bowles, B. Wang, 2008)⁹. Mais en même temps, pour le gouvernement chinois, c'est là une perspective de long terme qui supposerait que de très nombreuses réformes aient été accomplies, tout particulièrement en ce qui concerne le système financier chinois, sans doute incapable, pendant de longues années encore, de s'internationaliser et de rivaliser avec les grandes places financières mondiales aux yeux des investisseurs ou des emprunteurs internationaux, moins de 1700 Mds de dollars (supra. graphique n° 32). Entre-temps, la Chine maintient sa politique très graduelle de réforme, sur tous

⁹ P. BOWLES et B. WANG, 2008 ; cité par : André CARTAPANIS, mars, 2009, Op.citée, p.16.

les plans, et évite tout changement à risque. Mais peut être on reparlera du statut international du renminbi, sans doute dans plusieurs décennies...

2. Tendance vers une formation à long terme de trois blocs économiques et financiers (Zone Dollar, Zone Asie, UE à 27)

Cette analyse repose sur l'hypothèse par laquelle on admet qu'à long terme (dans 20 ans) se seront formés trois grands blocs économiques et financiers autour de 3 monnaies : l'Asie (au sens large) autour du Renminbi (RMB); la zone dollar autour du dollar, c'est-à-dire l'Amérique à laquelle on ajoute les pays exportateurs de pétrole (on pourrait admettre ici que ces pays rejoindraient le bloc asiatique en raison de l'importance de la demande de pétrole en Asie); et l'Europe à 27 autour de l'euro. La constitution de ces trois blocs part des faits suivants¹⁰ :

- L'Europe avec le poids le plus faible dans le commerce mondiale (hors commerce intra-zone),
- L'Europe avec les gains de productivité les plus faibles (notamment dans un contexte de difficulté de sortie de crise).

2.1 Formation à long terme de trois blocs économiques et financiers (Zone Dollar, Zone Asie, UE à 27)

Comme l'attestent les tableaux suivants (tableaux 19-I, 19-II et 19-III), ces trois zones se forment en raison de l'importance du commerce à l'intérieur de chacune d'elle :

- Premièrement, à partir du tableau n°19-I, nous constatons que les exportations des États-Unis vers l'Amérique latine et les pays exportateurs de pétrole représentent 28 % du total ; celles de l'Amérique latine vers les États-Unis et les pays exportateurs de pétrole montent à 51 % du total.

¹⁰ Patrick ARTUS, 19Avril 2010, Op.citée, p.2.

Tableau n° 19-I Structure géographique des exportations I (2009)

<i>Exportations en % du total</i>	Etats-Unis	Amérique Latine y compris Mexique	UE à 27	Asie*	Russie + OPEP	Autres
des Etats-Unis vers	-	22,8	21,2	26,3	5,3	24,4
de l'Amérique Latine vers	36,6	-	12,2	14,4	7,6	29,1
de l'OPEP + Russie vers	13,9	2,7	20,7	28,4	-	34,3
(*) Asie: Chine + Japon + ensemble des émergents d'Asie hors Chine + Inde + Australie						
Sources: Services des Douanes, FMI, NATIXIS						

- Deuxièmement, le tableau n°19-II, montre la forte intégration commerciale de l'Union Européenne à 27.

Tableau n° 19-II. Structure géographique des exportations II (2009)

<i>Exportations en % du total</i>	Etats-Unis	Amérique Latine y compris Mexique	UE à 27	Asie*	Russie + OPEP	Autres
de l'Allemagne vers	6,7	2,1	63,5	11,1	5,3	11,3
de la France vers	5,8	1,6	61,5	8,0	8,7	14,5
des PECO vers	1,5	0,6	67,3	2,1	7,8	20,8
(*) Asie: Chine + Japon + ensemble des émergents d'Asie hors Chine + Inde + Australie						
Sources: Services des Douanes, FMI, NATIXIS						

- Enfin, les exportations vers l'Asie, sont de 37 % pour la Chine, de 46 % pour le Japon, de 35 % pour les émergents d'Asie, et de 67 % pour l'Australie (cf. tableau n°19.III).

Tableau n° 19-III Structure géographique des exportations III (2009)

Exportations en % du total	Etats-Unis	Amérique Latine y compris Mexique	UE à 27	Asie*	Russie + OPEP	Autres
de la Chine vers	18,4	4,7	21,8	36,7	10,7	7,7
de Japon vers	16,5	2,6	12,6	46,4	5,2	16,7
de l'Inde vers	12,1	2,7	19,9	22,1	24,3	19,0
de l'ensemble des émergents d'Asie hors Chine vers	10,4	2,3	10,6	35,0	6,0	35,8
de l'Australie vers	5,0	1,2	8,9	66,8	7,5	10,6

(*) Asie: Chine + Japon + ensemble des émergents d'Asie hors Chine + Inde + Australie
Sources: Services des Douanes, FMI, NATIXIS

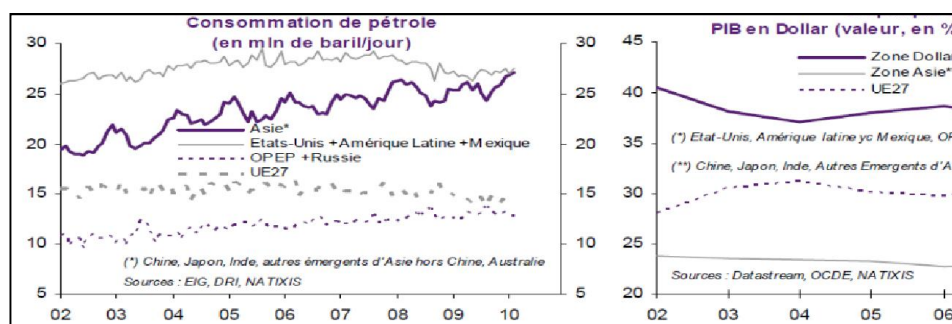
Le choix d'inclure l'OPEP et la Russie dans la zone euro est un peu arbitraire, et vient du fait que le pétrole est aujourd'hui vendu en dollar. On pourrait penser aussi qu'avec la hausse de la consommation de pétrole en Asie (cf. graphique n°33-I) ces pays basculeraient dans la zone Asie.

Dans ce qui suit nous analysons les poids de ces trois zones, aujourd'hui, dans l'économie mondiale et l'évolution de leurs taux de croissances. Cela pour mesurer, sur le long terme, l'impact que pourraient avoir ces deux facteurs sur le rôle international de l'euro ?

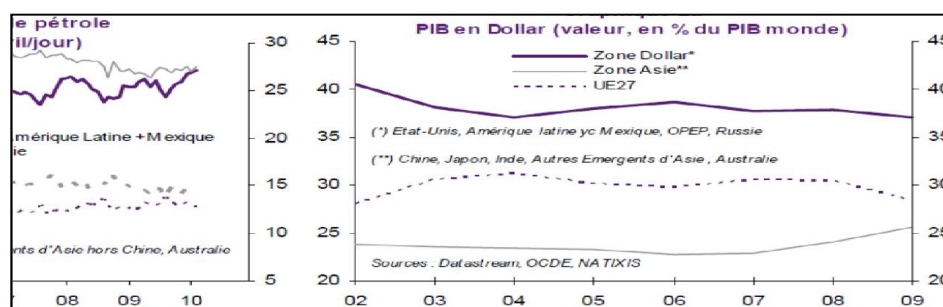
2.2 Poids des trois zones (Zone Dollar, Zone Asie, UE à 27) aujourd'hui dans l'économie mondiale

Si l'on se réfère aux parts dans la croissance mondiale mesurées par le PIB en dollar, la part de la zone dollar est la plus importante (cf. graphique n°33-II). Par contre, pour le PIB en dollar de Parité de Pouvoir d'Achat et en volume par an (cf. graphiques n°34-I et 34-II) la Zone Asie affiche des résultats plus importants ; le poids de l'Union Européenne est en baisse et sa croissance est la plus faible des trois (cf. graphique n°33-II).

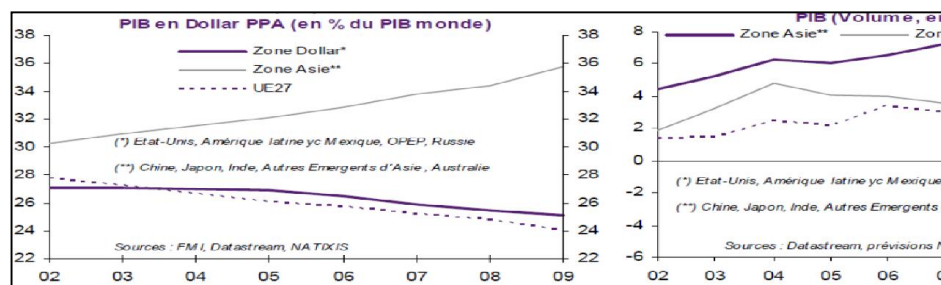
Graphique n°33.I



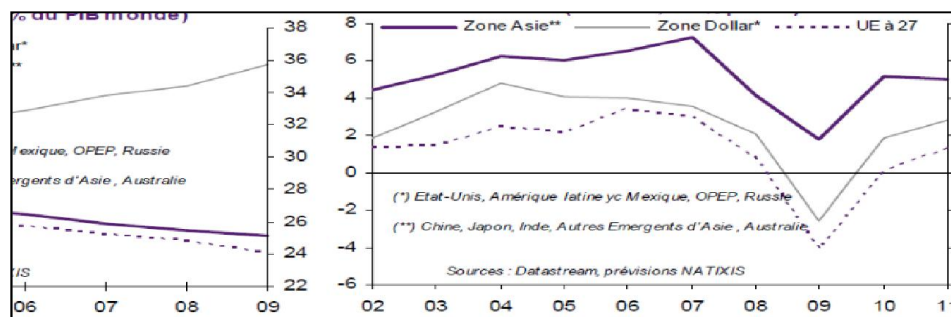
Graphique n°33.II



Graphique n°34-I



Graphique n°34-II PIB (volume, en % par an)



Source : Patrick ARTUS, « Disparition à long terme de l'euro comme monnaie internationale ? », Revue Recherche Economique, flash Natixis Bank, n° 172, 19 Avril 2010, p.3.

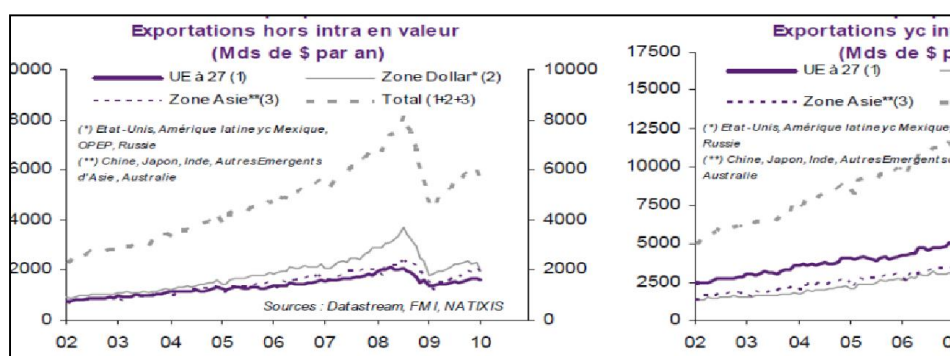
2.3 Situation du «bloc» Européen (l'UE à 27) dans la future architecture économique et financière

Nous allons examiner les perspectives pour la situation de l'Europe par rapport aux deux autres régions (zone dollar, Asie) en ce qui concerne :

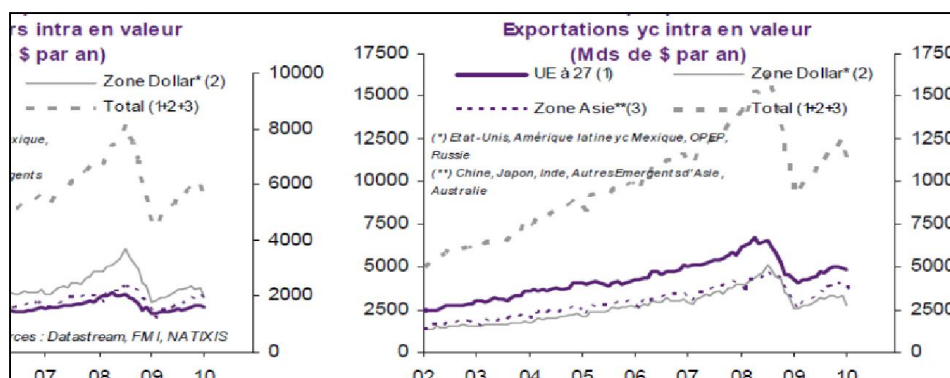
- Le poids dans le commerce mondial hors intra-commerce,
- Les gains de productivité et la croissance potentielle.

Hors intra-commerce, le poids de l'Union Européenne à 27 est le plus faible des trois zones (cf. graphiques n°35-I et 35-II), ce qui n'est pas vrai si nous incluons le commerce intra-européen c'est aussi la zone la plus fermée (cf. graphique n°36-I), et elle a une balance commerciale qui se dégrade légèrement.

Graphique n°35-I

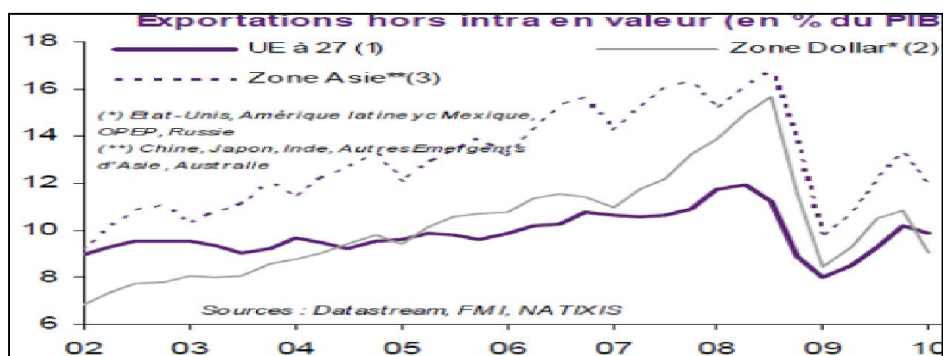


Graphique n°35-II



Source : Patrick ARTUS, « Disparition à long terme de l'euro comme monnaie internationale ? », Revue Recherche Economique, flash Natixis Bank, n° 172, 19 Avril 2010, p.3.

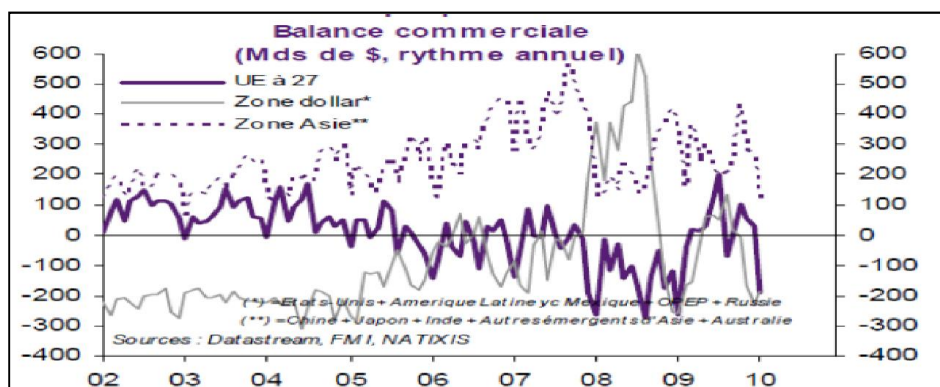
Graphique n°36-I



Source : Patrick ARTUS, 19 Avril 2010, Op.citée, p.3.

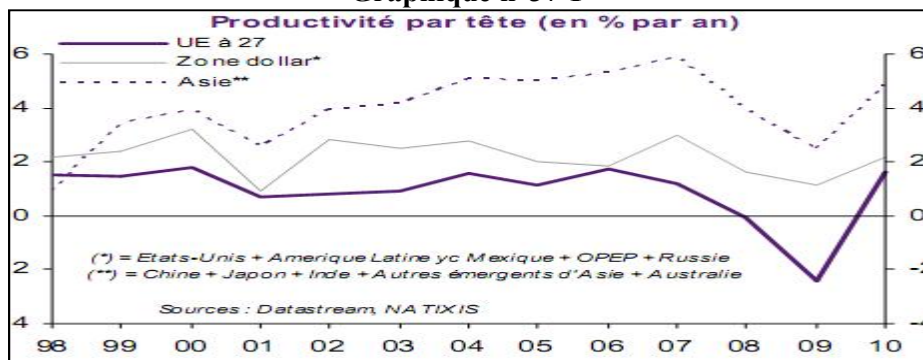
L'Union Européenne a de loin les gains de productivité les plus faibles (cf. graphique n°37-I) et la démographie la plus défavorable (cf. graphique n°37-II), avec une croissance potentielle qui pourrait tendre vers 0. Comme nous l'avons confirmé déjà, le taux de croissance économique constitue un handicap pour la zone euro : depuis le début des années quatre-vingt-dix, le taux de croissance aux Etats-Unis a été constamment supérieur à celui des pays constituant la zone euro (à l'exception de 2001), en raison notamment de gains de productivité et d'un taux de croissance potentielle plus élevés aux États-Unis, qui constituent, comme nous l'avons vu précédemment, des facteurs d'attractivité déterminant pour les investisseurs étrangers.

Graphique n°36-II

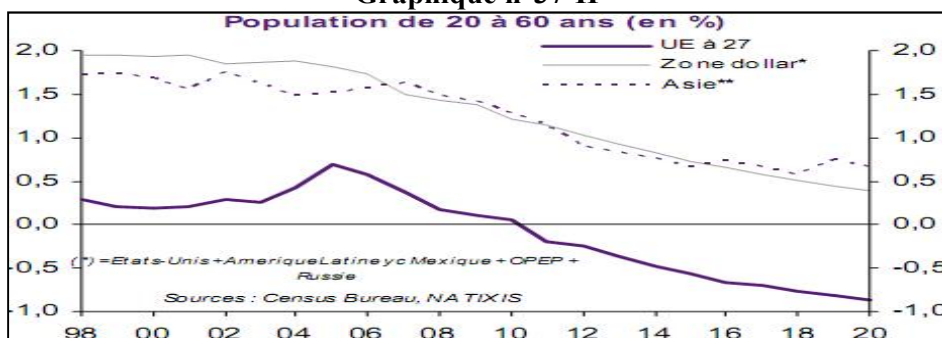


Source : Patrick ARTUS, 19 Avril 2010, Op.citée, p.3.

Graphique n°37-I



Graphique n°37-II



Source : Patrick ARTUS, 19 Avril 2010, Op.citée, p.3.

De plus, depuis la crise de dettes souveraines 2010, la croissance dans la zone euro continue de s'affaiblir. La zone euro a connu une crise financière et une grave récession en même temps que les autres économies de l'OCDE, suivies d'une crise de dettes souveraines dans certains pays de la zone. C'est la première fois qu'était véritablement mise à l'épreuve la robustesse de la zone euro en période de récession. Des déséquilibres excessifs d'ordre économique, financier et budgétaire, se sont accumulés dans certains pays de la zone euro durant la période d'expansion, entravant le bon fonctionnement de l'union monétaire, et se sont traduits par des fragilités croissantes. Il en est résulté des crises économiques et budgétaires particulièrement graves dans certains pays, avec des retombées dans l'ensemble de la zone euro principalement par le biais des marchés de capitaux. On s'aperçoit aujourd'hui que beaucoup de pays de la zone euro (Espagne, Italie, Portugal, Grèce, même les Pays-Bas) éprouvent des difficultés à réduire leurs déficits publics en raison de la faiblesse de leur croissance (cf. figure n°3). La faiblesse de la croissance vient des politiques budgétaires restrictives, du recul des salaires réels avec la hausse du chômage (cf. figure n°4), de la faiblesse des exportations à partir de la fin de 2011 (cf. figure n°5). Cette

difficulté à réduire les déficits publics très claire en Espagne, en Italie, en Grèce, aux Pays-Bas, mais pas en 2011 au Portugal conduit aujourd'hui les gouvernements de ces pays à demander le report dans le temps le moment où leurs déficits publics reviendraient à 3% du PIB. Ces pays vont donc conserver plus longtemps un besoin de financement.

Figure n°3. Déficit public et croissance des pays de la zone euro (2002-2013)

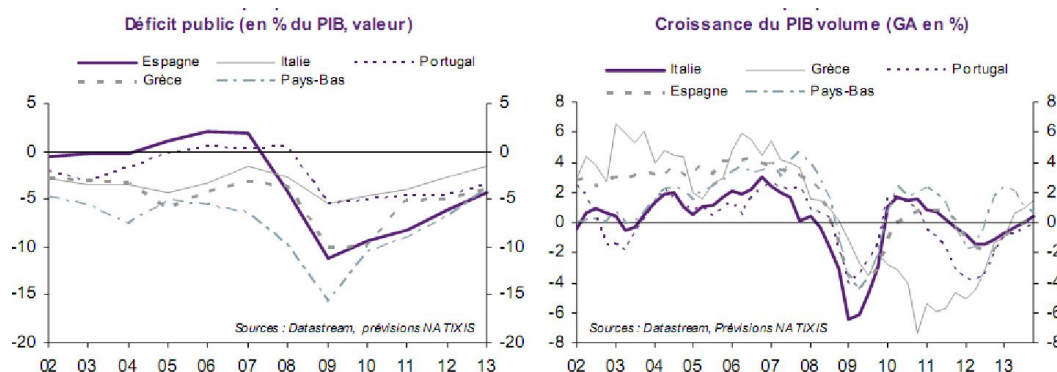


Figure n°4. Salaire réel par tête et taux de chômage des pays de la zone euro

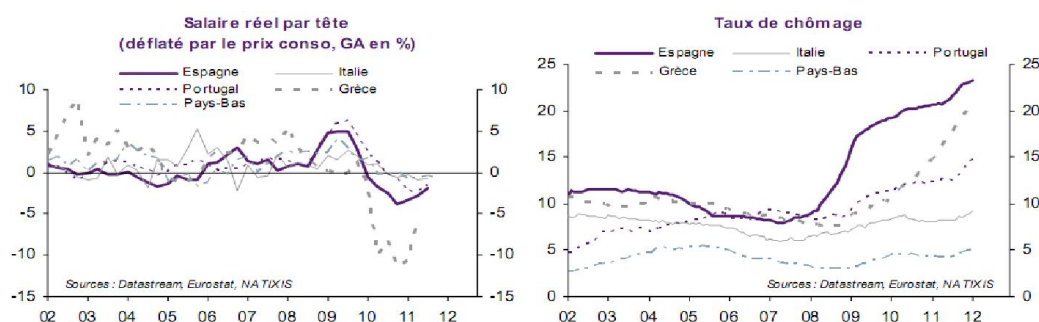
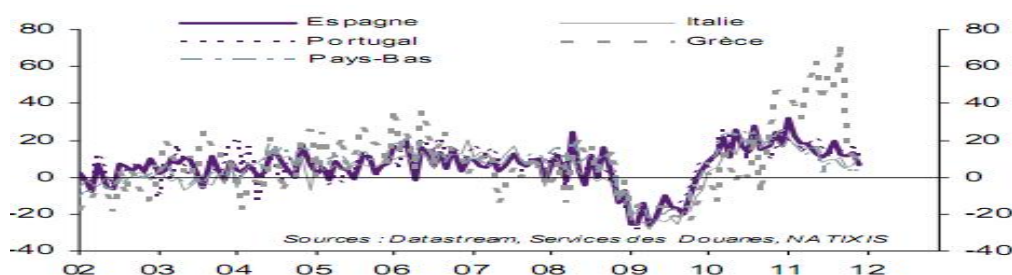


Figure n°5. Exportations totales (valeur, GA en en %)



Source : Patrick ARTUS, « Crise de la zone euro : la seule solution va être le transfert d'épargne forcé de l'Allemagne vers les autres pays », Revue Recherche Economique, flash Natixis Bank, N°.218, 22 mars 2012 – n°218, p.2.

A partir des éléments d'analyse précédents nous pouvons supposer que :

- Le Monde va probablement se structurer en trois blocs économiques et monétaires : zone dollar (autour du dollar américain), Europe (autour de l'euro), l'Asie (autour du RMB) ;
- La part dans le commerce mondial (hors intra-commerce) de l'Europe est déjà la plus faible va diminuer encore¹¹ ;
- Les gains de productivité de l'Europe vont rester faibles par rapport à ceux des deux autres régions (zone dollar, zone Asie) et longtemps en retard par rapport à ceux des États-Unis dans la mesure où les objectifs de Lisbonne tardent à être respectés dans les grands pays européens et où le continent européen souffre d'un retard dans son niveau de recherche et de développement.
- La crise financière mondiale puis la crise des dettes souveraines ont mis sous une lumière crue les difficultés de l'Union européenne à s'organiser en puissance économique souveraine dans la mondialisation, apte à répondre efficacement et solidairement aux chocs qui l'affectent. Les pays de la zone euro en difficulté avec leurs finances publiques ne pourront pas réduire leurs déficits publics aussi vite que ce qui était prévu, en raison de leur perte de croissance. Ainsi, la gravité perçue de la situation des dettes souveraines dans la zone euro influence d'avantage sur la croissance de l'ensemble des prix des actifs risqués, et génère la sélection de quelques actifs comme actifs refuge (le dollar, le yen, les dettes publiques aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Suède, en Allemagne, aux Pays-Bas, en Finlande).¹² Aujourd'hui, nous ne savons pas clairement comment les marchés des dettes publiques des pays en difficulté (Espagne, Italie) qui ont des besoins de financement importants (cf. tableau n° 20) seront équilibrés en 2013. La BCE ne veut pas poursuivre ses achats sur le marché secondaire, les banques et les investisseurs institutionnels sont vendeurs, l'EFSF a des ressources très faibles.

¹¹ Revue Perspectives économiques : zone euro, OCDE, n°67, 2011, p.55.

¹² Voir, Patrick ARTUS, « Perspectives Financières: quels sont les facteurs déterminants pour les marchés financiers en 2012 ? », Revue Recherche Economique, flash Natixis Bank, n° 11, 06 Janvier 2012, p.5.

Tableau n° 20. Emissions brutes de dette publique (en Mds d'euros)

	2011	2012	2012			
			T1	T2	T3	T4
Allemagne	187	183	52	55	38	38
France	184	179	54	57	33	35
Italie	215	242	85	60	53	44
Espagne	94	86	26	20	15	26
Pays-Bas	50	60	23	17	12	8
Belgique	39	39	14	11	9	4
Autriche	17	22	9	6	4	3
Grèce	-	-	-	-	-	-
Finlande	16	13	6	3	3	2
Portugal	12	-	-	-	-	-
Irlande	-	-	-	-	-	-
Zone euro	813,8	824,268	269,49	228,30	166,98	159,51

Source : Natixis

- La probabilité d'une remise en cause de statut de référence des instruments de dette publique européen sur les marchés obligataires : les pays membres d'Euroland se sont engagés, avec le Pacte de stabilité et la crise actuelle (crise des dettes souveraines) dans des politiques budgétaires orthodoxes, visant à limiter les déficits et à terme, à réduire les montants de dette publique ce qui obligent à s'interroger sur l'avenir de ces marchés obligataires européens, dès lors que les compartiments d'obligations d'État risquent de ne plus être alimentés par des émissions nouvelles en Europe.
- La poursuite de la croissance économique rapide des pays émergents, de la chine et de l'inde, et l'accumulation de réserves de change par les pays asiatiques : la montée en puissance de ces deux économies réduirait d'autant l'importance et l'influence mondiales de la zone euro et déplacerait les transactions commerciales et en capital vers les monnaies chinoise et indienne. Cela dit, il n'est pas sûr que, dans l'avenir envisageable, l'utilisation internationale de ces deux monnaies se développe proportionnellement à la croissance de l'économie réelle. L'important est donc de savoir quelle direction prendra le renforcement de la présence accrue de la chine et de l'inde dans le commerce et sur les marchés financiers mondiaux. Enfin, comme les pays asiatiques détiennent une part considérable des réserves officielles mondiales, leur réaction en cas de dépréciation continue du dollar revêtira aussi une énorme importance.¹³

¹³ Axel BERTUCH-SAMUELS, Mars 2007, Op.citée, p.15.

2.4 Impact de la redistribution des poids économiques et financiers dans le monde sur le rôle de l'euro dans le SMI

Dans les circonstances économiques et financières que nous venons de présenter, les rendements des actifs de l'Europe seront faibles par rapport à ceux des deux autres régions (zone dollar et zone Asie). Ainsi, les flux de capitaux ne vont donc pas être attirés vers l'Europe ; ils sont déjà attirés davantage par l'Asie (cf. graphique n°38-I) et, dans la période récente *la portion nette ouverte* sur l'euro et sur la livre sterling est devenue négative (cf. graphique n°38-II). A partir de l'analyse de ces tendances concernant une redistribution des poids économiques et financiers dans le monde, il est donc probable que :

- ✓ Le rôle de l'euro comme la monnaie du commerce mondial risque d'être de plus en plus moindre avec la part en diminution de l'Europe dans ce commerce ;
- ✓ Le rôle de l'euro comme la monnaie de réserve mondiale, risque de se dégrader avec la faiblesse des gains de productivité, donc de rendement du capital, en Europe ;
- ✓ L'euro soit la devise la plus faible des trois (dollar, RMB, euro) avec des rendements des actifs plus faibles. Ceci implique normalement que, à cet horizon, si cette situation ne se rétablit pas, le rôle de l'euro comme monnaie internationale reculera considérablement, sur le long terme.
- ✓ Sur le court et moyen terme, les faiblesses de l'euro sont trop évidentes pour qu'il constitue un substitut au dollar, donc l'euro resterait une alternative faible pour le SMI¹⁴. Au plus fort de la crise financière 2008, le repositionnement de portefeuilles internationaux (publics et privés) en direction du dollar et non de l'euro, a contribué à l'appréciation de la monnaie américaine (la valeur de l'euro passant de 1,60 USD/ EUR en avril 2008 à 1,26 USD/EU en novembre 2008). Depuis, les incertitudes face à la crise des pays périphériques

¹⁴ Hubert ESCAITH et Carlos QUENAN, « Émergence de l'euro : implications pour l'Amérique latine et les Caraïbes », Mai, 2004, Op.citée, p.32.

ont contribué à peser sur la monnaie commune euro.¹⁵ Sur le moyen et long terme, l'euro ne pourrait pas contribuer à un meilleur équilibre entre l'Europe et les Etats-Unis au niveau économique et politique. Car, l'euro souffre d'un manque de confiance, il reste une monnaie récente sensible à l'économie mondiale ; de plus, les pays de la zone euro affichent des divergences économiques, des problèmes de croissance, de dettes publiques et manque de gouvernance économique et financière. Mais surtout la force politique des Etats-Unis est telle que l'euro ne peut pas changer la donne en si peu de temps. Le dollar reste pour l'instant la monnaie clé du système monétaire internationale. Le dollar comme actif de réserve tient à la liquidité que les bons de trésor des USA peuvent fournir à l'économie mondiale une liquidité très importante notamment en temps de crise globale (illustration de la crise financière 2008), une fonction que ne peut assurer l'euro (prêteur de dernier ressort). Cette liquidité repose en dernier ressort sur la capacité fiscale de l'émetteur (trésor américain), qui lui permet de garantir la contre-valeur de son passif, en particulier vis-à-vis de détenteurs étrangers, et ce lorsque l'économie mondiale se trouve en péril¹⁶. Ainsi, par rapport au développement du SMI, si l'on tient compte de l'expérience initiale de la monnaie unique européenne sur la scène internationale et des enseignements de la théorie économique, le scénario le plus plausible à moyen-long terme semble être le développement d'un duopole asymétrique dollar/euro. Ceci signifie que l'euro partagera le rôle du dollar comme monnaie financière, alors que la monnaie américaine continuera à prévaloir dans les transactions commerciales. Dans un cadre de coopération monétaire internationale insuffisante, ce premier scénario suppose une forte volatilité entre les deux principales monnaies internationales, ce qui sera un facteur très déstabilisateur pour les pays tiers¹⁷.

- ✓ Sur le long terme (2020), selon un deuxième scénario, les premiers pas vers l'internationalisation de certains systèmes financiers, comme celui de la chine, montre que le système monétaire international pourrait progressivement

¹⁵ Emmanuel FARHI, Pierre-Olivier GOURINCHAS et Hélène REY, « Quelle réforme pour le système monétaire international ? », 29 Janvier 2011, p.23.

¹⁶ Emmanuel FARHI, Pierre- Olivier GOURINCHAS et Hélène REY, 2011, Idem, p.32.

¹⁷ Hubert ESCAITH et Carlos QUENAN, Mai, 2004, Op.citée, p.32.

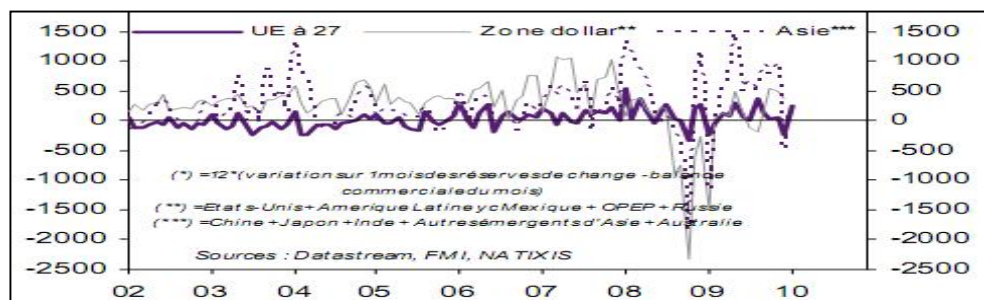
devenir plus *multipolaire*. La forte croissance de l'économie mondiale stimulant la demande d'actifs libellés en dollar. Mais, la capacité fiscale des Etats-Unis a vocation à diminuer par rapport à la taille de l'économie mondiale. Au delà du régime de taux de change, c'est bien la capacité à fournir la liquidité en période de tensions sur l'économie mondiale qui définit l'émetteur de la monnaie de réserve. Cette capacité dépend de la capacité fiscale de l'émetteur. Dans un monde plus grand, les Etats-Unis seront donc amenés inéluctablement à perdre le monopole de la monnaie de réserve. Nous allons donc entrer, plus ou moins rapidement, mais inéluctablement, dans un monde multipolaire¹⁸. *Dans ce cas, quelles seront les monnaies de réserve qui viendront concurrencer le dollar ?* De par la taille des économies qu'ils recouvrent, seuls l'euro et le yuan sont des candidats sérieux. Comme nous l'avons vu, l'euro est déjà une monnaie de réserve régionale, il continuera d'exercer sa force d'attraction pour les pays candidats à l'UE qui s'engagent dans une perspective d'intégration commerciale puis monétaire avec la zone euro. Mais aussi en Afrique sub-saharienne et dans le pourtour sud de la méditerranée, où la zone euro tient une place prépondérante comme partenaire commercial et comme pourvoyeur d'investissements directs¹⁹. Les autorités chinoises, de leur part préparent activement l'internationalisation du yuan. Car , en retenant une approche « globale » des marchés financiers sur lesquels s'appuient les monnaies (qui intègre des marchés financiers nationaux comme les marchés des actions, dans lesquels le rôle des investisseurs étrangers est de plus en plus important), il est clair que l'Asie a un potentiel très important face au dollar et à l'euro, malgré des marchés internationaux encore peu développés (Thimann, 2009).²⁰

¹⁸ Emmanuel FARHI, Pierre-Olivier GOURINCHAS et Hélène REY, « Quelle réforme pour le système monétaire international ? », 29 Janvier 2011, p.23.

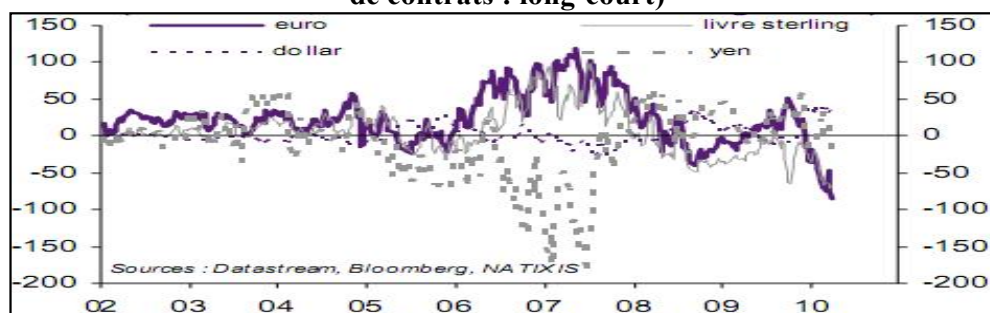
¹⁹ A. BÉNASSY-QUÉRÉ et Benoit COEURÉ, 2010, Op.citée, p.367.

²⁰ Ch. THIMANN, « Global roles of currencies », ESB Working Paper n°1031, mars 2009, cité par: A. BÉNASSY-QUÉRÉ et Benoit COEURÉ, 2010, Op.citée, p.367.

Graphique n° 38-I. Flux de capitaux mensuels (annualité*, en mds d dollars)



Graphique n° 38-II. Position nettes ouvertes sur le change (en milliers, nombre de contrats : long-court)



Source : Patrick ARTUS, 19 Avril 2010, Op.citée, p.3.

A partir des constats de nos précédentes analyses, il est difficile de prévoir si l'euro sera ou non un pôle de reconstruction du système monétaire international. En revanche on peut dire que l'éventualité peut être possible, car pour l'instant, l'euro est la seule monnaie qui répond plus à certains critères de l'internationalisation de la monnaie. Mais, cela ne serait possible sans que la zone euro relève certains défis, qui mèteront fin aux différentes limites économiques, financières et politiques de sa gouvernance

3. Grands défis à relever pour l'avenir de l'euro sur les marchés internationaux

Comme nous l'avons constaté, l'euro remplit les critères traditionnels d'internationalisation d'une monnaie, celui-ci a vocation à jouer un rôle international important, même si cela ne constitue pas un objectif de l'Eurosystème. Le caractère graduel, voire limité, de son développement dans certaines fonctions de monnaie internationale constitue, par conséquent, un paradoxe apparent. Avec des marges de manœuvre limitées pour la conduite de la politique monétaire et des situations économiques disparates, des politiques budgétaires insuffisantes, un policy

mix inapproprié, une Union Economique et Monétaire qui pâtit d'une unification inaboutie et inachevée, des marchés financiers et de travaux non unifiés qui fonctionnent avec une diversité de lois, règlements, procédures, juridictions à prendre en compte en cas de litige ; et dans la mesure où la globalisation des économies tire inévitablement le système monétaire vers l'unicité de monnaie internationale au profit de la suprématie au moins historique du dollar, l'euro a eu beaucoup de difficulté pour s'imposer comme monnaie internationale au-delà de la proximité immédiate de la zone euro.

Pour que l'euro devienne une monnaie internationale à part entière et pleinement un pôle de reconstruction du système monétaire international, l'Union Européenne doit désormais relever certains défis pour asseoir ses compétences.

3.1 Renforcer l'intégration sociale et la gouvernance européenne

3.1.1 La nécessité de faire de l'euro un vecteur d'intégration sociale en Europe, pas uniquement un instrument économique et financier

En effet, son utilisation devrait donner aux citoyens européens un sentiment d'appartenance à une même société, avec ses règles et son langage commun. Il doit ainsi contribuer à la création d'une identité européenne, permettant ainsi aux européens de se différencier des individus appartenant à d'autres sociétés. Cependant, ces dimensions sociologiques et identitaires ont été sous-estimées par les fondateurs de l'Union européenne. C'est pourquoi la construction européenne semble paradoxale et inachevée sur le plan politique puisque les pays de l'Union ont créé un pouvoir monétaire unifié « concentré entre les mains de banquiers centraux indépendants » sans se doter, dans le même temps, d'un pouvoir politique de même échelle territoriale. L'union doit donc régler ce déséquilibre institutionnel, car à ce jour, elle n'est pas véritablement dotée des attributs démocratiques nécessaires pour qu'on la reconnaisse souveraine et apparait davantage comme une création purement technocratique et étrangère aux préoccupations des citoyens des Etats membres.

3.1.2 Surpasser les failles de la gouvernance européenne

Les difficultés de l'Union européenne à s'organiser en puissance économique souveraine dans la mondialisation, apte à répondre efficacement et solidairement aux chocs qui l'affectent, est une réalité que la crise de la dette grecque, du printemps 2010, vient amplement appuyer. En effet, comment faire confiance à l'euro si la zone euro ne soutient que timidement ses membres, et quand des menaces d'implosion de la zone planent sans cesse sur les marchés financiers ? Aujourd'hui, alors que les PECO fraîchement membres de l'Union Européenne peine à sortir de la récession économique depuis le printemps 2010, doter l'euro d'une véritable gouvernance économique et politique en renforçant la coordination des États membres au sein de la zone euro et mettant fin aux carences de la solidarité européenne sont d'une nécessité sans précédent. L'absence d'institutions politiques communes et unifiées est, de ce fait, source d'importants dysfonctionnements en ce qui concerne l'organisation des politiques économiques, ce qui pèse sur le dynamisme de l'espace économique européen et constitue un frein à la coopération monétaire internationale. D'ailleurs, cette question non résolue de la gouvernance de la zone euro est posée aujourd'hui dans la perspective de sortie de crise de la zone euro. Le problème de la gouvernance de l'union présente ainsi l'un des problèmes majeurs de l'Union européenne et freine le développement économique, social et culturel de l'Europe. Il faut qu'une seule et même institution régisse la politique de l'Union européenne, c'est une base nécessaire à édifier et consolider afin d'enrayer les problèmes de dysfonctionnement et booster la croissance économique de l'union et donc imposer l'euro à l'international.

3.2 Défis à relever relatifs aux politiques monétaire et budgétaire pour renforcer le statut international de l'euro

3.2.1 Régler l'asymétrie entre les politiques monétaire et budgétaire et faire de la zone euro une zone monétaire optimale

Comme nous l'avons constaté, d'un côté, la politique monétaire est globale et centralisée, avec un taux d'intérêt et un taux de change uniques ; de l'autre côté, la politique budgétaire est décentralisée et peut être différenciée selon les pays de

l'Union. Cela crée donc des disparités entre les Etats membres qui n'ont pas les mêmes possibilités de développement et les mêmes possibilités de réduire leurs dettes.

3.2.2 La nécessité d'améliorer encore la discipline budgétaire

Les performances budgétaires se sont améliorées dans la zone euro depuis la révision du Pacte de stabilité et de croissance « Pacte pour l'euro mars 2011²¹ », grâce à une progression très favorable des recettes, bien que des déficits importants subsistent dans certains pays. Le ralentissement économique et le coût des mesures d'urgence prises par les gouvernements pour stabiliser les marchés de capitaux accentueront les pressions budgétaires. Le vieillissement de la population reste un enjeu majeur à long terme et en général, rien ne justifie véritablement une politique budgétaire discrétionnaire expansionniste au fur et à mesure du ralentissement économique. Améliorer la qualité des finances publiques, aussi bien du côté des dépenses que du côté de la fiscalité, permettrait de relever les niveaux de vie.

3.3 Assurer une croissance dynamique et soutenable en zone euro

De ce point de vue, il faut parvenir à augmenter le taux de croissance potentiel de la zone euro de manière à diminuer l'écart avec les Etats-Unis. Les mouvements de capitaux (investissements directs et de portefeuille) sont, comme nous l'avons constaté, largement déterminés par les anticipations des investisseurs des écarts de croissance à long terme. Après une période prolongée de bonne performance macroéconomique, l'économie de la zone euro se trouve confrontée à plusieurs difficultés. La croissance de la production, après avoir fléchi en 2007, s'est encore affaiblie tout au long de 2008, avec un PIB en recul durant le deuxième et troisième trimestres de l'année. Ce ralentissement a été aggravé par les turbulences qui ont commencé d'affecter les marchés internationaux de capitaux en août 2007 et se sont intensifiées en septembre 2008. L'activité économique mondiale s'est nettement ralentie. Avec la hausse antérieure des prix des produits de base, l'inflation était passée à un niveau nettement supérieur à l'objectif de stabilité des prix de la

²¹ Voir page 251.

Banque centrale européenne, bien qu'elle se soit reculée depuis. La zone euro avait au départ résisté à ces chocs, mais la production s'est contractée au deuxième semestre 2008 et au premier semestre de 2009, avec une croissance inférieure à la tendance jusqu'au milieu 2010. Bien que les pressions que subissent les marchés monétaires aient pu être enrayerées encore récemment par la banque centrale, les conditions de crédit se sont durcies pour le secteur privé. Malgré tout, une forte contraction du crédit bancaire ne s'est pas encore produite. Les risques d'instabilité des prix n'ont pas totalement disparu, mais on ne constate guère à l'heure actuelle de larges effets de second tour, et les anticipations de prix semblent bien ancrées. Mais les risques sont grands pour les perspectives de croissance. Il faut que les autorités nationales et européennes restent très attentives à l'évolution des marchés de capitaux et de l'ensemble de l'économie et y réagissent comme il convient. Cet épisode d'instabilité financière a mis en lumière la nécessité d'une régulation adéquate des activités financières, ce qui pose des problèmes particuliers pour un marché européen des capitaux de plus en plus intégré. Les autorités, dans leur action à court terme, doivent éviter les mesures qui compromettraient les objectifs à plus long terme. Des problèmes subsistent à plus longue échéance pour parvenir à la viabilité budgétaire, améliorer la résilience économique et relever les niveaux de vie en intensifiant les réformes structurelles sur les marchés européens.

3.4 Défis à relever concernant les marchés européens

3.4.1 Approfondir les réformes structurelles en cours des marchés de capitaux, de biens et du travail

Il est nécessaire d'approfondir les réformes structurelles en cours des marchés de capitaux, de biens et du travail qui ont d'ores et déjà apportés beaucoup de flexibilité aux économies de la zone euro, mais comme nous l'avons constaté précédemment des failles en matière d'harmonisation et d'intégration demeurent toujours. L'Union doit continuer sur la voie de l'harmonisation européenne d'un point de vue législatif, économique et social afin que les règles, les lois, les réformes... soient les mêmes pour tous. L'Union doit donc s'améliorer de ce côté-là, mais doit aussi faire appliquer ses lois qui sont souvent utilisées par les Etats

membres comme bon leur semble. Il faut les mêmes règles pour tous afin que les pays aient un sentiment d'appartenance fort à cette Union et encourage ainsi le développement de l'Euro au niveau international.

3.4.2 La poursuite nécessaire de l'intégration des marchés de capitaux européens

Dans ce cadre plusieurs mesures sont à prendre ;

- La Commission devrait mettre en œuvre les mesures d'amélioration de la concurrence et de l'efficacité proposées dans le Livre blanc sur l'intégration des marchés du crédit hypothécaire dans l'UE.
- Il faudrait notamment élargir l'accès des institutions financières étrangères aux registres de crédit et aux registres fonciers des pays, harmoniser davantage le coût et la durée des procédures de saisie et agir contre les ventes liées et les ventes croisées de produits hypothécaires.
- Il faudrait prendre de nouvelles mesures pour éliminer les autres obstacles à l'intégration des marchés des autres services financiers de détail.
- Il faudrait continuer de réduire la fragmentation des infrastructures de paiement au niveau de l'UE afin d'intensifier la concurrence pour la prestation de services financiers. Il faudrait revoir les analyses réalisées pour le Réseau de transmission monétaire de l'Eurosystème afin de déterminer si l'intensification de la concurrence et les innovations financières ont structurellement modifié le rythme et l'impact des changements de politique monétaire dans la zone euro.
- Il serait également utile d'examiner si les asymétries entre pays de la zone euro pour le mécanisme de transmission se sont ou non accentuées et comment la mondialisation des marchés de capitaux a influé sur les différents canaux de transmission²².
- Enfin l'unification des marchés financiers, notamment le marché d'émission de titres de dettes de la zone euro, constitue un vecteur d'accroissement de la

²² Revue Étude Économique de l'OCDE : Zone Euro, Volume 2009/1, Janvier 2009, p.83.

liquidité à même de créer les conditions d'une internationalisation de l'euro.

3.4.3 Renforcer la réglementation des marchés de capitaux

Le renforcement de la réglementation des marchés de capitaux se fera, notamment par :

- La mise en œuvre des mesures telles qu'elles sont énoncées dans la « feuille de route sur la stabilité financière » d'ECOFIN et, après les avoir examinées comme il convient, les réformes ressortant de l'examen par le Forum de stabilité financière des prérogatives en matière de surveillance prudentielle et de contrôle.
- La mise en œuvre rapidement et de façon efficiente des mesures immédiates en vue de stabiliser le système financier européen et réfléchir soigneusement à une stratégie de désengagement des pouvoirs publics une fois que les tensions se seront dissipées sur les marchés de capitaux.
- Ménager suffisamment de temps aux banques pour qu'elles se recapitalisent elles mêmes en sollicitant des sources de financement privées, mais envisager une recapitalisation à marche forcée des systèmes bancaires si les financements privés ne sont pas au rendez-vous. Appliquer des procédures d'insolvabilité spécifiquement adaptées aux banques et veiller à ce que ces régimes permettent une intervention précoce avant que la situation d'insolvabilité ne se concrétise.
- Améliorer le fonctionnement des mécanismes de garantie des dépôts en veillant au déblocage rapide des indemnisations et au financement convenable de ces mécanismes.
- Exposer plus en détail les principes et procédures de répartition des charges en cas d'intervention publique dans une institution financière transnationale.
- Étudier les possibilités de réduire le penchant procyclique des marchés de capitaux telles que des ajustements anticycliques des ratios de fonds propres et l'introduction de ratios de levier financier venant compléter les ratios de fonds propres pondérés des risques.

Malgré les améliorations actuellement apportées à l'édifice de la réglementation et du contrôle, d'autres mesures sont nécessaires pour améliorer la

surveillance. L'objectif de long terme devrait être de mettre en place une structure plus centralisée de contrôle des grandes institutions financières transnationales (GIFT) complexes. Comme il est peu probable qu'on y parvienne à court terme, il convient de prendre des mesures intermédiaires tendant vers cet objectif :

- Ajouter une dimension européenne à la mission des autorités de contrôle nationales. Harmoniser les normes réglementaires nationales applicables aux grandes institutions financières complexes et aux institutions financières systémiquement importantes, et renforcer davantage les collèges de contrôleurs et le rôle des coordinateurs.
- Renforcer le rôle des comités de niveau 3 en leur confiant une mission plus importante de surveillance du fonctionnement des collèges de contrôleurs et en leur accordant plus de ressources pour remplir leurs missions²³.

3.5 Impact de l'élargissement éventuel de la zone euro

- Une entrée du Royaume-Uni dans la zone euro favoriserait le développement de l'utilisation internationale de l'euro, car elle accroîtrait sensiblement la taille, la liquidité et donc l'attractivité du marché financier de la zone euro²⁴ (en raison de l'importance de la City londonienne qui compte notamment les marchés de change les plus larges du monde (volume quotidien moyen de 753 milliards de dollars, en avril 2004, source BRI) et une capitalisation financière très importante (2722,18 Milliards d'euros sur 8364,87 Milliards d'euros pour l'UE en fin avril 2011).²⁵ En outre, l'entrée à terme des dix nouveaux États membres (la Lituanie²⁶, la Lettonie,²⁷ la Bulgarie,²⁸ La Hongrie,²⁹ La Roumanie,³⁰ La Pologne,³¹ la Suède,³² le Danemark,³³ la

²³ Revue Étude Économique de l'OCDE : Zone Euro, Volume 2009/1, Janvier 2009, p.133.

²⁴ A 16 Le Quéré, 1999),

²⁵ <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>

²⁶ Recalée en 2007 pour un excès d'inflation de 0,1 %, évoque une adhésion éventuelle en 2014 bien que la présidente lituanienne Dalia Grybauskaitė ait déclaré que cette date était irréaliste.

²⁷ Est le seul pays qui s'est fixé une date butoir, elle souhaite intégrer cet espace en janvier 2014.

²⁸ N'a pas communiqué de date butoir ou éventuelle.

²⁹ Espère rejoindre la zone euro au plus tôt en 2020

³⁰ Espère rejoindre la zone euro au plus tôt en 2018.

³¹ N'a pas communiqué de date butoir ou éventuelle quant à son adhésion à la zone euro.

³² A refusé l'adoption de l'euro par référendum en septembre 2003 et le débat n'a jamais été rouvert depuis. Elle ne possède cependant pas de dérogation comme le Danemark ou le Royaume-Uni.

République Tchèque,³⁴ le Royaume-Uni³⁵) est également susceptible de favoriser le développement du rôle international de l'euro, car elle augmenterait la population de la zone de 75 millions d'habitants, et le PIB de 6,3 % (sur la base des PIB aux prix du marché en 2004). Pour autant, l'élargissement de la zone euro constitue un processus de long terme, dont la soutenabilité doit être garantie. D'après le Traité, le respect des critères de Maastricht est censé assurer un degré élevé de convergence durable. Cet élargissement doit donc préserver la stabilité des prix et la stabilité politique de la zone, facteurs qui restent déterminants dans le potentiel de développement du rôle international de l'euro.

Conclusion de la section 3

Cette section nous permet de ressortir les constats suivants : premièrement, l'ambition à moyen ou long termes, du Japon, de la Russie ou de la Chine en ce qui concerne l'extension des fonctions régionales de leurs monnaies, s'accompagnent d'une volonté commune, à court-terme, de maintenir le statu quo, non pas en réponse aux qualités intrinsèques du dollar, mais plutôt par défaut et par crainte des effets déstabilisants qu'une redéfinition des rôles entre le dollar et l'euro pourrait entraîner. Deuxièmement, les perspectives à court et moyen termes des évolutions économiques de la zone euro restent faibles, dans un monde qui probablement va se structurer en trois blocs économiques et monétaires : zone dollar (autour du dollar américain), Europe (autour de l'euro), l'Asie (autour du RMB). Troisièmement, la poursuite de la croissance économique rapide et la montée en puissance des pays émergents : la Chine et de l'Inde réduirait d'autant l'importance et l'influence mondiales de la zone euro et déplacerait les transactions commerciales et en capital vers les monnaies chinoise et indienne. Quatrièmement, les gains de productivité de l'Europe vont rester faibles par rapport à ceux des deux autres régions (zone dollar, zone Asie) et longtemps en retard par rapport à ceux des États-Unis dans la mesure où les grands pays européens s'écartent des objectifs de Lisbonne et où le

³³ Qui avait voté non au traité de Maastricht avant d'obtenir quatre dérogations dont l'une sur la monnaie unique, a refusé l'euro par référendum en septembre 2000. Aucun nouveau référendum n'a été fixé à ce jour.

³⁴ N'a pas communiqué de date butoir ou éventuelle quant à son adhésion à la zone euro.

³⁵ Possède une dérogation permanente qui lui permet de ne pas adhérer à la zone euro. Pour l'heure, le pays n'envisage pas de se lancer dans une démarche d'adhésion.

continent européen souffre d'un retard dans son niveau de recherche et développement. Tous ces faits conjugués aux incertitudes face à la crise des pays de la périphérie qui ne favorise pas la réapparition de la croissance économique dans la zone euro, notamment dans un contexte de persistance des déficits budgétaires et de dettes publiques non soutenables, affaibliront plus les rendements des actifs européens, ce qui continue de peser sur la confiance des investisseurs en la monnaie commune. Par conséquent, sur le long terme, l'euro risque d'être la devise la plus faible des trois (dollar, RMB, euro) et le rôle de l'euro comme monnaie internationale pourrait régresser considérablement. Donc, sur le cours et moyen terme, tant que l'euro ne se libère pas de ses faiblesses, il resterait une alternative faible pour le SMI³⁶. Ainsi, les défis à relever pour qu'il puisse constituer un substitut au dollar reste nombreux.

³⁶ Hubert ESCAITH et Carlos QUENAN, Mai 2004, Op.citée, p.32.

Conclusion du chapitre IV

A titre de conclusion, l'analyse des stratégies officielles d'internationalisation, d'organisation de la gouvernance monétaire et financière et des attributs politiques du dollar et l'euro, révèle qu'ils ne luttent pas à armes égales sur le marché des monnaies internationales. Ce qui justifie la seconde place qu'occupe l'euro dans la hiérarchie des monnaies internationales et la conservation du dollar, sur le moyen et le long terme, de sa position au sommet de celle-ci. En effet, si l'on considère les attributs essentiels d'une monnaie internationale : la taille du pays émetteur, l'importance des échanges commerciaux et financiers qu'il réalise avec le reste du monde en sa propre monnaie, la stabilité macroéconomique du pays émetteur et les qualités intrinsèques du système financier domestique, sa liquidité, sa profondeur, son efficience, et sur le plan macroéconomique les déséquilibres à risque de l'économie américaine (les déficits jumeaux, l'endettement externe et l'évolution observée du taux de change de l'euro vis-à-vis du dollar au cours de la dernière décennie d'un plancher de 0,86 \$ à un plafond de 1,60 en 2008) qui laissent présager une dépréciation tendancielle de la monnaie américaine pouvant aller jusqu'à deux dollars par euro, selon K. Rogoff (2008), l'euro dispose réellement d'un avantage comparatif de nature à concurrencer le dollar dans le maintien de son leadership. Néanmoins, certaines différences concernant l'efficience ou la profondeur des systèmes financiers demeurent entre les USA et la zone euro, car jusqu'aujourd'hui, on met en avant la multiplicité des superviseurs et la fragmentation du marché des bons de trésor entre dix-sept pays dont les titres ne sont pas parfaitement substituables, comme on l'a vu lors de la crise 2008-2010, de sorte que chaque marché national est par construction moins liquide que celui des Treasury bonds américain.

Du coup, en se référant à une telle analyse macroéconomique de la demande de monnaie internationale, le maintien du leadership de la monnaie américaine est imputé à la très forte inertie des comportements et la montée en puissance de l'euro reste inéluctable. Compte tenu de la taille de l'économie européenne, surtout si la zone euro s'élargit, et au vu des performances enregistrées sur le plan de la stabilité monétaire ou de la crédibilité désormais incontestée de la BCE, ce ne

serait là qu'une affaire de délais, d'hystérèse. D'ailleurs, en s'appuyant sur de tels critères et en se focalisant sur les fonctions officielles d'ancrage ou de réserve, M. Chinn et J. Frankel, au gré des hypothèses retenues en (2005 ; 2008), ont prévu un dépassement du dollar par l'euro en 2015 ou en 2022. Mais, en considérant notamment que l'usage du dollar au titre de monnaie internationale obéit à des facteurs différents de ceux pouvant induire à moyen terme une dépréciation significative de la monnaie américaine sur le marché des changes, (B. Cohen, 2008 ; A. Posen, 2008 ; E. Helleiner, 2008 ; J. Kirshner, 2008), viennent contrecarrer les débats de M. Chinn et J. Frankel, et jugent le statu quo bien plus probable. Ce débat recouvre en partie la question de la soutenabilité de ce que certains ont dénommé le système de Bretton Woods II en s'interrogeant sur la pérennité des déséquilibres courants américains, exigeant la poursuite de l'accumulation d'actifs financiers libellés en dollars de la part des pays asiatiques.

Ainsi, le prolongement de l'analyse de la demande à celle de l'offre de monnaie internationale, qui associe aux avantages économiques des déterminants plus politiques (E. Helleiner, 2008), révèle, une autre réalité, l'inertie observée dans la demande de monnaie internationale est sans doute le résultat des incertitudes qui pèsent sur les conséquences macroéconomiques et politiques d'un basculement massif vers l'euro, mais c'est aussi le résultat d'une carence dans l'offre d'une monnaie internationale alternative, compte tenu des spécificités politiques de l'Union monétaire européenne qui restreignent l'attractivité et le statut international de l'euro. Actuellement, la fragmentation politique qui se manifeste aujourd'hui dans une crise des dettes souveraines, vient amplement étayer ce point de vue. Par conséquent, sur le court et le moyen terme, l'euro ne pourrait remplacer le dollar dans le système monétaire international. En effet, comment faire confiance à l'euro si la zone euro ne soutient que timidement ses membres, si des menaces d'implosion de la zone planent sans cesse sur les marchés financiers et alors que les PECO fraîchement membres de l'Union Européenne engourdis par des politiques restrictives, peinent à relancer la croissance économique. Tant que l'euro ne se libère pas de ses faiblesses, il risque d'être, sur le long terme, la devise la plus faible des trois (dollar, RMB, Euro) et même de voir son rôle international régresser considérablement. Enfin,

pour que l'euro puisse être, sur le long terme, une monnaie de référence pour le SMI, l'UEM ne doit pas se tromper d'objectifs. Au cœur de ces objectifs, sur le court et moyen terme, la nécessité de faire de l'euro une monnaie dépendante d'une construction européenne souveraine non d'une construction fédérale inachevée ; l'adoption des stratégies officielles d'internationalisation et d'organisation de la gouvernance monétaire et financière efficaces et adaptés à l'UEM ; La création d'une zone monétaire optimale par le choix d'un modèle de croissance soutenable et cohérent, la mise en œuvre d'un policy-mix européen cohérent et approprié; ainsi que la poursuite nécessaire de l'intégration des marchés de capitaux européens.

Conclusion générale

Douze ans après son introduction et son remplacement de dix sept monnaies nationales, l'euro a mécaniquement pris une place importante au sein du concert monétaire international. Ses débuts ont toutefois été houleux, en témoignent les fluctuations de change vis-à-vis de la monnaie internationale qu'est le dollar, faisant craindre que l'euro ne soit qu'une monnaie de singe. Mais depuis ses débuts chaotiques, il occupe indéniablement une fonction de monnaie internationale. En effet, au cœur de la « tectonique des plaques monétaires », l'euro se développe comme une monnaie internationale d'envergure, il apparaît aujourd'hui comme la deuxième monnaie la plus utilisée au plan international, derrière le dollar et devant le yen. Sa progression depuis 1999 est toutefois largement différenciée selon la fonction et/ou l'usage que l'on considère. Dans le voisinage proche de l'UE, cette monnaie est d'ailleurs perçue comme symbolisant la stabilité européenne et est donc de plus en plus utilisée. Au même titre qu'il existe des phénomènes de dollarisation, l'euroïsation prend de l'ampleur.

Cependant, alors que le dollar joue un rôle planétaire, quelles que soient les fonctions retenues, l'euro apparaît plutôt comme une monnaie internationale incomplète et semble cantonné à une influence régionale au sein du continent européen, en Méditerranée ou en Afrique, contrairement à la monnaie américaine dont l'usage s'avère prédominant sur les grandes places financières, en Asie, au Moyen-Orient, également en Russie, ou plus généralement parmi les actifs de réserve. Donc, l'usage de l'euro s'est développé hors des frontières de la zone, mais principalement dans des pays proches géographiquement et comme monnaie de diversification pour les investisseurs internationaux. Faut-il s'en inquiéter ?

Les avantages associés au rôle international d'une monnaie sont principalement au nombre de trois : recette de seignuriage, limitation du risque de change pour résidents, taux d'intérêt plus faibles en raison d'une plus grande liquidité du marché. Les recettes de seignuriage au sens strict, liées à la circulation des billets et des pièces hors de la zone euro, sont évalués à environ 0,03% du PIB de la zone

et trois fois plus aux Etats-Unis.¹ La prime de liquidité dont bénéficient les Etats-Unis serait, elle, de l'ordre de 25 à 50 points de base (0,25 à 0,50 % en moins du taux d'intérêt annuel).² Ces avantages peuvent néanmoins se payer par une demande de monnaie, un taux de change plus instable et par l'obligation qui serait faite de facto à la banque centrale de jouer le rôle de prêteur de dernier ressort dans des pays hors zone euro, en particulier dans les pays euroisés.³ En outre, une internationalisation trop rapide de l'euro aurait pu s'avérer déstabilisante dans une période où les déficits courants américains et l'ancrage au dollar des monnaies asiatiques poussaient à la hausse la monnaie européenne : des achats massifs d'euro par les investisseurs extérieurs à la zone auraient en effet aggravé cette tendance. S'il faut se garder de porter trop d'attention au taux de change euro/dollar, compte tenu de la part dominante des échanges intra-zone euro, cela ne signifie pas qu'il faille s'en désintéresser : le taux de change euro/dollar est un déterminant important de l'activité et de l'inflation à court terme et peut déclencher des délocalisations dont les conséquences sociales sont immédiates et ne peuvent être réparées que lentement, par des stratégies de montée de gamme et d'investissement dans les nouvelles technologies. Le renchérissement tendanciel de l'euro durant ses dix premières années d'existence a mis en lumière la faible capacité de la zone euro à peser sur un système monétaire international organisé autour des Etats-Unis et de la Chine, faisant porter sur l'euro la charge de l'ajustement des équilibres mondiaux. Mais les remèdes à la compétitivité insuffisante de la zone euro dans certains secteurs sont avant tout structurels et passent par des politiques transversales de soutien à l'innovation, aussi bien en termes de technologies que de produits.

Plus de dix ans après la création de la monnaie européenne, le scénario du basculement vers l'euro a donc tourné court et l'on atteint un palier dans la recomposition des rôles parmi les monnaies internationales, l'euro au second rang et le dollar conservant une large part de son leadership. Cette situation d'attractivité incontestable de la monnaie américaine qui disqualifierait ses éventuels concurrents, l'euro en particulier, ne peut, seulement se justifier par les qualités intrinsèques du

¹ BCE, 2007.

² Selon PORTES et REY, 1998.

³ Commission européenne, 2008.

dollar. Effectivement, plusieurs facteurs font que le dollar et l'euro ne luttent pas à armes égales sur le marché des monnaies internationales. Il s'agit notamment des stratégies officielles d'internationalisation et des hésitations européennes quant à l'affirmation d'une ambition internationale pour l'euro compte tenu de l'organisation de la gouvernance monétaire et financière et des spécificités politiques de l'Union Monétaire Européenne, qui restreignent l'attractivité internationale de l'euro. Ajoutant à cela, la carence dans l'offre d'une monnaie internationale alternative, les visées à moyen ou long terme du Japon, de la Russie ou de la Chine en ce qui concerne l'extension des fonctions régionales de leurs monnaies, qui s'accompagnent d'une volonté commune, à court-terme, de maintenir le *statu quo*, non pas en réponse aux qualités intrinsèques du dollar, mais plutôt par défaut et par crainte des effets déstabilisants qu'une redéfinition des rôles entre le dollar et l'euro pourrait entraîner. Cette question ne manquera pas de ressurgir et le scénario d'une fragmentation de l'espace monétaire mondial a aujourd'hui beaucoup d'adeptes, parmi eux les économistes ou les politologues [B. Cohen, 2008 ; J. Kirshner, 2008 ; A. Posen, 2008 ; E. Helleiner, 2008]. Un éventuel polycentrisme monétaire suscite cependant pas mal d'inquiétudes, qu'il s'agisse d'invoquer son caractère potentiellement instable, en présence d'incessantes réallocations des portefeuilles privés à l'échelle internationale, ou de souligner le risque d'un renforcement des antagonismes politiques, voire des conflits, dans le domaine de la diplomatie monétaire des grandes puissances, ne serait-ce qu'entre l'Europe et les Etats-Unis [B. Cohen, 2008 ; A. Posen, 2008]. Mais outre le fait que le monocentrisme monétaire centré sur le leadership américain n'a guère fait la preuve de sa stabilité depuis une vingtaine d'années, ni sur le plan monétaire ni en matière financière, cette question ne concerne pas seulement la distribution des rôles en matière de monnaies internationales, car la crise financière actuelle a toutes les chances d'influer, plus généralement, sur l'architecture future de la mondialisation [A. Cartapanis, 2009]. Si les politiques résistent à la tentation protectionniste, aux effets désastreux, deux scénarios prévalent quant à l'avenir de la mondialisation : d'abord, celui d'un repli sur une base régionale de l'économie mondiale, autour d'un ensemble d'économies-mondes, en Europe, aux Etats-Unis, en Asie, réduisant leurs interdépendances et renforçant leur cohésion interne, en matière

de politique macroéconomique, de régulation monétaire et financière ; ensuite, le scénario du rebond de la mondialisation si les gouvernements réagissent de façon toute différente, non pas en adaptant les régulations ou les institutions existantes sur une base purement nationale, non pas en recentrant géographiquement l'ouverture externe et l'intégration internationale au sein de quelques grandes zones, mais au contraire en construisant à l'échelle globale de nouvelles règles, répartissant de façon plus équilibrée et plus équitable les responsabilités monétaires afin d'éviter l'accumulation de déséquilibres ou de tensions financières susceptibles de conduire à de nouvelles crises systémiques. Dans les deux cas, il est douteux que le dollar conserve son statut de monnaie internationale incontestée.

Certes, il est encore difficile, à l'heure actuelle, d'affirmer que l'euro peut véritablement être un pôle de reconstruction d'un système international, notamment du fait que les errements inhérents à la gouvernance économique européenne impliquent que l'euro n'est pas géré ni représenté en dehors des frontières de la zone euro. Cette incohérence prive l'euro et les européens d'un pouvoir important alors qu'il s'agit de définir de nouvelles règles au sein du SMI. De plus, les États-Unis et l'Europe ne vivent pas la crise économique de la même manière. Les États-Unis survivent alors que l'Europe s'en sort moins bien en raison de la crise de dettes souveraines : récession et taux de chômage élevé. Il n'en demeure pas moins, dans le contexte actuel de graves déséquilibres mondiaux, marqué notamment par l'ampleur du déficit du compte courant des États-Unis, qui fait peser un risque particulier sur le dollar, l'existence de l'euro constitue une différence notable par rapport aux épisodes précédentes de dégradation des comptes extérieurs des États-Unis, car il constitue une alternative crédible au dollar aux yeux des investisseurs et des acteurs du système monétaire international.

Dans l'avenir, l'affirmation de l'ambition internationale pour l'euro (s'affirmer dans l'ensemble des fonctions de monnaie internationale et être une monnaie de référence pour le SMI), sera dépendante de certains facteurs externes et internes. D'abord de l'attitude de plusieurs grands pays, comme le Japon, la Russie ou la Chine, qui aujourd'hui, s'ils sont prêts à contester le leadership monétaire du

dollar, ne sont pas pour autant favorables à l'adoption d'une autre monnaie internationale. Ils semblent préférer l'édification, à plus ou moins long terme, de zones monétaires régionales. Puis, de l'importance et l'influence mondiales de la zone euro, sur le long terme, comparativement aux deux autres blocs économiques et financiers en formation : la zone dollar (autours du dollar américain et la zone Asie (autour du renminbi). Enfin, le développement futur de la monnaie européenne comme monnaie internationale à part entière, résultera de moins en moins du déclin des fonctions internationales du dollar, que de la confiance qu'inspire l'euro à ses détenteurs.

L'euro possède encore une marge de progression importante en termes de parts de marché des devises. Si la volonté politique suit, la monnaie européenne pourrait devenir à long terme une monnaie internationale aussi puissante que le dollar et une alternative pour le SMI. Cela signifierait une plus grande indépendance en matière de politiques budgétaire et monétaire, mais surtout une réelle possibilité d'influer sur les règles de l'économie mondiale, ainsi que sur la perception de puissance que les Européens auront d'eux. L'Europe des dix sept doit donc garantir la cohérence de ses projets : politique, économique et social, afin de s'assurer d'une confiance collective nécessaire au développement de l'internationalisation de sa monnaie unique, refuge de tous les conflits et lacunes du projet qu'il représente. La conjoncture internationale actuelle de crise de dettes souveraines (2010), qui intensifie les divergences entre les autorités monétaires et les autorités nationales et aggrave les blocages institutionnels, rend urgent une révision de l'architecture européenne afin de renforcer la coordination entre les pays de la zone euro et rendre viable la constitution de l'Union Économique et Monétaire européenne. L'objectif étant de légitimer les institutions européennes et de les inscrire dans une cohésion avec les citoyens qu'elles représentent. Les gouvernements nationaux, en tant que structures politiques locales, doivent également concourir à pallier le déficit démocratique de ces dernières et ainsi favoriser l'émergence d'une citoyenneté européenne. Ils se doivent de présenter l'euro, non pas comme une monnaie unique mais une monnaie réunissant dix sept pays avec leurs identités culturelles propres.

Enfin, dans le futur, la mise en place d'un système monétaire international plus équilibré passera par le rééquilibrage des modèles de croissance des États-Unis et de la Chine, par la conception et la mise à la disposition des pays émergents d'instruments d'assurance contre la volatilité des flux financiers internationaux, qui les dissuadent d'accumuler sans frein des réserves de change, et par le développement ordonné du rôle international de l'euro. Dans ce cas, cette réflexion nous conduit à s'interroger sur les conditions nécessaires pour favoriser concrètement l'émergence d'un système monétaire international multipolaire (dollar, euro, le renminbi chinois), qui garantirait une stabilité monétaire mondiale et une meilleure liquidité internationale notamment en temps de crises ?

Bibliographie

1. Ouvrages

- AGLIETTA. M., « La fin des devises clés : essai sur la monnaie internationale », La découverte, Paris, 1986.
- AGLIETTA. M., « Macroéconomie financière », 2^{ème} volumes, Paris, La Découverte, 2001.
- AGLIETTA. M. et DEUSY-FOURNIER., « Internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire, in Cinquante ans après Bretton-Woods », Coll. CEPIL, Eds Economica, Paris, 1995.
- AGLIETTA. M. et ORLÉAN. A., « La monnaie entre violence et confiance », Eds. Odile Jacob, Paris, 2002.
- AGLIETTA. M., « L'hégémonie du dollar peut-elle être contestée », in CEPIL, L'économie mondiale 2006, Paris, La Découverte, coll. Repères, 2006.
- AGLIETTA. M., « Espoirs et incertitudes suscités par l'euro in L'argent ? », ouvrage collectif sous la direction de Marcel Drach, La Découverte, Paris, 2004.
- ANGEL. B., « L'Union Économique et Monétaire », Paris, Ellipses, 2006.
- BLANC. J., « Les monnaies parallèles, Coll. Logiques Économiques », Eds. L'Harmattan, Paris, Décembre, 2000.
- BOURGUINAT. H., « Les vertiges de la finance internationale », coll. Thémis, Eds. Economica, Paris.1987.
- BOURGUINAT. H., « La concurrence des monnaies véhiculaires : vers le polycentrisme monétaire ? En Croissance, échange et monnaie en économie internationale », Economica, Paris.1985.
- BRADLEY. X. et DESCAMPS. C., « Monnaie banque financement », Paris, Dalloz, 2005.
- CARTELIER. J., « La monnaie », Eds. Flammarion, 1996.
- CHINN. M. et FRANKEL. J., « Why the Euro will rival the dollar ? », international Finance, 2008.

- COHEN. B.J, « The Future of Sterling as an International Currency », Macmillan, London, 1971.
- COHEN. B.J, « L'avenir des monnaies de réserves », Finance et développement, Septembre, 2010.
- CREEL. J. et FARVAQUE. E., « Construction européenne et politique économique », Paris, Vuibert, 2004.
- DE MOURGUES. M., « La monnaie : Systèmes Financiers et Théorie Monétaire », 2^e Eds. Economica, Paris, 1990.
- DUBOIS., « Histoire de l'Europe monétaire, 1945-2005 : Euro qui comme Ulysse », Paris, PUF, 2008.
- DOUTRIAUX. Y. et LEQUESNE. C., « Les institutions de l'Union européenne après le traité de Lisbonne », 8^e édition, La Documentation française, 2010.
- EMESSON et HUHNE. C., « L'Ecu », Paris, Economica, 1991.
- EICHENGEEN. Barry., « Un Privilège exorbitant : Le déclin du dollar et l'avenir du système monétaire international », Traduit de l'anglais par Michel le Séac'h. Paris, Odile Jacob, 2011.
- FAUGERE. J.P. et VOISIN. C., « Le Système financier et monétaire international : Crises et mutations », Eds Nathan, Paris, 1993.
- FIGLIUZZI. A., « L'économie européenne », Bréal, 2008.
- FLOUZAT. D., « Les stratégies monétaires », PUF, Paris, 2003.
- FRANKEL, J. « What's "in" and What's "out" in Global Money». International Finance and Development, 2009.
- FRITSCH-BOURNAZEL. R., « L'Allemagne unie dans la nouvelle Europe », Éditions Complexe, 1991.
- FRIEDMAM. M., « Capitalisme et liberté », Eds. Laffont, Paris, 1971.
- GNOS. C., « L'euro », Caen, EMS, 1998.
- GUÉNOUN. D., « Les deux faces de l'euro in L'argent », ouvrage collectif sous la direction de Marcel Drach, La Découverte, Paris, 2004.
- HARROD. S. R., « La Monnaie », Dunod, 1971.

- HAYEK. F., « Denationalization of Money. The Argument Refined. An Analysis of the Theory and the Practice of Concurrent Currencies », 2nd Eds, London, IEA, 1978.
- KINDLEBERGER. C., « Power and Money: the Politics of International Economics and the Economics of International Politics », New York, Basic Books, 1970.
- KRUGMAN. P., « The International Role of the Dollar: Theory and Prospects in Currency and Crises », in J.BILSON et R.MARSTON, Eds. Exchange Rate Theory and Practice, University of Chicago Press, 1984.
- LATOUCHE. S., « Décoloniser l'imaginaire. La pensée créative contre l'économie de l'absurde », L'Aventurine, Paris, 2003.
- LELART. M., « La construction monétaire européenne », Paris, Dunod, 1994.
- MACKINNON. R.I., « Money in international exchange », Oxford University Press, 1979.
- MAJNONI D'INTIGNANO. B., « L'euro notre monnaie notre problème ? », Ebook, 2008, Paris, 2008.
- RAYMOND. R., « L'euro et l'unité de l'Europe », Economica, 2001.
- RUÉFF., « Balance of payments: proposals for the resolution of the most pressing world economic problem of our time », Macmillan, 1967.
- SAINT-ETIENNE. C., « La fin de l'euro », François Bourin, 2010.
- SAPIR. J., « Les trous noirs de la science économique. Essais sur l'impossibilité de penser le temps et l'argent », Eds. Michel ALBIN, Paris, 2003.
- SIIROEN. J. M., « Finances internationales », Eds. A. Colin, Paris, 1993.
- SMITH. A., « Enquête sur la nature et les causes de la richesse des nations », Eds. PUF, Paris, 1995.
- SEARLE. J. R., « La construction de la réalité sociale », Ed. Gallimard, Paris, 1998.
- TAVLAS. G., « On the international use of currencies: The case of the deutsche mark », Essays in international finance, Mars, 1991.
- TRIFFIN. R., « Gold and the Dollar Crisis. The Future of Convertibility », Ed. International Monetary Fund, 1960.

2. Revues et articles

- AGLIETTA. M., « Pourquoi l'euro ne tient pas ses promesses ? », Revue Alternatives Économiques n° 239, Septembre 2005.
- AGLIETTA. M., « Le dollar : pivot du système monétaire international », Revue d'économie financière, n° 2987, 2010.
- AGGRADI. F., « Déclaration faite devant le Parlement Européen le 22 Septembre 1971 », Bulletin des Communautés Européennes, n° 9-10, 1971.
- ARTUS. P., « Quelles perspectives pour le Système Monétaire International ? », Revue Recherche Économique, flash Natixis Bank, n° 285, 13 Juillet, 2008.
- ARTUS. P., « Disparition à long terme de l'euro comme monnaie internationale? », Revue Recherche Économique, flash Natixis Bank, n° 172, 19 Avril 2010.
- ARTUS. P., « Réserve Fédérale et Banque Centrale Européenne : que ferait l'une à la place de l'autre ? », Revue Recherche Économique, Flash marchés, n° 474, 27 Novembre 2006.
- ARTUS. P., « Pourquoi l'euro est-il si fort ? », Flash marché Natixis, 10 Novembre, 2009.
- ARTUS. P., « Perspectives Financières 2012 : quels sont les facteurs déterminants pour les marchés financiers en 2012 ? », Revue Recherche Économique, flash Natixis Bank, n° 11, 06 Janvier 2012.
- ARTUS. P., « Quelles conséquences si le RMB chinois devient la monnaie du commerce extérieur en Asie ? », Revue Recherche Économique, flash Natixis Bank, n° 330, 20 Juillet 2009.
- ARTUS. P., « Crise de la zone euro : la seule solution va être le transfert d'épargne forcé de l'Allemagne vers les autres pays », Revue Recherche Économique, flash Natixis Bank, n° 218, 22 Mars 2012.
- BÉNASSY-QUÉRÉ et DEUSY-FOURNIER., « La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973 », Revue du CEPII, n°59, Paris, 3^{ème} trimestre, 1994.

- BÉNASSY-QUÉRÉ. A., MOJON. B et SCHOR. A-D., « The international role of the euro », Document de travail, n° 98-03, CEPII, Paris.1998.
- BÉNASSY-QUÉRÉ. A., BERTHOU. A et FONTAGNÉ. L., « Euro : comme prévu, des gains et des couts », Lettre du CEPII, n° 284, Décembre 2008.
- BENASSY-QUÉRÉ. A., « Le paradoxe de Mundell », Revue Française d'Économie, vol. 18 (2), 2009.
- BÉNASSY-QUÉRÉ. A., « Fin de règne pour le dollar », Revue d'économie financière n°2987, 2010.
- BÉNASSY-QUÉRÉ. A. et COEURÉ. B., « L'euro : Chronique d'une décennie. », Revue d'économie politique, n° 02, vol.10, 2010.
- BÉNASSY-QUERE. A., PISANI-FERRY. B. J. et Yongding. Y., « Comment reformer le SMI ? », Lettre CEPII, n° 309, 28 Mars, 2011.
- BERTUCH-SAMUELS. A. et RAMLOGAN.P., « L'euro monnaie mondiale », Revue Finances et Développement, Mars 2007, in, www.imf.org
- BOWLES. P., B. WANG., « The rocky road ahead: China, the US and the future of the dollar », Review of International Political Economy, n° 15-3, August, 2008.
- BUITER. W., CORSETTI. J. et ROUBINI. N., « Excessive deficits: sense and nonsense in the treaty of Maastricht », Economic policy, vol. 8, n°16, Avril 1993.
- BUITER. W., « Should we worry about the fiscal numerology of Maastricht ? », CEPR discussion paper, n°668, Juin 1992.
- CARTAPANIS. A., « Le dollar incontesté ? Économie politique d'une monnaie internationale », Revue d'Économie Financière, n° 94, Mars, 2009.
- CHAVAGNEU. C., « L'euro peut-il détrôner le dollar », Alternatives Economiques, n°272, Septembre2008, in, www.alternatives-économique.fr.
- COHEN. B.J., « The seigniorage gain of an international currency: an empirical test », Quaterly Journal of Economics, n°3, Août 1971.
- COHEN B., P. SUBACCHI., « Is The Euro Ready for Prime Time? », Chatam House Briefing Paper, n° 08/03, Juillet, 2008.

- COOPER. R., « Prolegomena to the Choice of an International Monetary System », International Organization, vol. 29, 1975.
- CREEL. J. et Le CACHEUX. J., « La nouvelle désinflation compétitive européenne », Revue de l'OFCE, n°92, Juillet 2006.
- CREEL, J., LAURENT, E. & LE CACHEUX, J. La politique de change de la zone euro ou le hold-up tranquille de la BCE. Revue de l'OFCE (100), Janvier, 2007.
- CREEL. J. et al., « L'Europe en crise », Revue de l'OFCE, Presses de Sciences Politiques, n° 110, 2009/3.
- DUVIVIER. A., « L'attractivité des places financières », Bulletin de la Banque de France, n° 123, Mars, 2004.
- FRANKEL. J. A., « No single currency regime is right for all countries or at all times », Essays in International Finance, n°215, Princeton University, Août 1999.
- GREENSPAN. A., « L'euro en tant que devise internationale », Revue d'économie financière, n°68, 2002.
- GEMMILL. R. F., « Interest rates and foreign dollar balances », The Journal of Finance, n°3, 1961.
- HELLEINER. E., « Political determinants of international currencies: What future for the US dollar? », Review of International Political Economy, n°15-3, August, 2008.
- JOHNSON J., « Forbidden fruit: Russia's uneasy relationship with the US dollar », Review of International Political Economy, N° 15-3, August, 2008.
- KATADA S., « From a supporter to a challenger ? Japan's currency leadership in dollar-dominated East-Asia », Review of International Political Economy, n°15-3, August, 2008.
- KENEN. P., « The Theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View », in Monetary Problems of the International Economy, R. Mundell and A. Swoboda, University of Chicago Press, 1969.
- KIRSHNER J., « Dollar primacy and American Power: What's at stake? », Review of International Political Economy, n° 10-4, August, 2008.

- KIRSCHEN. E. S., « Le seigneurage externe américain. Son origine, son coût pour l'Europe, et quelques ripostes possibles », Cahiers économiques de Bruxelles, 1973.
- LABONDANCE. F., « Le rôle international de l'euro », Reflets et perspectives de la vie économique, 2010/4 Tome XLIX, in, <http://www.cairn.info/revue-reflets-et-perspectives-de-la-vie-economique-2010-4-page-47.htm>
- LE CACHEUX. J., « L'euro, monnaie internationale ? », Les cahiers français, n° 297, Juillet, 2000.
- LE CACHEUX. J., « La diffusion internationale de l'euro », Revue l'OFCE, n° 65, Avril 1998, in, www.persee.fr/web/.../ofce_0751-6614_1998_num_65_1_1501
- CHAVAGNEUX. C., L'euro peut-il détrôner le dollar ? Revue Alternatives Economiques, n°272, Septembre, 2008.
- LÉPINF. F., « L'Union européenne dans la crise financière : À la recherche d'une gouvernance économique », Revue L'Europe en Formation, 2010/4, n° 358, in, <http://www.cairn.info/revue-l-europe-en-formation-2010-4-page-173.htm>
- Le QUÉRÉ. F., « Les sources de l'internationalisation de l'euro », in Revue d'économie financière, n° 52, Eds. Montchrestien, Paris, Mars, 1999.
- MCKINNON. R. I., « Optimum Currency Areas », American Economic Review, vol. 53, 1963.
- MISTRAL. J., « le billet vert et la versatilité du modèle économique américain », Revue d'économie financière, n° 2987, 2010.
- MOATTI. S., « Pourquoi l'euro ne tient pas ses promesses », in Alternatives économiques, n°239, septembre 2005.
- POSEN. A., « Why the Euro Will Not Rival the Dollar », International Finance, n° 11-1, 2008.
- POUVELLE. C., « Le rôle international de l'euro depuis 1999 : facteurs et enjeux », Direction des Relations internationales et européennes, Service des Relations européennes, Bulletin de la Banque de France, n°147, mars 2006, in, <http://www.banquefrance.fr>

- ROSE. A., « One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade », *Economic Policy*, n°30, 2000.
- SALANT.S., « The reserve currency role of the dollar: blessing or burden to the United States ? », *Review of Economics and Statistics*, XLVI, 1964.
- SÉNÉGAS. M.A., « La théorie des zones monétaires optimales au regard de l'euro : Quels enseignements après dix années d'union économique et monétaire en Europe ? », *Revue d'économie politique*, 02, Mars-Avril 2010.
- SVENSSON. L., « A reform of the Eurosystem's monetary policy strategy is increasingly urgent » briefing paper for Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Mai, 2002.
- STRANGE. S., « The Politics of International Currencies », *World Politics*, n° 23, 1970.
- TAVLAS G.S. et OZEKI Y., « The internationalization of currencies: appraisal of the Japanese Yen », *Occasional Paper*, n°90, International Monetary Fund, Janvier, 1992.
- THÉRET. B., « L'euro en ses tristes symboles. Une monnaie sans âme ni culture », in, *Le monde diplomatique*, n° 573, Décembre 2001.
- THIMANN.Ch., « Global roles of currencies », *ESB Working Paper* n°1031, Mars 2009.
- TRIFFIN. R., « Que faire, face à la dérive vers les années 1930 ? », *Bulletin de la Banque Nationale de Belgique*, Novembre, 1971.
- UCTUM. M et DEUSY-FOURNIER. P., « Le dollar et l'euro : la primauté monétaire de l'Europe a-t-elle une place ? », *Revue Actualité économique*, vol. 74, n° 4, 1998, in, <http://id.erudit.org/iderudit/602280ar>.
- VERNET. D., « 8 décembre 1989, le grand marchandage de Strasbourg », *Le Monde*, 12 Mai, 2005.
- XIAOCHUAN. Z., « Reform the international monetary system », available in *BIS Review* 41/2009, in, <http://www.bis.org/review/r090402c.pdf>.
- *Revue de l'OFCE*, 2009.

- Revue Étude Économique de l'OCDE : USA, Décembre 2008.
- Revue Étude Économique de l'OCDE: Zone Euro, Volume 2009/1, Janvier 2009.
- Revue Étude Économique de l'OCDE : Zone Euro, n°74, 2012.
- Revue Perspectives Économiques de l'OCDE : Zone Euro, n° 87, Mai 2011.
- Revue Perspectives Économiques de l'OCDE : Zone Euro, n°67, 2011.
- « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet, 2005.
- « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet, 2009.
- « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet, 2010.
- « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet, 2011.
- Bulletin mensuel, 10^{ème} anniversaire de la BCE, 2008.
- « La stratégie de politique monétaire de la BCE », communiqué de presse du 8 Mai 2003.

3. Rapports et études

- ALIBER. R. Z, « The cost and benefits of the U.S. role as a reserve currency country », Quaterly Journal of Economics, 1964.
- ARTHUIS. J, « L'avenir de la zone euro : L'intégration politique ou le chaos », Rapport de BCE, Mars 2012.
- ARTHUIS. J, « Avenir de la zone euro : propositions pour l'intégration politique », Question d'Europe, n°232, 12 mars 2012, Fondation Robert Schuman, in, <http://www.robert-schuman.eu/tout-comprendre-sur-la-crise-financiere.php>
- AUBIN. C, BERDOT. J.P, GOYEAU. D et LEONARD. J, « L'Euro comme monnaie d'endettement international », Communication au 55^{ème} Congrès de l'AIELF Varsovie, 21-23 Mai 2007, in, <http://sceco.univ-poitiers.fr/recherpubli/doctravail/M2007-01.pdf>
- BACCHETTA. P et VAN WINCOOP. E, « A theory of the currency denomination of international trade », BCE, Working paper series n°177, septembre, 2002.
- BIALÈS. C., « la zone euro », p.6, in, www.christian-biales.net
- BAYOUMI et ECHENGREEN. B, « Operationalizing the theory of Optimum Currency Areas », CEPR Discussion Papers n° 1484, CEPR, octobre, 1996.

- BILGER. François., « Le rôle internationale de l'euro », Université Louis Pasteur de Strasbourg, 1998, in, <http://www.blogbilger.com/esm/12roleinternationaldeleuro.pdf>
- CHINN. M. et FRANKEL. J., « Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency ? », in G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, University of Chicago Press, 2007, in, www.nber.org.
- CHINN. M. et FRANKEL. J., « The Euro may over the next 15 years surpass the dollar as leading international currency », NBER Working Paper n° 13909, avril 2008.
- COHEN. B., « Global currency rivalry: Can the euro ever challenge the dollar », Journal of common market studies, mars, 2003.
- CORBIN. A., « Statut de monnaie de réserve du dollar et seigneurage américain : Bilan et perspectives », 2000, in, <http://sceco.univ-poitiers.fr/franc-euro/articles/ACorbin.PDF>
- DELAUNAY. J.C., « Le dollar, monnaie mondiale », Fondation Gabriel Péri, juin 2006.
- DÉVOLUY. M., « Le face-à-face Euro/Dollar », Annuaire Français des Relations Internationales, vol V.2004, in, www.afri-ct.org
- DE BOISSIEU. C., « Le rôle internationale de l'euro : une mise en perspective », Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne) et Conseil d'Analyse Économique, septembre-octobre 2005.
- De BOYER des ROCHES. J et R. SOLIS., « les approches classiques du prêteur en dernier ressort : de Baring à Hawtrey », papier présenté lors du Colloque international « Le prêteur en dernier ressort : expériences, analyses, controverses », Paris, 23-24 septembre 2002.
- EICHENGREEN. B. et FRANKEL. J., «The SDR, Reserve Currencies and the Future of the International Monetary System », publié dans “The Future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System” sous la direction de Mussa, Boughton, Isard, FMI, 1996.

- ESCAITH. H. et QUENAN. C., « Émergence de l'euro : implications pour l'Amérique latine et les Caraïbes », Série estudios y perspectivas, Mexique, D.F, Mai 2004, in, <http://www.eclac.org/publicaciones/xml/9/14769/Serie%20fran%2019.pdf>
- FABRA. P., « Un Allemand à la BCE », Les échos, 19 et 20 septembre, 2003.
- FIDRMUC. J. et KORHONEN. L., « Meta-Analysis of the Business Cycle Correlation Between the Euro Area and the CEECS », In, www.euroframe/docs.2006.
- FOUQUER. F., « Le manque de confiance collective : les limites de l'internationalisation de l'euro », Colloque CRIEF, « Du Franc à l'euro : changements et continuité de la monnaie », 14-16 novembre, 2001, Faculté d'économie et de gestion, Centre de Recherche sur les Institutions, l'Industrie et les Systèmes Économiques d'Amiens(CRIISEA),in, <http://sceco.univ-poitiers.fr/franceuro/articles/FFouquer.PDF>
- FARHI. E., GOURINCHAS P-O. et REY. H, « Quelle réforme pour le système monétaire international ? », Etude Economique, 29 Janvier 2011, p.23.
- GILPIN. R., « The Political Economy of International Relations », Princeton University Press, 1987.
- GLOMB. W., « Le Tandem franco-allemand face à la crise de l'euro », Paris, Fondation pour l'innovation politique, février 2011.
- GNOS. C., « Les pays de la zone euro doivent-ils se préoccuper des déséquilibres de leurs paiements réciproques ? », Économies et Sociétés, Série « Monnaie », ME, n°1-2, septembre-octobre 1999.
- GOLBERG.L., « Is international rol of the dollar Changing ? »,FED, Current Issues in Economics and Finance, Volume 16, n° 1, January, 2010.
- GOUX. J.F., « L'euro : rôle international », Centre de Recherches et des Études Doctorales, cahier de recherche, juin 2003, in, <http://www.monnaie-finance.com>
- GRUBEL. H.G., « The Distribution of seignorage from international liquidity creation, in Monetary Problems of the International economy », Ed. R.A. Mundell et A.K. Swoboda, The University, 1969.
- HARTMANN. P. et ISSING.O., « The international role of the euro », Journal of policy modelling, décembre, 2001.

- HEISE. Arne. et HEISE Ö.G., « Vers un gouvernement économique européen », Analyses et documents, Friedrich-Ebert-Stiftung, Paris, Juillet 2011.
- ISSING. O., « Le rôle de la politique macroéconomique face aux déséquilibres mondiaux », Colloque international : Productivité, compétitivité et globalisation, Banque de France, Novembre, 2005.
- JACQUES DE LAROSIÈRE. M., « L'euro : une chance pour l'Europe et pour le système monétaire international », Conférence de l'assemblée annuelle de l'association France-Italie (Rome, Campidoglio, 27 mars 2001), in, <http://www.asmp.fr>
- JOHNSON. H.J., « A note on seigniorage and the social saving from substituting credit for commodity money », in Monetary Problems of the International economy, ed. R.A. Mundell et A.K. Swoboda, The University of Chicago Press, 1969.
- KENEN. P., « The Role of the Dollar as an International Currency », G. O. Thirty, Ed, Occasional Paper (13), 1983.
- KENEN. P., « The euro versus the dollar: Will there be a struggle for dominance ? », Journal of policy Modeling, février, 2002.
- KENEN. P., « Reserve asset preferences of central banks and stability of gold exchange standard », Princeton University Press, 1963.
- KENEN. P., « The Substitution Account as a First Step Toward Reform of the international Monetary System », Policy Brief, n° 10-6, Washington, Peterson Institute for international Economics.
- KINDLEBERGER. C. P., « The Politics of the International Money and World language », Essays in International Finance, N° 61, Princeton, 1967.
- KINDLEBERGER. C., « The World in Depression, 1929-1939 », Berkeley, University of California Press, 1973.
- KRUGMAN. P., « Vehicule currencies and the Structure of International Exchange », Journal of Money, Credit and Banking, n° 12, 1980.
- LIRZIN. F., « Quelle diplomatie pour l'euro ? », Question d'Europe n° 92, Fondation Robert Schuman, 10 mars 2008.

- LEMOINE. M., « L'euro a un avenir », Études économiques d'HSBC, premier trimestre 2011.
- MESSIHA. J., « Souveraineté et zone monétaire optimale : construit, coïncidence ou causalité ? », document de travail MODEM, Université de Paris-X Nanterre (élaboré suite au colloque sur la monnaie qui s'est tenu à Poitiers en novembre 2001 intitulé : « Du franc à l'euro : changements et continuité de la monnaie »), in, <http://sceco.univ-poitiers.fr/franc-euro/articles/JMessiha.PDF>
- PASINETTI. L., « The myth (or folly) of the 3 % Deficit / GDP Maastricht "parameter" », Cambridge journal of economics, vol. 22, n°1, 1998.
- PAULO. S., « L'Europe et la crise économique mondiale réponse – bilan », Fondation Robert Schuman, avril 2011.
- PORTES. R. et REY. H., « Euro us dollar – Will the euro replace the dollar as the word currency ? », Centre for Economic Policy Research, 1998.
- ROTH. J.P., « L'euro – facteur stabilisateur du système monétaire international », Conférence de la Direction générale de la Banque nationale suisse, Fondation Jean Monnet pour l'Europe, Lausanne, 21 septembre 2007.
- SERVIT. J.M., « Promesses et angoisses d'une transition monétaire in L'argent », travaux de recherche sur le droit des marchés et des investissements internationaux, Université de Bourgogne, Vol. 14, 1988.
- THORNTON. H., « An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain (1802) », New York, Rinehart & co, 1939.
- WILLIAMS. D., « The evolution of the sterling system », in, C.R.Whittlesey and J.S.Wilson (ed.), Essays in Money and Banking in Honour of R.S. Sayer, Oxford University Press, 1968.
- « Améliorer la mise en œuvre du Pacte de Stabilité et de Croissance », Rapport du Conseil ECOFIN au Conseil européen, 21 mars 2005.
- « Comment une monnaie devient-elle internationale ? », in, www.dessertationoboulo.com
- « Quel avenir pour l'euro ? », in, www.dessertationoboulo.com
- « Le statut de monnaie internationale », in, www.dessertationoboulo.com

www.europarl.europa.eu.fr

- « L'euro est-il une réussite ? », in, www.dessertationoboulo.com.
- « L'euro : forces et faiblesses face au dollar », in, www.dessertationoboulo.com

4. Mémoires et thèses

- FEMENIA L., « L'euro à la lumière des théories monétaires holistes contemporaines », Thèse de doctorat en Sciences Économiques, Université de Bourgogne, Faculté de Sciences Économiques et de Gestion, École Doctorale Langages Idées Sociétés Institutions Territoires (ED LISIT 491), Laboratoire d'Économie et de Gestion (UMR CNRS 5118), 17 décembre 2008, in, <http://tel.archivesouvertes.fr>
- ODE. G., « Analyse hétérodoxe de la monnaie appliquée à l'euro : l'originalité et le pari d'une monnaie pionnière en son genre, produit de la rationalité économique », Université de Paris I Panthéon Sorbonne - Master d'économie 2005. www.memoireonline.com
- GASSER. M., « Les pistes de réforme du système monétaire et financier international depuis la crise », mémoire en Master 1, Économie et Finance, Université Pierre Mendès-France Grenoble, 2010.
- SEMENESCU-BADARAU.C, « Politiques macroéconomiques et disparités régionales dans la zone euro », Thèse pour obtenir le grade de : Docteur de l'Université d'Orléans : Discipline : Sciences Economiques, 02 Décembre 2009.

5. Lois, textes réglementaires et traités

- Journal officiel n° C 321E du 29 décembre 2006, in, <http://eur-lex.europa.eu>.
- Règlements 1466/97 et 1467/97 du Conseil Européen du 7 Juillet 1997.
- Traité sur l'Union européenne , version d'origine publiée au Journal officiel du 29 Juillet 1992, in, <http://eur-lex.europa.eu/JOHtml.do?uri=OJ:C:2004:310:SOM:fr:HTML>.
- Traité d'Amsterdam , version publiée au Journal officiel n° C 340 du 10 Novembre 1997.
- Traité de Maastricht, traité instituant l'UE le 7 Février 1992.
- Traité sur l'Union européenne, Journal officiel du 24 Décembre 2002.

-Traité de Lisbonne, 1^{er} Décembre 2009, in,
<http://eur-lex.europa.eu/JOHtml.do?uri=OJ:C:2007:306:SOM:FR:HTML>

6. Sites internet

- Banque de France : www.banque-france.fr
- Banque Centrale Européenne : www.ecb.int
- Statistiques Eurostat : 2011-2012: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu>
- www.memoireonline.com
- www.wikipedia.org
- <http://www.oecd.org>
- JUNKER.J-C., Discours à l'occasion de la celebration du 10^e anniversaire de l'euro, 13 janvier 2009, in, <http://www.gouvernement.lu>

Listes des tableaux, graphiques et figures :**1-Liste des tableaux**

-Tableau n° 1. Usages internationaux d'une monnaie	28
-Tableau n° 2. Facteurs déterminant le statut de monnaie internationale	41
-Tableau n° 3. Valeur des investissements directs américains en Europe (1929-1968), en Millions de dollars	53
-Tableau n° 4. Avantages et inconvénients de la monnaie internationale	73
-Tableau n° 5. Soldes budgétaires et ratios d'endettement des pays de la zone euro	121
-Tableau n°6. Plans de relance pour soutenir l'économie réelle dans la zone euro en 2009	123
-Tableau n°7. Parts du commerce mondial en devises (en %)	137
-Tableau n°8. Part des pays dans le Commerce Mondial (en %)	137
-Tableau n°9. Utilisation de l'euro, du dollar et du yen comme monnaie d'ancrage	140
-Tableau n°10. Part de l'euro et autres devises sur le marché de change (en %)	143
-Tableaux n°11. Part des exportations nationales dans les exportations mondiales (en %)	144
-Tableaux n°12. Part des importations nationales dans les importations mondiales (en %)	145
-Tableau 13. Etats concernés par le processus d'euroïsation	148
-Tableau n°14. Euroïsation et dollarisation (en %)	149
-Tableau n° 15. Distribution de l'usage international des monnaies dans certains segments du marché financier mondial	160
-Tableau n°16. Réserves de change de 1900 à 2006	186
-Tableau n° 17. Comparaison des spreads bid-ask sur les différentes paires de devises	218
-Tableau n°18. Croissance des BNA totaux et hors financières (moyen en % par an)	220
-Tableau n° 19-I. Structure géographique des exportations I (2009)	261
-Tableau n° 19-II. Structure géographique des exportations II (2009)	261
-Tableau n° 19-III. Structure géographique des exportations III (2009)	262
-Tableau n° 20. Emission brutes de dette publique (en Mds d'euros)	269

2. Liste des graphiques

-Graphique n°1. Compte courant américain (1946-1973, en milliards de dollars)	54
-Graphique n°2. Compte courant américain (1974-2000, en milliards de dollars)	55
-Graphique n°3. Position d'investissements nets des Etats-Unis (1976-2000, en millions de dollars)	55
-Graphique n°4. Déséquilibre de la balance des opérations courantes (2000-2009, en % du PIB)	56
-Graphique n°5. Mesure étroite et globale des encours de titres de créance internationaux en euros	133
-Graphique n°6. Stock de titres de créance internationaux (mesure étroite) Encours et parts de devises	134
-Graphique n° 7-I. Émission d'obligations internationales (en %)	135
-Graphique n°7-II. Émission d'obligations internationales (en milliards de dollars)	135
-Graphique n°8. Stock des encours de titres de créances internationaux dans certaines régions sélectionnées	135
-Graphique n°9. Effets limités de l'euro sur les échanges commerciaux en dehors de sa zone d'influence	138
-Graphique n°10. Indicateurs sommaires des monnaies utilisées comme ancrage des taux de change (statistiques mensuelles 1982-2008)	140
-Graphique n°11. Libellé des opérations de change en devises (système CLS) (moyenne des échanges par jour, en pourcentage)	144
-Graphique n°12. Composition des réserves de change mondiales des principales devises	153
-Graphique 13-I. Marchés de dépôts internationaux : tous les dépôts transfrontaliers de devises	155
-Graphique n°13-II. Marchés des prêts internationaux : tous les prêts transfrontaliers de devises	156
-Graphique n°13-III Evolution internationale de l'euro (En points de pourcentage)	157
-Graphique n° 14. Titres de créance sur les marchés financiers mondiaux libellés en dollars et en euro	161
-Graphique n° 15. Dépôts transfrontaliers sur les marchés mondiaux libellés en	163

dollars et euro

-Graphique n°16. Monnaies internationales utilisées sur le marché de change international	164
-Graphique n° 17-I. Répartition des réserves de change par pays	166
-Graphique n° 17-II. Parts des réserves de change en euros dans certains pays sélectionnés	167
-Graphique n° 17-III. PIB (Zone Dollar, Zone Asie, UE 27)	167
-Graphique n°18. Effets limités de l'euro sur les échanges commerciaux en dehors de sa zone d'influence	168
-Graphique 19-I. La part de l'euro dans les échanges de marchandises extra-zone euro de certains pays de la zone euro	171
-Graphique 19-II. La part de l'euro dans les échanges de marchandises de certains pays de l'UE et pays candidats à l'UE	171
-Graphique 20-I. La part de l'euro dans les exportations de marchandises de certains pays de l'UE extra zone euro	172
-Graphique 20.II. La part de l'euro dans les importations de marchandises de certains pays de l'UE	172
-Graphique 21-I. Livraisons nettes des billets en euro vers des destinations hors zone euro	174
-Graphique 21-II. Montants de devises sortant de la Fédération de Russie via des banques autorisées (En milliards de dollars)	175
-Graphique 21-III. Répartition régionale des achats et des ventes de billets en euro vers des destinations en dehors de la zone euro (2006 à 2009) (en %)	177
-Graphique n°22. Taux change euro/monnaies flottantes	198
-Graphique n° 23. Volatilité historique à 20 jours de l'euro entre 1997-2005	199
-Graphique n°24. Taux de change nominal de l'euro (Moyenne mensuelle)	200
-Graphique 25-I. Taux de change effectif réel de l'euro, du dollar et du yen depuis 1994	201
-Graphique n°25-II. Taux de change effectif réel de la livre sterling, du franc suisse et de la couronne suédoise depuis 1994.	202
-Graphique n°26-I. Soldes des balances des opérations courantes (milliards de dollar)	206

-Graphique 26-II. Déficit courant des USA en (% du PIB)	206
-Graphique n° 27. Capitalisation boursière (Mds dollars)	213
-Graphique n° 28. Indices boursiers (100 en 2002)	213
-Graphique n°29. Encours des obligations publiques et privées (Mds dollars)	215
-Graphique n° 30. Croissance du PIB (volume GA, en % du PIB)	221
-Graphique n° 31. Chine réserves de change (en Mds dollars)	259
-Graphique n° 32. Capitalisation boursières et encours d'obligations (en Mds dollars)	259
-Graphique n°33-I. Consommation de pétrole (en mln de baril /jour)	263
-Graphique n°33-II. PIB en dollar (valeur, en % PIB monde)	263
-Graphique n°34-I. PIB en dollar PPA (valeur, en % PIB monde)	263
-Graphique n°34-II. PIB (volume, en % par an)	263
-Graphique n°35-I. Exportations hors intra en valeur (mds de dollar/ an)	264
-Graphique n°35-II. Exportations yc intra en valeur (mds de dollar/ an)	264
-Graphique n°36-I. Exportations hors intra en valeur (en % PIB)	265
-Graphique n°36-II. Balance commerciale (mds de dollar/ an)	265
-Graphique n°37-I. Productivité par tête (en % par an)	266
-Graphique n°37-II. Population de 20 à 60 an (en %)	266
-Graphique n° 38-I. Flux de capitaux mensuels (annualité*, en mds d dollars)	273
-Graphique n° 38-II. Position nettes ouvertes sur le change (en milliers, nombre de contrats : long-court)	273

3. Liste des figures

-Figure n°1.Principales synergies entres les fonctions monétaires internationales	31
-Figure n°2 : L'impact de la crise sur les finances publiques dans la zone	123
-Figure n°3. Déficit public et croissance des pays de la zone euro (2002-2013)	267
-Figure n°4. Salaire réel par tête et taux de chômage des pays de la zone euro	267
-Figure n°5. Exportation totales (valeur, GA en en %)	267

Liste des abréviations :

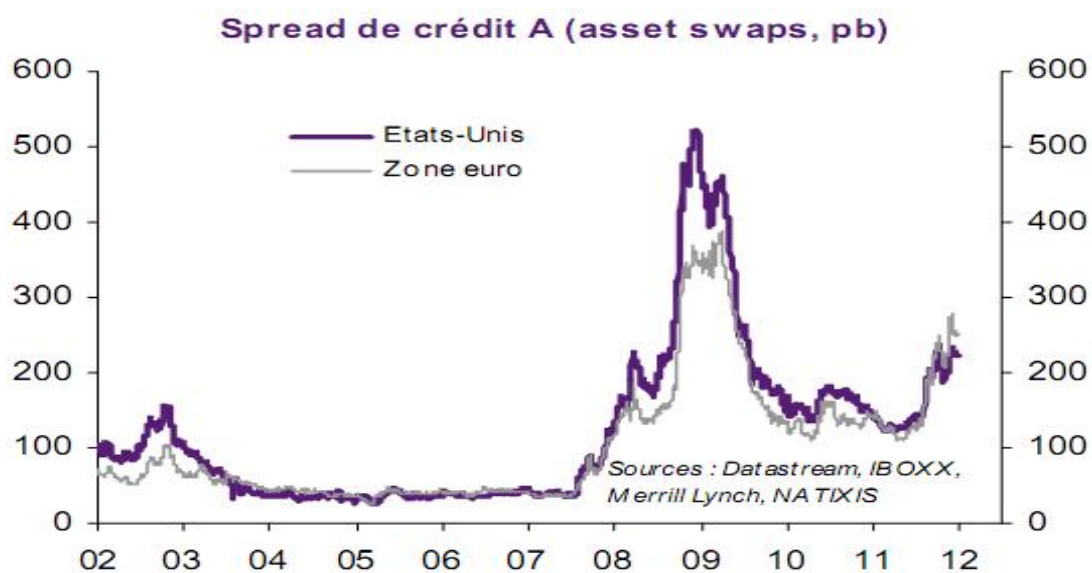
- BCE: Banque Centrale Européenne
- BCN: Banque centrale nationale
- BEI : Banque européenne d'investissement
- BG : Belgique
- BNA: Bénéfice net par action
- BOE : Bank of England
- BRI : Banque des Règlements Internationaux
- CE : Commission Européenne Economique
- CEE : Communauté Européenne
- CFA: Communauté Financière d'Afrique
- CHF : Franc Suisse
- CY : Chypre
- CZ: République Tchèque
- DM : Deutsche mark
- DTS : Droits de Tirages spéciaux
- ECOFIN: Le Conseil des Ministres des Finances
- ECU : European Currency Unit
- ES : Espagne
- EE : Estonie
- EURO : Monnaie de la zone euro
- FED : Federal Reserve Bank of New York
- FECOM : Fonds Européen de Coopération Monétaire
- FESF : Fonds Européen de Stabilité Financière
- FF : Franc Français
- FMI : Fonds Monétaire International
- FR : France
- GBP : Livre sterling

- GIFT : Grandes Institutions financières Transnationales
- GR : Grèce
- HR : Hongrie
- IDE : Investissement Direct Etranger
- IME : Institut Monétaire Européen IME
- IT : Italie
- JPY : Yen Japonais
- MCE: Mécanisme de Change Européen
- MCE II: Mécanisme de Change Européen MCE II
- LS : Livre Sterling
- L : Lettonie
- LE : la Lituanie
- LU : Luxembourg
- MXN : Peso Mexicain
- OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Économique
- OMT : Opération monétaire sur titre
- ONU : Organisation des Nations Unies
- OCDE : Organisation de Coopération et de Développement Économique.
- OPEP : Organisation des pays Exportateurs de Petrole
- PBE : Pacte Budgétaire Européen
- PECO : Pays d'Europe centrale et orientale
- PED : Pays en Développement
- PDE : Procédure de Déficit Excessif
- PEG : Pays en Développement
- PIB : Produit Intérieur Brut
- PPA : Parité de pouvoir d'achat
- PT : Portugal
- RMB : Renminbi monnaie chinoise

- RO : Roumanie
- RU: le Royaume-Uni
- SEBC : Système Européen des Banques Centrales
- SEK : Couronne Suédoise
- SI : Slovénie
- Sk : Slovaquie
- SME : Système Monétaire Européen
- SMI : Système Monétaire International
- TCI : Titres de créances internationales
- TSCG : Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'union économique et monétaire
- TFUE : Texte Fondateur de l'Union Européenne
- THB : Baht Thaïlandais
- TR : Turquie
- UME : Union Économique et Monétaire
- USA : United States of America
- USD : Dollar Américain
- ZE : Zone Euro
- ZMO : Zone Monétaire Optimale

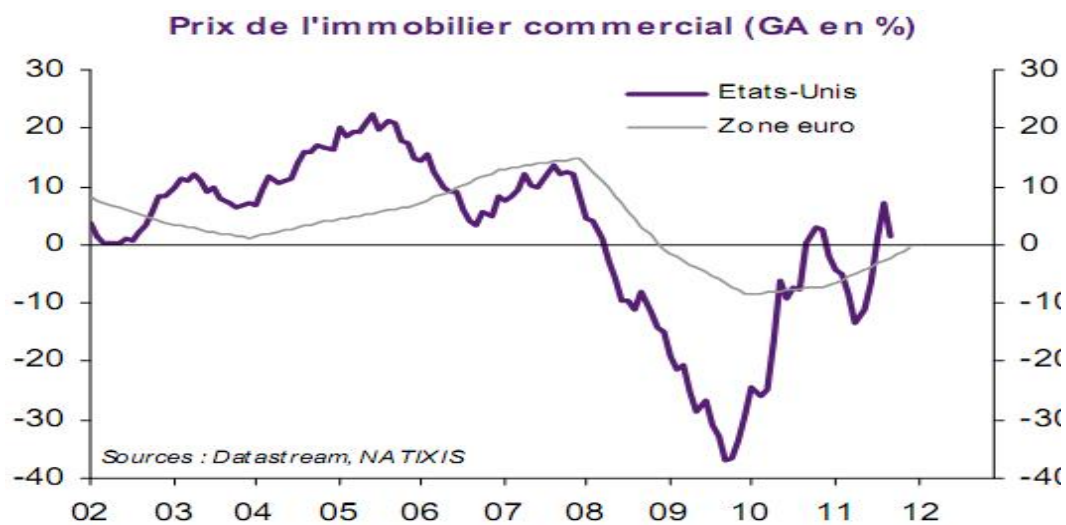
Annexe 1:

Graphique n°1



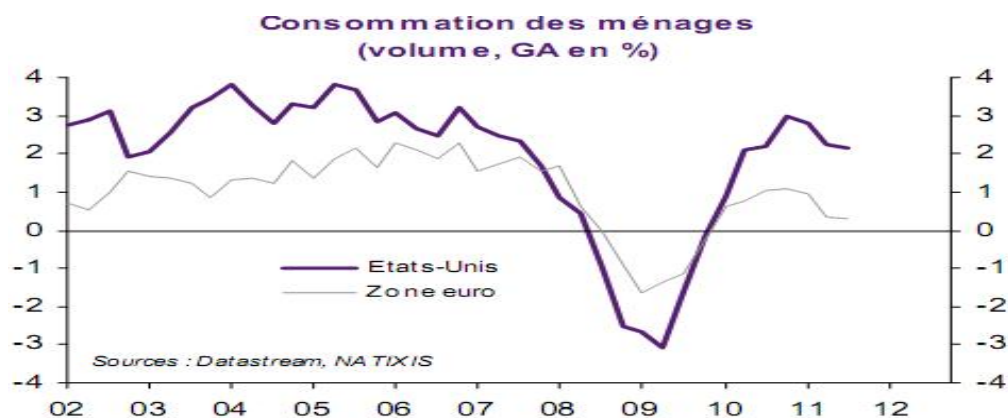
Source : Patrick ARTUS, « Perspectives Financières 2012 : quels sont les facteurs déterminants pour les marchés financiers en 2012 ? », Revue Recherche Economique, flash Natixis Bank, n° 11, 06 Janvier 2012, p.9.

Graphique n° 2

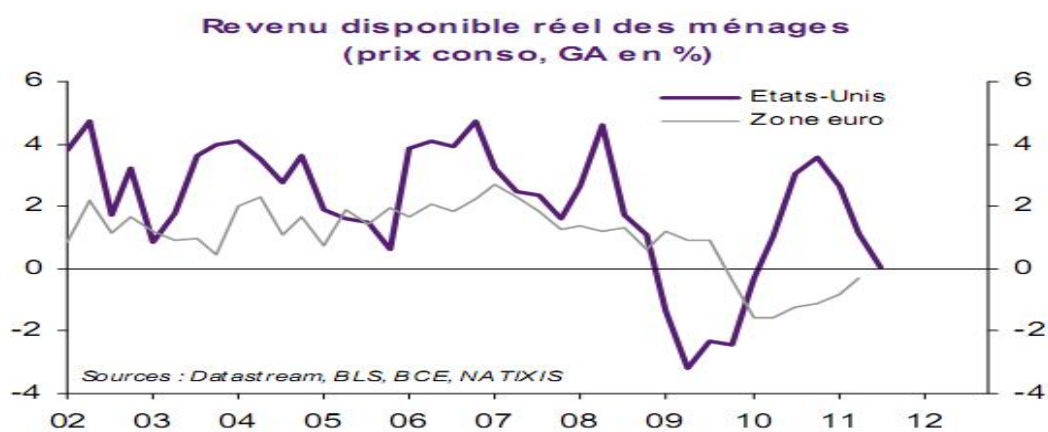


Annexe 2:

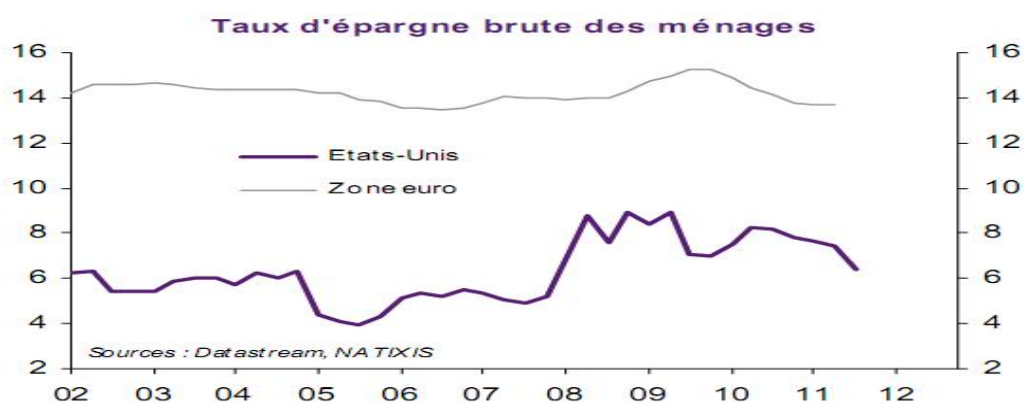
Graphique n° 3



Graphique n° 4



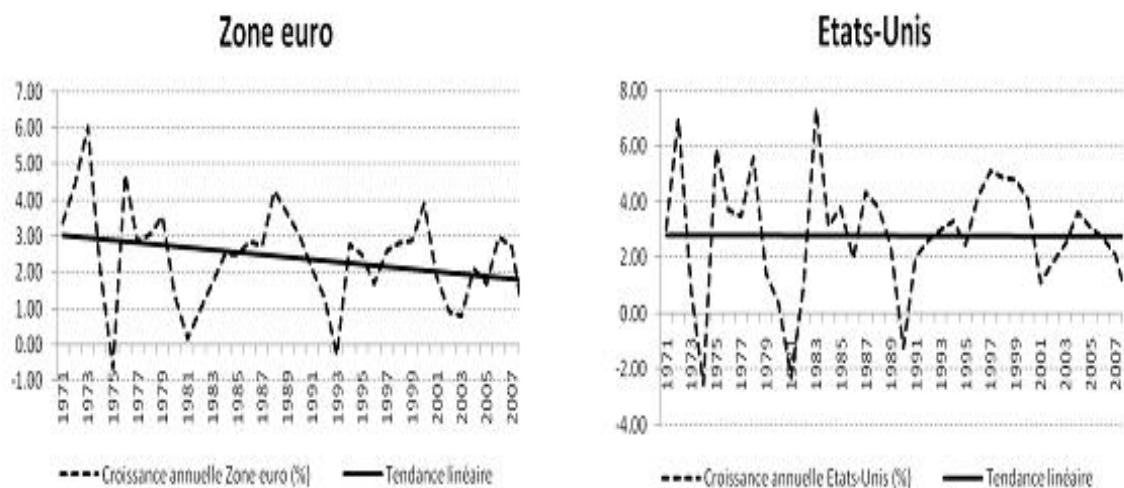
Graphique n° 5



Source : Patrick ARTUS, n° 11, 06 Janvier 2012, Op. citée, p.7, 8.

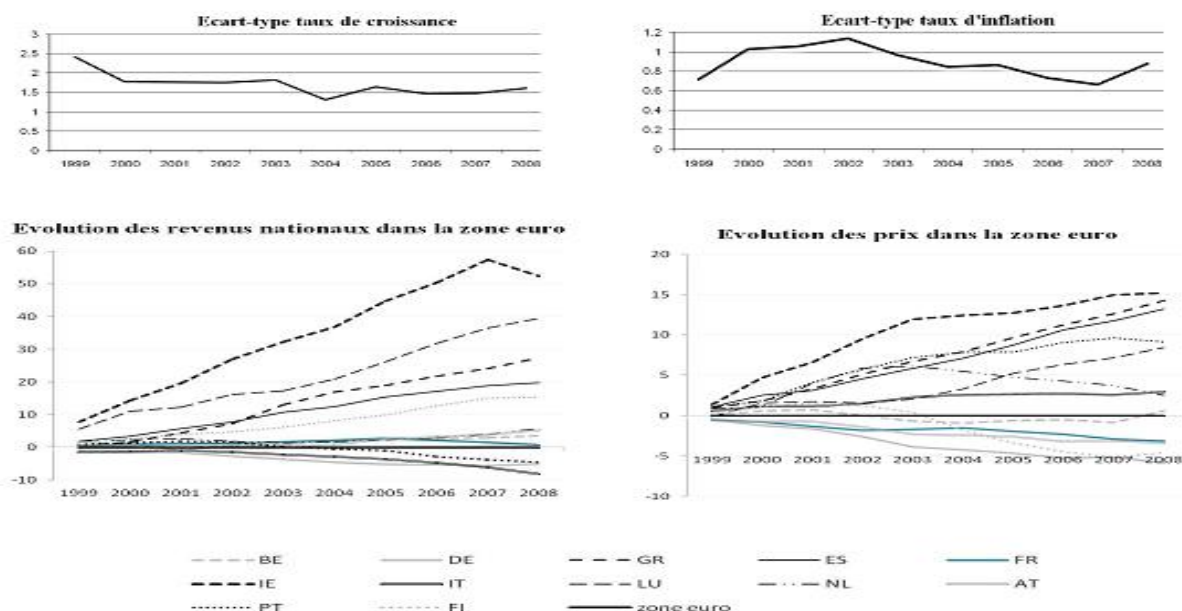
Annexe 3:

Figure n° 1. Taux de croissance tendancielle zone euro/ Etats-Unis



Source de données : Eurostat et Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce

Figure n° 2. Divergences nationales à l'intérieur de la zone euro



Source de données : Eurostat

Annexe 4 :

Tableau n°1. Encours des titres de créances internationaux par devises

	Global measure				Narrow measure			
	EUR	USD	JPY	Other	EUR	USD	JPY	Other
Outstanding amounts in USD billions, at current exchange rates, end of period								
1999	7,348	16,021	6,535	4,915	628	1,484	484	436
2000	7,439	16,983	6,208	4,917	727	1,701	471	489
2001	7,711	18,441	5,936	5,073	823	1,793	426	516
2002	9,949	19,800	6,827	5,909	1,108	1,896	411	648
2003	13,263	21,409	8,321	7,275	1,560	2,130	439	828
2004	15,814	23,279	9,400	8,846	1,970	2,386	456	1,031
2005	15,041	25,326	8,851	9,727	1,924	2,707	401	1,127
2006	18,744	28,177	8,905	11,902	2,451	3,456	413	1,507
2007	23,304	31,240	9,464	14,456	3,107	4,183	510	1,853
2008 Q1	25,407	31,760	10,849	14,982	3,414	4,222	593	1,949
Q2	26,238	32,157	10,155	15,627	3,538	4,316	578	2,016
Q3	24,058	32,759	10,299	14,670	3,222	4,337	593	1,823
Q4	24,215	33,121	11,832	13,808	3,095	4,292	654	1,568
2009 Q1	23,968	33,853	10,943	13,684	2,960	4,333	597	1,542
Q2	26,180	34,122	11,459	15,579	3,201	4,471	600	1,746
Q3	27,545	34,518	12,342	16,580	3,348	4,595	627	1,772
Q4	27,152	34,811	12,229	17,037	3,248	4,733	598	1,758
Percentages of outstanding amounts, at constant exchange rates, end of period								
1999	27.1	41.2	18.6	13.1	26.2	43.2	15.6	14.9
2000	27.8	41.0	18.6	12.5	28.1	42.5	14.6	14.8
2001	28.1	41.1	18.7	12.0	30.8	41.0	13.8	14.4
2002	28.3	41.0	18.1	12.5	32.7	40.7	11.3	15.2
2003	28.3	40.1	18.0	13.5	33.9	40.6	9.7	15.8
2004	28.4	39.5	17.7	14.5	35.0	40.1	8.5	16.3
2005	28.4	39.1	17.4	15.0	34.9	40.3	7.6	17.2
2006	28.6	39.3	16.0	16.1	33.1	42.7	6.6	17.6
2007	28.7	39.3	14.4	17.5	31.8	43.8	6.5	17.9
2008 Q1	28.6	39.2	14.4	17.7	31.9	43.3	6.6	18.2
Q2	29.0	38.9	14.0	18.1	32.2	43.0	6.6	18.3
Q3	29.2	39.4	14.1	17.3	32.4	43.3	6.7	17.6
Q4	29.9	39.5	13.8	16.9	32.7	43.8	6.6	16.9
2009 Q1	30.3	39.5	13.6	16.6	32.6	44.0	6.5	17.0
Q2	30.2	38.7	13.5	17.6	32.3	44.3	6.2	17.3
Q3	30.0	38.3	13.3	18.4	32.1	44.7	5.9	17.3
Q4	29.8	38.2	13.4	18.7	31.4	45.8	5.8	17.0
Percentages of outstanding amounts, at current exchange rates, end of period								
1999	21.1	46.0	18.8	14.1	20.7	49.0	16.0	14.4
2000	20.9	47.8	17.5	13.8	21.4	50.2	13.9	14.4
2001	20.7	49.6	16.0	13.7	23.1	50.4	12.0	14.5
2002	23.4	46.6	16.1	13.9	27.3	46.7	10.1	16.0
2003	26.4	42.6	16.6	14.5	31.5	43.0	8.9	16.7
2004	27.6	40.6	16.4	15.4	33.7	40.8	7.8	17.6
2005	25.5	43.0	15.0	16.5	31.2	43.9	6.5	18.3
2006	27.7	41.6	13.1	17.6	31.3	44.2	5.3	19.3
2007	29.7	39.8	12.1	18.4	32.2	43.3	5.3	19.2
2008 Q1	30.6	38.3	13.1	18.1	33.5	41.5	5.8	19.2
Q2	31.2	38.2	12.1	18.6	33.9	41.3	5.5	19.3
Q3	29.4	40.1	12.6	17.9	32.3	43.5	5.9	18.3
Q4	29.2	39.9	14.3	16.6	32.2	44.7	6.8	16.3
2009 Q1	29.1	41.1	13.3	16.6	31.4	45.9	6.8	16.3
Q2	30.0	39.1	13.1	17.8	32.0	44.6	6.0	17.4
Q3	30.3	37.9	13.6	18.2	32.4	44.4	6.1	17.1
Q4	29.8	38.2	13.4	18.7	31.4	45.8	5.8	17.0
Sources: BIS and ECB calculations.								

Annexe 5

Tableau 2. Parts des devises dans les encours de titres de créances internationaux dans certaines régions choisies										
(mesure étroite; en milliards de dollars et en pourcentage de l'encours total, aux taux de change constants)										
	montant total des encours		dont libellés en:							
	Toutes les devises (USD billions)		USD		Euro		Yen Japonais		Autres devises	
			(%)	(% point change) vis-à-vis	(%)	(% point change) vis-à-vis	(%)	(% point change) vis-à-vis	%	(% point change) vis-à-vis
	2009 Q4	2008 Q4	2009 Q4	2008 Q4	2009 Q4	2008 Q4	2009 Q4	2008 Q4	2009 Q4	2008 Q4
L'Afrique	31	29	53.4	2.3	40.8	-1,7	5.2	-0.4	0.6	-0.1
Asie du Pacifique	742	657	64.4	3.3	19.9	-2,8	6.1	0.0	9.6	-0.5
dont:										
Japon	60	60	62.4	8.2	27.6	-8,5	...	...	10.0	0.3
Europe	4,952	4,546	41.0	0.6	34.2	-0.6	5.5	-1.0	19.2	1.0
dont:										
zone euro	1,977	1,789	54.7	1.2	...	...	7.9	-1.9	37.5	0.7
Danemark, Suède, Royaume Uni	2,532	2,344	32.4	0.3	58.4	-0.4	3.4	-0.5	5.8	0.6
Autres pays de l'UE hors zone euro	145	120	9.9	1.3	79.3	0.6	4.6	-1.5	6.1	-0.4
EU27	4,654	4,253	41.1	0.7	33.9	-0.6	5.4	-1.1	19.6	1.0
Europe développée¹	219	214	24.7	-0.2	48.5	-0.4	11.3	1.1	15.5	-0.6
hors UE										
Europe en développement hors UE	86	86	74.5	-1.7	20.2	0.3	0.3	-0.3	5.1	1.6
Organisations Internationales	794	638	34.5	1.0	30.1	1.8	5.6	-1.6	29.9	-1.2
Amérique Latine	323	283	83.5	0.9	13.5	-1.6	1.4	0.5	1.5	0.2
Moyen-Orient	138	119	85.7	3.2	11.2	-2.6	0.2	-0.1	2.9	-0.5
Amérique du nord	1,342	1,260	17.7	2.0	52.7	-0.9	7.6	-1.8	21.9	0.8
dont:										
Canada	337	298	70.3	3.8	18.7	-2.2	2.5	-1.4	8.4	-0.2
Etats-Unis	1,004	962	...	...	64.2	0.4	9.4	-1.8	26.5	1.5
Centres Offshore	1,456	1,444	70.9	1.5	15.2	-0.9	7.6	-0.7	6.3	0.0
Total	9,778	8,976	45.6	1.0	31.5	-0.7	6.0	-1.0	16.9	0.7
Sources: Calculs BCE et BRI, 2010										
Note: Les chiffres du 4 ^{ème} trimestre 2008 sont exprimés au taux de change du 4 ^{ème} trimestre 2009.										
1) l'Islande, la Norvège, la Suisse et Micro-Etats européens.										

Annexe 6 :

Tableau n° 3. Part du dollar et de l'euro dans la facturation des échanges commerciaux
(en %)

Années Zones	2003				2009			
	Exports		Imports		Exports		Imports	
	USD	EUR	USD	EUR	USD	EUR	USD	EUR
USA	99,8	-	92,8	-	95	-	85	-
Asie								
Japon	48	9,6	68,7	4,5	52,4	-	70,7	-
Corée	83,2	7,4	79,7	5,4	84,9	-	82,2	
Malaisie	90	-	90	-	66	9	66	7,5
Thaïlande	84,4	2,7	76	4,3	83,9	-	83,9	-
Australie	69,6	1,3	50,5	9	67,9	3,5	50,1	-
Chine	90	-	93	-	-	-	-	-
Indonésie	-	2,3	-	5,8	-	1,8	-	4,6
Zone Euro								
Belgique	31,9	55,3	33,3	57	31,9	-	33,5	
France	33,9	52,4	47	45,1	34,2	-	43,2	
Allemagne	24,1	63	33,9	55,2	32,3	55	37,9	51
Italie	17,5	74,9	24,9	70,2	20,5	à	30,8	A
Grèce	46,1	47,3	54,7	39,6	71	57	62	57
Espagne	30,3	60,8	35,7	60,2	32,8		39,5	
R. Uni	26	21	37	27	26		37	
Source : Patrick ARTUS, « Quelles conséquences si le renminbi chinois devient la monnaie du commerce extérieur en Asie ? », Revue Flash Économie, Natixis Bank, n°330, 20 Juillet 2009, p.2. Et, « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p. 72-73.								

Annexe 7 :

Tableaux n°4. Part de l'euro comme monnaie de règlement /de facturation des exportations et importations de biens et services extra-zone euro de certains pays de la zone euro

(as a percentage of the total)																			
	Goods									Services									
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
Exports																			
Belgium ¹⁾	46.7	53.6	56.6	57.7	54.8	58.5	52.8	56.2	...	...	64.1	70.6	72.2	73.0	73.7	74.1	73.8	...	
Cyprus	...	...	...	...	...	...	2.8	11.5	11.8	...	...	...	...	...	...	40.0	39.9	40.7	
France ²⁾	50.8	50.5	49.0	49.2	49.8	50.8	51.5	49.3	49.2	40.0	40.3	42.4	42.4	43.6	47.2	49.0	39.9	41.1	
Greece	23.5	39.3	47.3	44.3	39.1	38.8	39.2	32.6	36.3	11.3	13.3	16.3	14.1	15.6	14.6	14.9	15.6	19.1	
Italy ³⁾	52.7	54.1	58.2	59.0	58.3	59.4	64.3	68.7	69.8	39.7	43.1	47.0	48.9	56.5	53.9	59.3	61.4	64.9	
Luxembourg	46.7	44.0	51.5	61.8	61.4	57.7	59.2	51.9	52.9	...	40.4	41.6	41.9	42.4	47.7	48.4	46.6	47.3	
Portugal	40.3	44.1	50.4	55.6	56.8	55.8	61.4	63.0	63.7	41.2	47.2	53.4	56.1	58.1	55.7	61.3	65.8	67.9	
Slovakia	...	...	...	...	...	...	...	96.5	97.3	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Slovenia ⁴⁾	...	...	...	...	...	74.2	79.0	79.4	84.7	...	...	...	...	...	80.1	80.8	83.2	82.7	
Spain	52.0	57.5	61.7	62.4	62.1	61.6	65.2	60.6	62.4	53.3	59.5	64.1	64.3	67.5	67.2	71.8	71.2	70.3	
Imports																			
Belgium ¹⁾	47.2	53.7	57.8	55.7	51.2	58.3	62.7	65.0	...	...	60.1	65.8	68.3	71.2	73.8	71.8	73.5	...	
Cyprus	...	...	...	...	...	...	1.7	2.1	2.5	...	...	...	...	...	...	27.9	44.5	42.7	
France ²⁾	42.6	40.8	44.1	45.7	46.3	44.7	44.8	44.2	44.2	43.3	44.0	46.6	49.2	50.3	54.6	54.8	54.9	52.8	
Greece	29.3	35.8	39.6	40.6	34.1	33.6	34.9	37.3	37.9	15.3	16.8	20.1	22.7	24.0	26.2	29.5	29.0	34.5	
Italy ³⁾	40.8	44.2	44.5	41.2	39.4	43.0	44.3	47.8	49.8	45.2	53.2	54.4	52.3	55.5	56.0	59.1	63.8	66.9	
Luxembourg	47.2	31.9	41.9	50.0	43.8	38.8	37.9	38.8	42.4	...	27.7	34.3	30.2	31.2	29.8	34.0	38.4	38.2	
Portugal	50.3	54.7	57.9	57.9	54.3	52.4	51.3	53.5	56.5	63.1	65.5	69.4	71.3	73.2	73.4	71.8	73.2	72.6	
Slovakia	...	...	...	...	...	...	...	82.1	86.3	...	...	...	...	...	...	...	...	...	
Slovenia ⁴⁾	...	...	...	...	...	64.0	73.1	75.0	69.9	...	...	...	...	...	53.1	57.2	58.1	64.8	
Spain	49.7	55.9	61.1	61.3	56.0	54.8	56.7	58.8	60.8	45.2	48.8	54.3	57.0	60.2	60.3	60.7	61.5	61.8	

Sources: National central banks and ECB calculations.
Notes: Data for 2001 include trade settled in euro and in legacy currencies. Data refer to the use of the euro as a settlement currency, except for Cyprus, where the invoicing currency is reported for imports of goods. Data on services exclude travel, with the exception of Belgium and Slovenia.
1) Data from 2007 onwards are not comparable with previous years.
2) Data for goods from 2005 onwards are based on estimates.
3) Data for 2009 are provisional.
4) Data for 2008 refer to the first quarter of that year.

Tableaux n°5. Part de l'euro comme monnaie de règlement / de facturation des exportations et importations extra-UE de marchandises de certains pays de l'UE

(as a percentage of the total)									
	Exports				Imports				
	2006 Q1	2007 Q1	2008 Q1	2009 Q1	2006 Q1	2007 Q1	2008 Q1	2009 Q1	
Euro area countries									
Austria	62.9	...	72.9	74.7	60.9	55.9	62.4	56.2	
Cyprus	...	...	16.9	13.8	...	...	1.8	2.1	
France	51.5	51.2	49.5	48.3	45.4	44.6	45.5	43.7	
Germany	...	...	...	73.7	40.9	43.2	46.1	36.5	
Greece	28.1	25.6	18.4	27.2	18.0	21.8	26.6	24.5	
Ireland	19.4	16.6	20.0	16.7	46.6	41.8	42.5	34.7	
Italy	53.1	55.6	58.5	64.5	26.4	30.4	32.6	36.6	
Luxembourg	34.5	51.4	44.8	39.7	33.1	36.6	36.7	43.1	
Portugal	50.7	57.8	66.2	61.8	43.8	42.5	49.7	44.3	
Slovakia	...	...	...	97.5	...	...	...	85.6	
Slovenia	...	76.9	79.4	81.5	...	63.1	65.3	58.7	
Spain	53.0	55.3	61.4	51.8	42.7	44.8	47.7	48.1	
Non-euro area EU countries									
Bulgaria	...	...	...	14.8	...	...	...	12.5	
Czech Republic	...	...	...	46.8	...	...	...	21.8	
Estonia	...	...	...	39.1	...	...	...	42.4	
Latvia	...	...	...	59.3	...	...	...	44.9	
Lithuania	...	...	...	44.1	...	...	...	32.0	
Romania	...	...	...	55.1	...	...	...	34.6	

Sources: National central banks/national statistical offices and ECB calculations.

Annexe 8 :

Tableaux n°6. Part de l'euro dans les exportations et importations de certains pays hors zone

	Exports																	
	Exports of goods invoiced/settled in euro (percentage of total exports of goods)									Exports of services invoiced/settled in euro (percentage of total exports of goods)								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Non-euro area EU countries																		
Bulgaria	48.1	52.4	60.7	62.2	60.4	57.7	60.5	61.5	68.5	...	...	...	...	...	73.1	76.3	77.9	77.0
Czech Republic ¹⁾	68.7	68.2	70.3	73.4	71.9	68.8	72.0	73.6	74.0	62.5	67.9	67.9	68.3	64.6	70.3	67.2	72.3	77.2
Estonia ¹⁾	53.8	65.3	70.3	65.7	60.3	55.1	57.8	59.1	...	10.3	21.6	37.4	38.3	41.6	44.2	48.0	53.3	...
Latvia ²⁾	34.1	40.4	41.6	47.9	53.3	54.8	59.5	66.9	66.4	...	...	20.7	26.4	33.2	37.9	42.5	51.5	54.4
Lithuania ³⁾	27.8	36.6	46.8	49.7	51.3	56.2	56.5	57.3	58.1	28.5	38.4	42.8	49.4	51.1	51.9	53.9	55.0	36.2
Poland	57.2	60.1	64.9	69.3	70.1	69.9	69.8	68.2	66.1	57.2	60.1	64.9	69.3	70.1	69.9	69.8	68.2	66.1
Romania	55.7	58.6	63.8	66.3	64.3	67.6	67.7	68.5	77.5	...	...	...	...	71.0	72.0	71.2	75.2	74.1
EU candidate countries																		
Croatia	63.0	69.4	71.9	69.2	71.2	71.7	74.3	75.6	81.0	...	...	...	...	...	...	...	...	...
FYR Macedonia	...	66.4	67.4	75.5	74.9	73.7	70.7	78.4	81.2	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Turkey	42.9	46.7	49.3	49.3	48.3	48.5	50.3	46.6	48.0	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Other countries																		
Indonesia ⁴⁾	1.0	2.4	2.3	2.0	1.8	1.6	1.8	1.8	1.8	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Thailand	2.8	3.2	2.7	3.1	2.6	2.8	3.4	3.4	2.9	...	...	...	...	...	...	...	...	...
	Imports																	
	Imports of goods invoiced/settled in euro (percentage of total imports of goods)									Imports of services invoiced/settled in euro (percentage of total imports of services)								
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Non-euro area EU countries																		
Bulgaria	55.5	60.1	62.7	63.6	60.4	58.9	60.2	65.7	70.8	...	...	...	...	...	69.9	77.1	77.1	80.8
Czech Republic ¹⁾	66.6	66.7	67.6	71.3	70.6	67.8	68.0	68.3	68.5	58.1	62.9	59.0	64.8	61.1	61.4	61.3	69.3	75.4
Estonia ¹⁾	53.9	59.3	61.5	59.7	59.0	56.1	58.5	59.1	...	14.6	31.4	46.9	34.2	39.8	42.3	51.2	53.6	...
Latvia ²⁾	44.5	51.9	49.6	52.8	59.2	61.2	67.2	67.4	66.1	...	...	25.4	29.0	33.3	36.8	39.3	42.7	43.9
Lithuania ³⁾	38.3	48.5	53.0	55.0	51.3	53.8	55.4	54.6	52.8	31.8	40.6	43.0	47.0	47.8	54.1	53.5	49.9	51.0
Poland	57.7	59.6	60.2	61.7	60.5	58.6	59.1	56.4	54.8	40.8	46.8	52.1	53.0	54.8	54.3	54.0	54.0	58.9
Romania	60.6	65.6	67.9	70.8	71.1	73.4	71.5	70.9	73.2	...	...	...	...	64.0	69.0	74.6	74.5	78.3
EU candidate countries																		
Croatia	72.7	77.1	78.0	77.5	73.7	73.3	73.6	71.3	75.8	...	...	...	...	...	...	...	...	...
FYR Macedonia	...	67.6	70.6	74.7	70.5	69.0	70.2	72.8	74.6	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Turkey	33.0	37.2	39.7	40.3	38.5	37.6	35.8	31.8	34.8	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Other countries																		
Indonesia ⁴⁾	2.7	5.5	5.8	6.2	4.3	3.6	4.3	4.3	4.6	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Thailand	5.1	5.3	4.3	4.6	3.7	3.5	3.8	3.8	4.1	...	...	...	...	...	...	...	...	...

Sources: National sources. Data for non-euro area EU countries have been provided by the national central banks of the ESCB. Data for Croatia, the former Yugoslav Republic of Macedonia and Turkey have been kindly provided by the Croatian National Bank, the National Bank of the Republic of Macedonia and TurkStat.

1) As a result of changes in the way data are collected from 2004 onwards, more recent figures for the Czech Republic and Estonia are not comparable with previous years.

2) Data for 2009 refer to the first three quarters of that year.

3) Data for 2009 refer to the average of the first three quarters of that year.

4) Non-oil and gas exports and respectively imports only.

Annexe 9 :

Tableau n°7. Réserves de change mondiales

	All countries					Advanced economies					Emerging and developing economies				
	Total (incl. unallocated reserves)	EUR	USD	JPY	Other (excl. unallocated reserves)	Total (incl. unallocated reserves)	EUR	USD	JPY	Other (excl. unallocated reserves)	Total (incl. unallocated reserves)	EUR	USD	JPY	Other (excl. unallocated reserves)
Outstanding amounts in USD billions, at current exchange rates															
1999	1,782	247	980	88	65	1,121	182	706	73	49	661	65	274	15	16
2000	1,936	278	1,080	92	69	1,216	203	772	81	51	720	75	308	11	18
2001	2,050	301	1,122	79	67	1,246	213	792	68	49	804	88	330	11	18
2002	2,408	427	1,205	78	86	1,442	297	850	69	63	966	131	355	9	23
2003	3,025	559	1,466	88	111	1,766	358	1,045	81	73	1,259	201	421	7	38
2004	3,748	659	1,751	102	144	2,069	416	1,228	91	90	1,679	243	523	11	54
2005	4,320	684	1,903	102	155	2,077	385	1,261	86	87	2,243	299	642	16	68
2006	5,251	832	2,171	102	210	2,250	438	1,350	84	107	3,001	394	821	18	103
2007	6,699	1,082	2,642	120	275	2,429	519	1,423	85	126	4,270	563	1,219	35	149
2008 Q1	7,237	1,169	2,769	137	307	2,543	565	1,452	93	141	4,693	604	1,317	44	167
Q2	7,452	1,186	2,784	146	313	2,508	546	1,431	94	141	4,944	640	1,353	52	172
Q3	7,490	1,113	2,813	139	296	2,442	495	1,444	91	129	5,048	618	1,369	48	167
Q4	7,338	1,112	2,698	132	267	2,487	508	1,475	94	117	4,850	604	1,223	38	150
2009 Q1	7,164	1,046	2,645	114	253	2,450	478	1,478	1,478	107	4,715	568	1,167	29	146
Q2	7,561	1,171	2,682	133	284	2,603	560	1,504	1,504	119	4,959	611	1,178	32	165
Q3	7,877	1,231	2,733	143	333	2,710	596	1,542	1,542	132	5,167	635	1,191	37	201
Q4	8,166	1,246	2,837	138	343	2,775	602	1,586	1,586	138	5,391	644	1,251	38	205
Currency shares in foreign exchange reserves with disclosed currency composition at constant exchange rates															
1999	...	23.6	65.4	6.5	4.5	...	23.8	64.3	7.4	4.5	...	23.2	68.5	4.0	4.4
2000	...	25.3	63.6	6.7	4.4	...	25.3	62.2	8.1	4.5	...	25.3	67.4	3.1	4.2
2001	...	27.3	62.3	6.2	4.1	...	26.9	61.3	7.5	4.2	...	28.3	64.8	3.0	3.9
2002	...	29.6	60.8	5.1	4.5	...	28.9	60.2	6.3	4.6	...	31.6	62.4	2.0	4.1
2003	...	27.6	63.4	4.4	4.6	...	25.3	64.7	5.8	4.3	...	33.1	60.6	1.2	5.1
2004	...	25.9	65.1	4.2	4.8	...	23.8	66.3	5.4	4.5	...	30.6	62.3	1.5	5.6
2005	...	27.7	63.0	4.3	5.0	...	24.4	65.5	5.7	4.4	...	33.4	58.8	1.8	6.0
2006	...	26.8	63.9	3.9	5.5	...	23.5	66.4	5.3	4.8	...	31.6	60.2	1.7	6.6
2007	...	25.9	64.7	3.6	5.8	...	23.7	66.3	4.8	5.2	...	28.4	62.9	2.2	6.5
2008 Q1	...	25.1	65.1	3.5	6.3	...	23.5	66.2	4.6	5.7	...	26.7	64.0	2.3	7.0
Q2	...	25.1	64.6	3.9	6.4	...	23.1	66.1	4.9	5.9	...	27.3	63.1	2.8	6.9
Q3	...	25.7	64.4	3.6	6.3	...	23.0	66.6	4.8	5.6	...	28.3	62.2	2.5	7.0
Q4	...	27.0	63.3	3.0	6.7	...	23.7	66.6	4.1	5.6	...	30.5	59.7	1.8	7.9
2009 Q1	...	27.1	63.4	2.9	6.6	...	23.5	67.2	4.1	5.2	...	31.1	59.1	1.6	8.1
Q2	...	27.8	62.5	3.2	6.5	...	24.8	65.5	4.5	5.1	...	31.2	59.0	1.7	8.1
Q3	...	27.4	61.9	3.1	7.6	...	24.8	65.2	4.4	5.6	...	30.4	58.0	1.7	9.8
Q4	...	27.3	62.2	3.0	7.5	...	24.8	65.4	4.1	5.7	...	30.1	58.5	1.8	9.6
Currency shares in foreign exchange reserves with disclosed currency composition at current exchange rates															
1999	...	17.9	71.0	6.4	4.7	...	18.0	69.9	7.3	4.8	...	17.5	74.2	3.9	4.4
2000	...	18.3	71.1	6.1	4.5	...	18.4	69.8	7.3	4.6	...	18.1	74.8	2.7	4.3
2001	...	19.2	71.5	5.0	4.3	...	19.0	70.6	6.1	4.4	...	19.7	73.8	2.4	4.0
2002	...	23.8	67.1	4.4	4.8	...	23.2	66.5	5.4	4.9	...	25.3	68.6	1.7	4.5
2003	...	25.2	65.9	3.9	5.0	...	23.0	67.2	5.2	4.7	...	30.2	63.1	1.1	5.7
2004	...	24.8	65.9	3.8	5.4	...	22.8	67.3	5.0	4.9	...	29.2	63.0	1.3	6.5
2005	...	24.0	66.9	3.6	5.5	...	21.2	69.3	4.7	4.8	...	29.2	62.7	1.5	6.7
2006	...	25.1	65.5	3.1	6.3	...	22.1	68.2	4.3	5.4	...	29.5	61.5	1.3	7.7
2007	...	26.3	64.1	2.9	6.7	...	24.1	66.1	4.0	5.9	...	28.6	62.0	1.8	7.6
2008 Q1	...	26.7	63.2	3.1	7.0	...	25.1	64.5	4.1	6.2	...	28.3	61.8	2.0	7.8
Q2	...	26.8	62.9	3.3	7.1	...	24.7	64.7	4.2	6.4	...	28.9	61.0	2.3	7.7
Q3	...	25.5	64.5	3.2	6.8	...	22.9	66.9	4.2	6.0	...	28.1	62.2	2.2	7.6
Q4	...	26.4	64.1	3.1	6.4	...	23.1	67.2	4.3	5.3	...	30.0	60.7	1.9	7.4
2009 Q1	...	25.8	65.2	2.8	6.2	...	22.3	68.8	3.9	5.0	...	29.7	61.1	1.5	7.7
Q2	...	27.4	62.8	3.1	6.7	...	24.5	65.9	4.4	5.2	...	30.7	59.3	1.6	8.3
Q3	...	27.7	61.5	3.2	7.5	...	25.1	64.9	4.5	5.5	...	30.8	57.7	1.8	9.7
Q4	...	27.3	62.2	3.0	7.5	...	24.8	65.4	4.1	5.7	...	30.1	58.5	1.8	9.6

Sources: IMF and ECB calculations.

Annexe 10 :

Tableau 8. Dépôts transfrontaliers par devises

		All cross-border deposits ¹⁾					Deposits by depositors outside the euro area in banks outside the euro area ²⁾				
		Total	EUR	USD	JPY	Other	Total	EUR	USD	JPY	Other
Outstanding amounts (in USD billions, at current exchange rates, end of period)											
1999		1,930	-	-	89	-	535	-	-	40	-
2000		2,102	391	1,303	85	323	-	77	464	29	-
2001		2,419	465	1,435	84	435	689	103	507	35	44
2002		2,789	598	1,542	93	555	712	135	449	38	90
2003		3,472	819	1,899	84	670	852	192	523	40	97
2004		4,075	992	2,201	112	770	906	239	530	34	103
2005		4,242	921	2,362	116	843	1,047	237	628	55	127
2006		5,380	1,098	3,062	135	1,085	1,304	288	804	46	165
2007		6,723	1,405	3,948	146	1,225	1,688	441	1,120	48	79
2008		6,342	1,333	3,816	127	1,066	1,581	407	1,012	58	105
2009	Q4	5,944	1,272	3,472	94	1,105	1,635	414	964	41	216
2010	Q1	5,983	1,309	3,537	81	1,056	1,611	413	936	36	227
	Q2	5,896	1,194	3,553	94	1,056	1,526	363	944	38	180
	Q3	6,274	1,357	3,721	98	1,097	1,674	401	1,037	41	195
	Q4	6,352	1,340	3,853	81	1,078	1,710	395	1,076	34	206
2011	Q1	6,626	1,386	4,046	92	1,103	1,756	393	1,147	41	175
	Q2	6,622	1,452	3,938	90	1,142	1,838	398	1,145	44	251
	Q3	6,526	1,464	3,990	94	978	1,814	414	1,265	44	92
Percentages of outstanding amounts (at constant exchange rates, end of period)											
1999		100.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2000		100.0	24.0	55.1	5.4	15.5	-	-	-	-	-
2001		100.0	25.6	51.6	5.1	17.7	100.0	20.3	65.4	7.7	6.5
2002		100.0	25.4	50.8	4.7	19.0	100.0	22.5	58.1	7.5	11.9
2003		100.0	24.7	53.5	3.3	18.5	100.0	23.4	59.5	6.4	10.8
2004		100.0	24.2	54.2	3.7	17.9	100.0	26.1	58.4	5.0	10.5
2005		100.0	23.7	53.2	4.0	19.0	100.0	24.5	56.6	7.5	11.4
2006		100.0	20.8	56.5	3.9	18.9	100.0	22.3	60.5	5.4	11.8
2007		100.0	19.6	60.1	3.2	17.1	100.0	24.4	67.6	4.2	3.8
2008		100.0	20.3	59.9	2.3	17.4	100.0	24.9	63.8	4.3	7.0
2009	Q4	100.0	20.3	59.1	1.9	18.7	100.0	24.0	59.6	3.0	13.4
2010	Q1	100.0	21.8	58.7	1.6	17.9	100.0	25.4	57.7	2.7	14.2
	Q2	100.0	21.7	58.6	1.8	17.9	100.0	25.4	60.0	2.8	11.8
	Q3	100.0	21.4	59.4	1.7	17.5	100.0	23.7	61.9	2.7	11.7
	Q4	100.0	21.2	60.4	1.3	17.0	100.0	23.2	62.7	2.1	12.0
2011	Q1	100.0	20.1	61.7	1.5	16.7	100.0	21.5	66.0	2.6	10.0
	Q2	100.0	20.8	60.5	1.4	17.2	100.0	20.5	63.2	2.5	13.7
	Q3	100.0	22.4	61.1	1.4	15.0	100.0	22.8	69.7	2.4	5.1
Percentages of outstanding amounts (at current exchange rates, end of period)											
1999		100.0	-	-	4.6	-	100.0	-	-	-	-
2000		100.0	18.6	62.0	4.1	15.3	-	-	-	-	-
2001		100.0	19.2	59.3	3.5	18.0	100.0	14.9	73.6	5.1	6.3
2002		100.0	21.5	55.3	3.3	19.9	100.0	19.0	63.1	5.3	12.7
2003		100.0	23.6	54.7	2.4	19.3	100.0	22.5	61.4	4.7	11.4
2004		100.0	24.3	54.0	2.8	18.9	100.0	26.4	58.5	3.7	11.4
2005		100.0	21.7	55.7	2.7	19.9	100.0	22.7	60.0	5.2	12.1
2006		100.0	20.4	56.9	2.5	20.2	100.0	22.1	61.7	3.5	12.7
2007		100.0	20.9	58.7	2.2	18.2	100.0	26.1	66.4	2.8	4.7
2008		100.0	21.0	60.2	2.0	16.8	100.0	25.7	64.0	3.7	6.6
2009	Q4	100.0	21.4	58.4	1.6	18.6	100.0	25.3	59.0	2.5	13.2
2010	Q1	100.0	21.9	59.1	1.4	17.6	100.0	25.6	58.1	2.2	14.1
	Q2	100.0	20.3	60.3	1.6	17.9	100.0	23.8	61.9	2.5	11.8
	Q3	100.0	21.6	59.3	1.6	17.5	100.0	24.0	61.9	2.5	11.6
	Q4	100.0	21.1	60.7	1.3	17.0	100.0	23.1	62.9	2.0	12.0
2011	Q1	100.0	20.9	61.1	1.4	16.6	100.0	22.4	65.3	2.3	10.0
	Q2	100.0	21.9	59.5	1.4	17.2	100.0	21.7	62.3	2.4	13.7
	Q3	100.0	22.4	61.1	1.4	15.0	100.0	22.8	69.7	2.4	5.1

Sources: BIS and ECB calculations.

Note: Excluding interbank deposits.

1) Including deposits to/from Japan, Switzerland, the United Kingdom and the United States in their domestic currency.

2) Excluding deposits to/from Japan, Switzerland, the United Kingdom and the United States in their domestic currency.

Annexe 11 :

Tableau 9. Prêts transfrontaliers par devises

	All cross-border loans ¹⁾					Loans by banks outside the euro area to borrowers outside the euro area ²⁾				
	Total	EUR	USD	JPY	Other	Total	EUR	USD	JPY	Other
Outstanding amounts (in USD billions, at current exchange rates, end of period)										
1999	1,856	-	-	-	-	481	-	-	-	-
2000	1,852	266	999	81	506	413	23	181	-	-
2001	2,024	304	1,174	84	463	377	44	201	46	85
2002	2,233	379	1,241	105	507	364	64	189	44	67
2003	2,678	521	1,469	116	572	399	92	237	38	33
2004	3,082	668	1,615	152	647	430	136	236	37	22
2005	3,423	640	1,890	118	775	528	108	297	50	74
2006	4,507	833	2,546	121	1,007	695	135	413	44	103
2007	5,653	1,256	3,130	182	1,086	1,066	306	689	65	6
2008	5,418	1,200	3,061	168	990	1,105	239	771	68	28
2009 Q4	5,128	1,060	2,962	110	997	1,131	223	796	41	71
2010 Q1	5,162	1,060	2,999	102	1,001	1,135	229	791	40	75
Q2	5,060	1,006	2,957	111	985	1,106	250	786	44	27
Q3	5,430	1,149	3,125	115	1,041	1,226	271	860	49	46
Q4	5,507	1,108	3,215	125	1,059	1,240	259	876	42	62
2011 Q1	5,832	1,240	3,357	119	1,115	1,281	295	896	46	43
Q2	6,005	1,300	3,449	125	1,131	1,322	256	899	49	119
Q3	5,967	1,300	3,379	155	1,134	1,379	239	944	48	147
Percentages of outstanding amounts (at constant exchange rates, end of period)										
1999	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2000	100.0	18.8	48.7	5.9	26.6	-	-	-	-	-
2001	100.0	20.4	51.3	6.2	22.1	100.0	15.7	46.5	18.3	19.5
2002	100.0	20.2	51.3	6.7	21.8	100.0	20.2	46.6	16.6	16.6
2003	100.0	20.2	53.2	5.9	20.8	100.0	23.2	56.0	12.6	8.2
2004	100.0	21.3	52.0	6.5	20.3	100.0	30.4	53.0	11.0	5.6
2005	100.0	20.4	52.6	5.0	21.9	100.0	21.5	51.7	13.4	13.3
2006	100.0	18.7	55.8	4.1	21.4	100.0	19.1	56.7	9.4	14.8
2007	100.0	20.7	56.2	4.7	18.4	100.0	26.3	64.5	8.8	0.4
2008	100.0	21.4	56.1	3.6	18.9	100.0	20.8	69.3	7.2	2.7
2009 Q4	100.0	19.5	58.3	2.6	19.6	100.0	18.6	70.7	4.3	6.4
2010 Q1	100.0	20.4	57.6	2.4	19.7	100.0	20.0	69.0	4.3	6.7
Q2	100.0	21.3	56.8	2.5	19.4	100.0	24.2	68.9	4.4	2.5
Q3	100.0	20.9	57.6	2.3	19.2	100.0	21.8	70.1	4.4	3.7
Q4	100.0	20.2	58.1	2.4	19.2	100.0	21.0	70.4	3.6	5.0
2011 Q1	100.0	20.4	58.2	2.2	19.2	100.0	22.1	70.6	3.9	3.4
Q2	100.0	20.6	58.4	2.2	18.9	100.0	18.3	68.8	3.9	9.0
Q3	100.0	21.8	56.6	2.6	19.0	100.0	17.3	68.5	3.5	10.7
Percentages of outstanding amounts (at current exchange rates, end of period)										
1999	100.0	-	-	-	-	100.0	-	-	-	-
2000	100.0	14.4	53.9	4.4	27.3	100.0	5.6	44.0	-	-
2001	100.0	15.0	58.0	4.1	22.9	100.0	11.8	53.4	12.3	22.5
2002	100.0	17.0	55.6	4.7	22.7	100.0	17.5	52.1	12.0	18.4
2003	100.0	19.4	54.9	4.3	21.4	100.0	23.0	59.2	9.6	8.2
2004	100.0	21.7	52.4	4.9	21.0	100.0	31.6	54.7	8.5	5.1
2005	100.0	18.7	55.2	3.4	22.6	100.0	20.4	56.1	9.5	14.0
2006	100.0	18.5	56.5	2.7	22.3	100.0	19.5	59.4	6.3	14.8
2007	100.0	22.2	55.4	3.2	19.2	100.0	28.7	64.7	6.1	0.5
2008	100.0	22.1	56.5	3.1	18.3	100.0	21.6	69.7	6.1	2.5
2009 Q4	100.0	20.7	57.8	2.1	19.4	100.0	19.7	70.4	3.6	6.3
2010 Q1	100.0	20.5	58.1	2.0	19.4	100.0	20.2	69.7	3.6	6.6
Q2	100.0	19.9	58.4	2.2	19.5	100.0	22.6	71.0	3.9	2.4
Q3	100.0	21.2	57.6	2.1	19.2	100.0	22.1	70.2	4.0	3.7
Q4	100.0	20.1	58.4	2.3	19.2	100.0	20.9	70.7	3.4	5.0
2011 Q1	100.0	21.3	57.6	2.0	19.1	100.0	23.1	69.9	3.6	3.4
Q2	100.0	21.7	57.4	2.1	18.8	100.0	19.3	68.0	3.7	9.0
Q3	100.0	21.8	56.6	2.6	19.0	100.0	17.3	68.5	3.5	10.7

Sources: BIS and ECB calculations.

Note: Excluding interbank loans.

1) Including loans to/from Japan, Switzerland, the United Kingdom and the United States in their domestic currency.

2) Excluding loans to/from Japan, Switzerland, the United Kingdom and the United States in their domestic currency.

Annexe 12 :

Tableau n°10. Pays ayant des régimes de change liés à l'euro (Au 1 ^{er} Mai 2010)		
Région	Régimes de taux de change	Pays
L'Union européenne (hors zone euro)	MCE II	Danemark, l'Estonie ¹ , la Lettonie ² , la Lituanie ¹
	Le régime de la caisse d'émission (Currency board)	Bulgarie
	flottement administré avec l'euro comme monnaie de référence	Roumanie
	Pro memoria : flottement libre	République Tchèque ³ , Hongrie ⁴ , Pologne ⁵ Suède, Royaume-Uni
Candidats et candidats potentiels	Euroïisation unilatérale	Kosovo, Monténégro
	Euromonnaie sur le régime de la caisse d'émission	Bosnie et Herzégovine
	Peg ou le flottement avec l'euro comme monnaie de référence	Croatie, ex-République Yougoslave de Macédoine, Serbie ⁶
	Pr-memoria : taux de change à flottement libre	Albanie, Turquie
Autres	Euroïisation	Micro-États européens ⁷ , Communauté Territoriale Française ⁸
	Peg basé sur l'euro	La zone euro franc CFA ⁹ , territoires français d'outre-mer ¹⁰ , Cap-Vert, Comores, São Tomé e Príncipe.
	Peg et flottements administrés basés sur les DTS et autres paniers de monnaies impliquant l'euro (part de l'euro)	Algérie ¹¹ , l'Azerbaïdjan (30%) ¹² , Botswana ¹³ , Fidji ¹⁴ , l'Iran ¹⁵ , le Koweït ¹⁶ , Libye ¹⁷ , Maroc (80%) ¹⁸ , Fédération russe (45%) ¹⁹ , Samoa ²⁰ , Singapour ²¹ , Syrie ²² , Tunisie ²³ , Vanuatu ²⁴ .

Sources: FMI et la compilation BCE, repris de : « The international role of the euro », Revue BCE, Juillet 2010, p.31.

Notes:

- 1) l'engagement unilatéral d'une caisse d'émission (Currency board).
- 2) l'engagement unilatéral d'une bande de fluctuation de + / -1%.
- 3) Česká národní banka s'est pas engagée dans des interventions directes sur le marché des changes.
- 4) La Hongrie a laissé le florin fluctuer librement le 25 Février 2008.
- 5) Narodowy Bank Polski a intervenu sur le marché des changes pour la première fois le 9 Avril 2010.
- 6) En Décembre 2008, la Banque Nationale du Comité de politique monétaire de la Serbie a adopté un Mémoire sur l'inflation ciblée en tant que stratégie monétaire, ce qui a défini les grands principes du régime d'inflation ciblée de la politique monétaire et la stratégie financière à partir du 1er Janvier 2009.
- 7) République de Saint-Marin, la Cité du Vatican, Principauté de Monaco et Andorre. Dans le cas de l'Andorre : euroisation unilatérale. Les autres pays et territoires ont le droit d'utiliser l'euro comme monnaie officielle.
- 8) Saint-Pierre-et-Miquelon, Mayotte.
- 9) WAUEM OA (Bénin, Burkina Faso, Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau, Mali, Niger, Sénégal, Togo) et de la CEMAC (Cameroun, République centrafricaine, Tchad, République du Congo, Guinée équatoriale, Gabon).
- 10) en Polynésie française, Nouvelle-Calédonie, Wallis et Futuna.
- 11) Géré le flottement sans annoncer à l'avance le taux de change.
- 12) Bi-Panier de monnaies par rapport au dollar américain (70%) et l'euro (30%) à partir de 11 Mars 2008, auparavant 80% et 20% respectivement.
- 13) Panier pondéré de monnaies comprenant le DTS et le rand sud-africain.
- 14) La monnaie a été rattaché à un panier de devises internationales en mai 2007.
- 15) Maintien du flottement contrôlé avec arrangement contre un panier de devises dont l'euro, le dollar américain et le yen japonais.
- 16) La monnaie a été rattaché à un panier de devises internationales en mai 2007.
- 17) Le taux de change est établi à l'aide d'un panier de monnaies composé de DTS avec une marge fluctuation de 25%.
- 18) Bi-panier de monnaies face à l'euro (80%) et le dollar américain (20%).
- 19) Panier de devises pondéré par le commerce pour le suivi et la fixation des plafonds pour l'appréciation réelle (part de marché cumulée de l'euro et devises liées à l'euro de l'ordre de 60%) ; depuis Février 2005 panier dollar-euro pour la gestion des taux de change par jour (depuis Février 2007 part de l'euro de 45%).
- 20) La banque centrale maintient un taux de change fixe basée sur un panier des monnaies des six principaux partenaires commerciaux du Samoa.
- 21) Gérer le flottement contre un panier de monnaies qui sont maintenues dans une fourchette cible non divulguée.
- 22) En Août 2007, les autorités ont déplacé le régime de taux de change de facto au taux peg au régime dollar américain à un panier de DTS au sein dans une marge relativement large.
- 23) Le régime de taux de change de facto est un taux conventionnel lié au à un panier de devises non divulgué.
- 24) Panier de devises pondéré (commerce et les recettes touristiques) des principaux partenaires commerciaux.

Annexe 13 :

Tableau n°11. Performances réelle de la zone euro (1992-2008)

	1992-1998	1999-2008
Taux de croissance du PIB en volume		
ZE 3	1,5	1,7
ZE totale	1,8	2,1
UE 3	2,6	2,7
États-Unis	3,6	2,6
Taux de croissance du PIB par tête		
ZE 3	1,3	1,6
ZE totale	1,4	1,8
UE 3	2,4	2,0
États-Unis	2,5	1,3
Taux de chômage en % de la population active		
ZE 3	9,5	8,5
ZE totale	9,9	8,2
UE 3	8,3	5,1
États-Unis	5,9	5,0
Taux d'intérêt réel à long terme		
ZE 3	4,7	2,5
ZE totale	4,3	2,2
UE 3	5,3	3,0
États-Unis	3,8	1,9
Taux de croissance de la productivité du travail		
ZE 3	1,7	0,8
ZE totale	1,6	0,8
UE 3	2,5	1,7
États-Unis	1,6	1,8

Sources : OCDE, OFCE (lettre 304 de décembre).

Tableau n° 12. Interventions de sauvetage des systèmes financiers nationaux

En % du PIB			
	Recapitalisation	Rachats d'actifs par le Trésor	Garantie sur les prêts interbancaires
Autriche	5,3	0,0	30,0
Belgique	4,7	0,0	26,2
France	1,2	1,3	16,4
Allemagne	3,8	0,4	18,0
Grèce	2,1	3,3	6,2
Irlande	5,3	0,0	257,0
Italie	1,3	0,0	0,0
Pays-Bas	3,4	2,8	33,7
Portugal	2,4	0,0	12,0
Espagne	0,0	4,6	18,3
Suède	2,1	5,3	47,3
Royaume-Uni	3,9	26,7 *	51,2

* Y compris l'aide de la Banque d'Angleterre, garantie par le Trésor britannique.

Source : FMI, *Regional Economic Outlook, Europe, Addressing the crisis*, mai 2009.

Annexe 14 :

Tableau n° 13. Soldes des balances courantes des pays de la zone euro

En % du PIB						
	1979-1988		1989-1998		1999-2008	
	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type
Autriche	-0,43	1,02	-1,20	1,37	0,57	2,45
Belgique	0,52	2,57	4,68	1,11	3,26	1,33
Allemagne	1,43	2,22	0,12	2,01	3,23	3,57
Espagne	-0,57	1,68	-1,73	1,43	-5,90	2,88
Finlande	-1,42	0,92	-0,07	4,66	5,93	2,05
France	-1,10	0,84	0,48	1,40	0,42	1,65
Grèce	-4,58	1,67	-3,28	1,22	-8,75	3,50
Irlande	-6,19	4,61	1,42	1,67	-2,00	2,15
Italie	-0,74	1,23	0,49	2,09	-1,26	1,12
Luxembourg						
Pays-Bas	2,17	1,44	4,11	1,54	5,17	2,35
Portugal	-3,41	5,72	-2,01	2,73	-9,13	1,57
Zone euro	0,05	1,38	0,26	0,81	0,31	0,46
Écart-type		2,52		2,44		5,27

Source : OCDE, calculs des auteurs.

Tableau n° 14. Déficit des balances courantes des pays de la zone euro

En % du PIB						
	1979-1988		1989-1998		1999-2008	
	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type	Moyenne	Écart-type
Autriche	-3,26	0,93	-3,41	1,31	-1,51	1,06
Belgique	-10,61	2,77	-5,26	2,49	-0,27	0,80
Allemagne	-2,39	0,93	-2,40	0,99	-1,99	1,84
Espagne	-4,72	1,64	-4,78	1,57	0,15	1,21
Finlande	3,49	1,22	-1,84	5,15	3,87	1,65
France	-2,15	1,11	-3,90	1,53	-2,68	0,88
Grèce	-7,09	2,86	-9,26	3,17	-4,25	1,56
Irlande	-10,27	2,39	-1,43	1,93	1,35	1,76
Italie	-10,46	1,70	-8,39	3,31	-2,80	1,05
Luxembourg			2,15	1,48	2,27	2,42
Pays-Bas	-4,62	1,08	-3,18	1,54	-0,32	1,58
Portugal	-6,62	1,67	-5,12	1,72	-3,41	1,11
Zone euro	-4,54	0,65	-4,22	1,10	-1,74	1,03
Écart-type		4,30		3,06		2,44

Sources : OCDE, calculs des auteurs.

Annexe 15 :

Tableau n° 15. Profils trimestriel cycliques de l'activité des grand pays de la zone euro

	Taux de variation par rapport au trimestre précédent				Taux de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente			
	2008				2009			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
EA 15	0,7	-0,2	-0,2	-1,5	2,1	1,4	0,6	-1,2
EU 27	0,6	0,0	-0,2	-1,5	2,3	1,7	0,8	-1,1
EA 16	0,7	-0,2	-0,2	-1,5	2,1	1,5	0,7	-1,2
États membres								
Belgique	0,4	0,3	0,1	-1,3	1,9	1,9	1,2	-0,5
Bulgarie	—	—	—	—	7,0	7,1	6,8	—
Rép. tchèque	1,0	1,0	0,9	-0,6	4,9	4,6	4,2	1,0
Danemark	-1,2	0,4	-0,4	—	-0,7	0,6	-1,3	—
Allemagne	1,5	-0,5	-0,5	-2,1	2,8	2,0	0,8	-1,6
Estonie	-1,2	-1,5	-0,9	—	0,2	-1,1	-3,5	—
Irlande	-0,3	-0,6	1,2	—	-1,2	-0,7	0,1	—
Grèce	0,8	1,1	0,5	0,3	3,1	3,5	2,9	2,6
Espagne	0,4	0,1	-0,3	-1,0	2,7	1,8	0,9	-0,7
France	0,4	-0,3	0,1	-1,2	2,1	1,2	0,6	-1,0
Italie	0,4	-0,6	-0,6	-1,8	0,3	-0,4	-1,1	-2,6
Chypre	1,0	0,8	0,6	0,6	4,1	4,0	3,5	3,0
Lettonie	-7,4	1,3	1,1	—	0,5	-1,9	-5,2	-10,5
Lituanie	-0,3	1,0	0,3	-2,4	7,0	5,3	2,8	-1,4
Luxembourg	-0,8	1,5	-1,4	—	0,9	2,4	0,0	—
Hongrie	0,5	0,0	-0,5	-1,0	1,4	1,5	0,5	-1,0
Malte	0,2	1,0	0,1	—	3,1	3,6	2,5	—
Pays-Bas	0,5	-0,1	-0,3	-0,9	3,6	3,3	1,9	-0,6
Australie	0,5	0,2	0,0	-0,2	2,5	2,1	1,4	0,5
Pologne	1,2	1,3	1,2	—	6,1	5,8	5,6	—
Portugal	-0,3	0,3	-0,1	-2,0	0,9	0,6	0,5	-2,1
Roumanie	—	—	—	—	8,2	9,3	9,1	—
Slovénie	1,9	0,5	0,7	—	5,9	4,7	3,5	—
Slovaquie	-3,3	1,9	1,9	2,1	9,3	7,9	6,6	2,7
Finlande	0,2	0,5	0,1	—	2,6	2,2	1,4	—
Suède	0,0	-0,1	-0,1	—	1,7	0,7	0,3	—
Royaume-Uni	0,4	0,0	-0,6	-1,5	2,6	1,7	0,3	-1,8
Pays EFTA								
Islande	-1,6	4,7	-3,4	—	3,2	4,7	-0,8	—
Norvège	0,2	0,1	-0,7	—	3,6	3,0	0,6	—
Suisse	0,3	0,3	0,0	—	3,1	2,5	1,7	—
États-Unis	0,2	0,7	-0,1	-1,0	2,5	2,1	0,7	-0,2
Japon	0,6	-1,0	-0,5	—	1,4	0,6	-0,3	—

Source: Eurostat.

Tables des matières :

Sommaire.....	4
Introduction générale	6
Chapitre I. Fondements théoriques de la monnaie internationale.....	15
Introduction du chapitre I	15
Section 1. Cadre théorique et conceptuel de la monnaie internationale.....	16
1. La monnaie internationale dans la théorie monétaire.....	17
1.1 L'approche orthodoxe : la monnaie internationale est un bien économique.....	17
1.1.1 L'approche fonctionnaliste de la monnaie	17
1.1.2 L'approche fonctionnaliste de la monnaie internationale.....	18
1.1.3 Les limites de l'analyse orthodoxe	19
1.2 L'approche hétérodoxe : la monnaie internationale est un bien collectif fondée sur la confiance	22
1.2.1 L'approche institutionnaliste de la monnaie	23
1.2.2 L'approche institutionnaliste de la monnaie internationale.....	25
1.2.3 La monnaie internationale fondée sur le principe de la confiance collective.....	25
2. Cadre conceptuel de la monnaie internationale.....	27
2.1 Définition de la monnaie internationale.....	27
2.2 Les fonctions classiques de la monnaie internationale.....	27
2.2.1 La fonction d'unité de compte.....	29
2.2.2 La fonction de moyen d'échange.....	29
2.2.3 La fonction de réserve de valeur.....	30
2.3 Le rapport entre les fonctions de la monnaie internationale.....	30
2.3.1 Divergence entre le développement des fonctions de la monnaie internationale.....	30
2.3.2. Interdépendance entre les fonctions de la monnaie internationale.....	31
2.3.2.1. Internalisation et coûts de transaction de la monnaie internationale...	32
A. Internalisation de la monnaie internationale.....	32
B. Coûts de transaction de la monnaie internationale.....	32

2.3.2.2 Emissions de titres.....	32
2.3.2.3 L'impact des incitations et instruments politiques sur développement des fonctions de la monnaie internationale	32
A. L'impact des incitations politiques.....	32
B. L'impact des instruments politiques	33
2.3.2.4 Risque de change.....	33
3. La monnaie internationale et stabilité du système monétaire international.....	33
3.1 Eléments de définition du SMI.....	34
3.1.1 Définition du SMI.....	34
3.1.2 Intérêt d'un SMI.....	35
3.1.3 Les caractéristiques d'un SMI.....	35
3.1.3.1 Système de change.....	35
3.1.3.2 Étalon de référence.....	36
3.1.3.3 Liquidités internationales.....	36
3.2 La relation entre la monnaie internationale et le SMI.....	36
3.3 Historique des monnaies internationales à travers les différents SMI depuis le XIX ^{ème} siècle	37
3.3.1 La monnaie internationale de l'Étalon-Or (jusqu'en 1914).....	37
3.3.2 La monnaie internationale de l'entre-deux-guerres.....	38
3.3.3 La monnaie internationale du système de Bretton Woods (1944-1971)...	38
3.3.4 La monnaie internationale depuis 1971.....	39
Section 2. Le statut de monnaie internationale : conditions pérennes, gains et coûts.	40

1. Les conditions préalables au statut de monnaie internationale.....	42
1.1 Acceptabilité-liquidité de la monnaie internationale.....	42
1.1.1 Acceptabilité de la monnaie internationale.....	42
1.1.2 Liquidité de la monnaie internationale.....	44
1.2 Stabilité-prédictibilité de la monnaie internationale.....	44
1.2.1 Stabilité de la monnaie internationale.....	45
1.2.2 Prédictibilité de la monnaie internationale	45
2. Les facteurs déterminant l'usage international d'une monnaie.....	45
2.1 L'influence du contexte économique.....	46
2.1.1 Taille de l'économie et son poids dans le commerce mondial.....	46
2.1.2 Taux de croissance de l'économie.....	49
2.2 Facteurs liés au choix des politiques macroéconomiques.....	49
2.2.1 Stabilité de la valeur interne et externe de la monnaie du pays émetteur.....	49
2.2.1.1 Stabilité de la valeur interne de la monnaie du pays émetteur.....	49
2.2.1.2 Stabilité de la valeur externe de la monnaie du pays émetteur.....	50
2.2.2 Stabilité de la position extérieure nette du pays émetteur.....	50
2.3 Poids des facteurs financiers : la prédominance des marchés de capitaux les plus développés.....	57
2.3.1 Impact de la dérèglementation des marchés financiers.....	57
2.3.2 Impact de la liquidité des marchés financiers.....	58
2.3.3 Impact du rendement des actifs et des opportunités de diversification sur le marché financier	59
2.4 Influence du contexte géopolitique de l'État	60
2.4.1 Influence de la puissance politique du pays émetteur.....	60
2.4.2 La politique internationale et l'attitude de la banque centrale du pays	

émetteur.....	61
2.4.3 L'organisation de la gouvernance monétaire et financière du pays	
émetteur.....	62
3. La monnaie internationale : solidité, gains et coûts.....	63
3.1 Les facteurs consolidant la solidité d'une monnaie internationale.....	63
3.1.1 Poids des phénomènes d'inertie.....	63
3.1.2 Les économies d'échelle.....	64
3.1.3 Les effets de réseau et externalités positives.....	64
Avantages et inconvénients de la monnaie internationale.....	3.2 65
3.2.1 Avantages de la monnaie internationale.....	65
3.2.1.1 Avantages sur le plan politique.....	65
3.2.1.2 Avantages sur le plan économique.....	65
A. Baisse des coûts de transaction et des taux d'intérêts.....	66
B. Réduction du risque de change.....	66
C. Gain de seignuriage	66
D. Gain de flexibilité dans le financement de la balance des paiements.....	69
E. Gains d'efficience	71
3.2.2 Inconvénients de la monnaie internationale.....	72
3.2.2.1 La mobilité internationale des capitaux.....	72
3.2.2.2 Difficulté de se fixer un objectif monétaire	72
3.2.2.3 Renchérissement des exportations.....	72
Conclusion du chapitre I.....	75
Chapitre II. Les fondements de l'euro.....	77
Introduction du chapitre II. Les fondements de l'euro.....	77
Section 1. Les fondements historiques et théoriques de l'euro.....	79
1. Les grandes étapes de la construction de l'Europe monétaire.....	80
1.1 Le rapport Werner : une première tentative d'UEM.....	80
1.2 L'expérience du « Serpent Monétaire Européen » et du Système Monétaire Européen	81
1.2.1 L'expérience du « Serpent Monétaire Européen »	81
1.2.2 Le Système Monétaire Européen (SME).....	81

1.2.2.1 L'ECU.....	82
1.2.2.2 Un système de cours pivots bilatéraux.....	83
1.3 La réalisation de l'UEM et la naissance de l'euro.....	84
1.3.1 La première étape.....	84
1.3.2 La deuxième étape	85
1.3.3 La troisième étape.....	85
2. Les approches théoriques justifiant et expliquant l'intérêt d'une monnaie unique en Europe.....	86
2.1 Une analyse en termes de comparaisons coûts-avantages.....	87
2.1.1 Avantages de l'euro pour l'Union Européenne.....	87
2.1.2 Inconvénients de l'euro pour l'Union Européenne.....	88
2.2. Analyse en termes de notion de Zone Monétaire Optimale (ZMO).....	89
2.2.1 La mobilité du facteur travail et flexibilité salaires / prix : Robert Mundell 1960.....	90
2.2.2 Le degré d'ouverture de l'économie : McKinnon 1963.....	91
2.2.3 La diversification de produits : Kenen 1969.....	92
2.2.4 Les points de vue récents sur la zone monétaire optimale.....	93
2.3 La gouvernance de l'euro : opposition entre intérêts politiques nationaux et économiques européens.....	93
3. L'euro : monnaie dépourvue de confiance symbolique de consistance sociale et politique, fondant sa souveraineté sur des espérances de prospérité économique.....	97
3.1 La physionomie originale de l'euro, révélatrice d'un processus inversé.....	98
3.2 La neutralité symbolique de l'euro : reflet d'une monnaie « objective » et rationnelle, aux contours incertains, fondée sur une confiance éthique.....	102
Section 2. Les politiques de gouvernance de l'euro.....	106
1. Objectifs et missions de la politique monétaire dans la zone euro.....	106
1.1 Assurer la stabilité des prix.....	109
1.1.1 Description de l'objectif.....	109
1.1.2 Commentaire et critique sur la politique monétaire de la zone euro.....	110
1.2 Le soutien aux politiques économiques générales.....	110
1.3 La régulation de la monnaie centrale.....	112
1.3.1 Premières phases : de 1999 à mai 2003.....	112
1.3.2 Le tournant de mai 2003.....	112
1.3.3 Les instruments de contrôle de la masse monétaire : les taux directeurs..	113
1.4 La fonction de prêteur en dernier ressort.....	114

2. La politique de change et rôle de BCE.....	115
2.1 La politique de change vis-à-vis de l'extérieur de la zone euro.....	115
2.1.1 La BCE et la conduite des opérations de change.....	115
2.1.2 Le Conseil des Ministres des Finances de la zone euro : l'Eurogroupe....	116
2.1.3 Le problème important de la gestion du taux de change.....	116
2.2 La disparition du change à l'intérieur de la zone euro.....	118
3. La politique budgétaire européenne.....	118
3.1 Le « Pacte de Stabilité et de Croissance ».....	119
3.1.1 Objectifs du PSC.....	120
3.1.2 Les limites du Pacte de stabilité et de croissance.....	124
3.2 Le Policy Mix de la zone euro.....	125
3.2.1 L'importance de la coordination : Policy Mix.....	126
3.2.2 Le lien entre les politiques budgétaires et la politique monétaire dans l'UEM... ..	127
Conclusion du chapitre II.....	129
 Chapitre III. L'euro une monnaie à statut international qui reste régionale.....	130
Introduction du chapitre III.....	130
Section 1. L'utilisation croissante de l'euro comme monnaie internationale.....	131
1. L'euro : unité de compte.....	131
1.1 L'euro monnaie d'émission d'actifs financiers (utilisation privée).....	131
1.2 L'euro monnaie de facturation du commerce international (utilisation privée).....	136
1.3 L'euro monnaie d'ancrage (utilisation officielle).....	139
 2. L'euro comme moyen de paiement.....	142
2.1 L'euro monnaie véhiculaire sur le marché de change (utilisation privée).....	142
2.2 Euroïsation (utilisation privée).....	146
 2.3 Interventions sur le marché de change (utilisation officielle).....	149
3. L'euro monnaie de réserve de valeur.....	150
3.1 L'euro monnaie de réserves officielles de change (utilisation officielle).....	151
3.2 L'euro monnaie de réserve de placements : prêts et dépôts dans le secteur bancaire international (utilisation privée)	153
Section 2. L'euro monnaie internationale dont l'usage reste limité hors ZE.....	158
1. L'euro sur les marchés de TCI, de prêts et dépôts transfrontaliers hors de la zone euro.....	159
1.1 L'euro sur les segments des marchés de TCI en hors de la zone euro.....	159
1.2 L'euro sur les segments des marchés de prêts et dépôts transfrontaliers hors de la zone euro.....	161

1.3 L'euro sur les segments du marché de change hors de la zone euro.....	162
2. L'euro sur les marchés de réserves de change et de biens et services hors zone euro	164
2.1 L'euro sur les segments des marchés de réserves de change hors de la zone euro.....	164
2.2 L'euro sur les segments des marchés de biens et services hors de la zone euro.....	168
3. L'euro monnaie de substitution et d'ancrage hors la zone euro.....	173
3.1 L'euro comme monnaie de substitution en hors de la zone euro.....	173
3.1.1 Estimation des montants de billets en euros transférés hors de la zone euro.....	173
3.1.2 Estimation des entrées et sorties de billets en euros par région.....	175
3.2 L'euro comme monnaie d'ancrage hors la zone euro.....	177
Conclusion du chapitre III.....	180
 Chapitre IV. Facteurs de développement, limites et perspectives de l'internationalisation de l'euro.....	182
Introduction du chapitre IV.....	182
Section1.Facteurs justifiant la montée internationale de l'euro entre 1999-2009...	184
1. Facteurs historiques et institutionnels.....	185
Facteurs historiques : l'hypothèse du basculement liée à un retour à la norme historique	185
1.2 La position des autorités européennes vis-à-vis de l'internationalisation de l'euro.....	186
1.3 Autonomie et stabilité du cadre institutionnel de la zone euro.....	188
2. Facteurs liés au poids économique et à la confiance dans les politiques macro-économiques de la zone euro.....	194
2.1 Taille de la zone euro et son poids dans l'économie mondiale.....	194
2.2 Stabilité de la valeur interne et externe de l'euro.....	195
2.2.1 Stabilité de la valeur interne de l'euro : inflation.....	196
2.2.2 Stabilité de la valeur externe de l'euro : le taux de change euro et sa force par rapport au dollar.....	198

3. Poids des facteurs financiers.....	203
3.1 Stabilité de la position extérieure nette de la zone euro.....	203
3.2 Développement du marché financier de la zone euro.....	208
Section 2. Facteurs limitant le développement international de l'euro face au rôle incontestable du dollar.....	211
1. Insuffisances sur le plan financier et économique.....	211
1.1 Insuffisances de développement du marché financier de la zone euro.....	211
1.1.1 Volume des transactions, degré d'intégration et liquidité des marchés financiers européens.....	212
1.1.2 Coûts de transaction sur les opérations de change en euros.....	216
1.1.3 Rendements et opportunités de diversification des instruments financiers européens.....	217
1.2 Faiblesse de la croissance de la zone euro.....	220
2. Impact des phénomènes d'inertie et d'hystérèse sur le développement international de l'euro face au dollar américain.....	222
3. Insuffisances relatives aux stratégies monétaires internationales et aux modes de gouvernance qui différencient très nettement les Etats-Unis et la zone euro.....	226
3.1 Divergence de la position officielle de la BCE de celle de la FED.....	226
3.2 Gouvernance monétaire et financière de l'euro sur le plan interne et externe.....	228
3.2.1 L'euro une monnaie relevant d'une construction européenne inachevée...	228
3.2.2 La responsabilité de la politique de change dans l'Union Monétaire.....	229
3.2.3 La responsabilité du cadre prudentiel dans l'Union Monétaire	231
3.2.4 Incapacité pour la zone euro de parler d'une seule voix au sein des organismes internationaux	231
3.3 Insuffisances liées aux politiques budgétaires et à la difficulté d'élaborer un policy-mix cohérent et efficace dans une zone monétaire qui n'est pas optimale..	234
3.3.1 Difficulté de la zone euro à être une zone monétaire optimale.....	237
3.3.2 Du non respect du PSC à la crise de dette souveraine 2010.....	240
3.3.3 Manque de coordination des États membres au sein de la zone euro et les carences de la solidarité européenne.....	241
3.3.3.1 Le sauvetage des banques européennes : une coordination in extremis.....	242
3.3.3.2 Le manque de coordination pour des relances budgétaires nationales.....	244
3.3.3.3 La solidarité financière au sein de la zone euro : le spectre de l'aléa Moral.....	246
Section 3. Rôle international de l'euro : perspectives à long terme et défis à relever.	255
1. Tendance vers un fractionnement de l'espace monétaire international sur le moyen-terme et incapacité pour l'euro d'influer les règles du jeu monétaire international.....	256

1.1 Aspirations du Japon	256
1.2 Aspirations de la Russie.....	257
1.3 Aspirations de la Chine.....	258
2. Tendance vers une formation à long terme de trois blocs économiques et financiers (Zone Dollar, Zone Asie, UE à 27).....	260
2.1 Formation à long terme de trois blocs économiques et financiers (Zone Dollar, Zone Asie, UE à 27).....	260
2.2 Poids actuel des trois zones (Zone Dollar, Zone Asie, UE à 27) dans l'économie mondiale.....	262
2.3 Situation du «bloc» Européen (l'UE à 27) dans la future architecture économique et financière.....	264
2.4 Impact de la redistribution des poids économiques et financiers dans le monde sur le rôle de l'euro dans le SMI.....	270
3. Grands défis à relever pour l'avenir de l'euro sur les marchés internationaux.....	273
3.1 Renforcer l'intégration sociale et la gouvernance européenne.....	274
3.1.1 La nécessité de faire de l'euro un vecteur d'intégration sociale en Europe, pas uniquement un instrument économique et financier.....	274
3.1.2 Surpasser les failles de la gouvernance européenne	275
3.2 Défis à relever relatifs aux politiques monétaire et budgétaire pour renforcer le statut international de l'euro.....	275
3.2.1 Régler l'asymétrie entre les politiques monétaire et budgétaire et faire de la zone euro une zone monétaire optimale.....	275
3.2.2 La nécessité d'améliorer encore la discipline budgétaire.....	276
3.3 Assurer une croissance dynamique et soutenable en zone euro.....	276
3.4 Défis à relever concernant les marchés européens.....	277
3.4.1 Approfondir les réformes structurelles en cours des marchés de capitaux, de biens et du travail.....	277
3.4.2 La poursuite nécessaire de l'intégration des marchés de capitaux Européens.....	278
3.4.3 Renforcer la réglementation des marchés de capitaux.....	279
3.5 Impact de l'élargissement éventuel de la zone euro.....	280
Conclusion du chapitre IV.....	283
Conclusion générale.....	286
Bibliographie	292
Listes des tableaux, graphiques et figures.....	307
Liste des abréviations.....	311
Annexes.....	314
Table des matières.....	330

Résumé

Ce travail s'intéresse à la place qu'occupe la devise européenne au niveau international de 1999 à la fin 2009. En effet, l'euro s'est constitué un statut de deuxième devise clé derrière le dollar, mais loin devant le yen. La réactualisation, lors de la crise financière « crise des subprimes » en été 2007, du débat sur la déficience du système monétaire international en raison de sa dépendance envers le dollar, devise clé du SMI, a été considéré comme l'occasion pour l'euro de concurrencer le dollar et de renforcer son rôle de monnaie de référence. Cependant, cette crise n'a pas infléchi la distribution des rôles entre l'euro et le dollar. Cette situation s'explique par le fait que le dollar et l'euro ne luttent pas à armes égales sur le marché des monnaies internationales, compte tenu de certains facteurs notamment : la gestion externe de l'euro qui se heurte aux ambiguïtés de la gouvernance économique européenne et les ambitions à moyen ou long terme du Japon, de la Russie ou de la Chine en ce qui concerne l'extension des fonctions régionales de leurs monnaies, et leur volonté commune, à court-terme, de maintenir le *statu quo*, non pas en réponse aux qualités intrinsèques du dollar, mais plutôt par défaut et par crainte des effets déstabilisants qu'une redéfinition des rôles entre le dollar et l'euro pourrait entraîner. Pour que l'euro puisse progresser vers le statut de monnaie clé du SMI et profiter d'un réel pouvoir capable d'influer les règles du jeu monétaire international, la zone euro doit se doter d'une politique économique cohérente et intégrée qui lui permettrait de tirer tous les avantages du rôle international de sa monnaie tout en gardant sous contrôle les risques qui en découlent.

Mots clé : monnaie internationale, liquidité internationale, devise clé du SMI, euro, dollar, monnaie de réserve, monnaie d'ancrage, monnaie d'intervention sur les marchés de change.

ملخص

يركز هذا العمل على المكانة الدولية للعملة الأوروبية من 1999 إلى أواخر عام 2009. في الواقع، أصبح اليورو العملة الرئيسية الثانية بعد الدولار، ولكن بفارق كبير أمام الين. خلال الأزمة المالية "أزمة الرهن العقاري" في صيف عام 2007، اعتبر تحديث النقاش حول ضعف النظام النقدي الدولي بسبب اعتماده على الدولار، العملة الرئيسية لنظام النقدي الدولي، فرصة لليورو للتنافس مع الدولار وتعزيز دوره كعملة أساسية في النظام النقدي الدولي. لكن هذه الأزمة لم تغير توزيع الأدوار بين اليورو والدولار. يفسر هذا الوضع من حقيقة أن الدولار واليورو ليسا متكافئان في سوق العملات الدولية، وهذا لعدة عوامل خاصة : التسيير الخارجي لليورو الذي يواجه غموض الإدارة الاقتصادية الأوروبية. إضافة إلى طموحات اليابان وروسيا والصين، على المدى المتوسط أو الطويل، فيما يتعلق بتمديد المهام الإقليمية لعملة اليورو، التي ترافق إرادتهم المشتركة، على المدى القصير، في الحفاظ على الوضع القائم، وهذا ليس اعترافاً بالصفات الجوهرية للدولار، ولكن بشكل افتراضي خوفاً من زعزعة الاستقرار المتصل بالآثار التي يمكن أن يؤدي إليها إعادة تعريف الأدوار بين الدولار واليورو. و للمضي قدماً نحو وضع العملة الرئيسية و من أجل التمتع بالقوة الحقيقية القادرة على التأثير في قواعد النقد يجب على منطقة اليورو وضع سياسة اقتصادية ونقدية متماسكة ومتكاملة مما يسمح للاستفادة الكاملة من الدور الدولي لعملة اليورو مع الحفاظ على السيطرة على المخاطر المرتبطة بها.

الكلمات الأساسية: العملة الدولية، السيولة الدولية، العملة الأساسية للنظام النقدي الدولي، اليورو، الدولار، عملة الاحتياط، عملة التدخل في سوق العملة الصعبة.