

Les quatre I du système monétaire international
et l'internationalisation
de l'euro

Jean-François Ponsot

Cahier de recherche du Creg, n° 2013.03

Novembre 2013

Les quatre I du système monétaire international et l'internationalisation de l'euro¹

Jean-François Ponsot
CREG-Univ. Grenoble Alpes

jean-francois.ponsot@upmf-grenoble.fr

Résumé :

Le papier met en évidence les principales externalités négatives du système monétaire international actuel à travers l'approche des quatre I (instabilité, incertitudes, iniquité, insuffisance de la demande globale). Il s'interroge ensuite sur la capacité de l'euro à contribuer à l'instauration d'un régime monétaire international plus soutenable et équilibré. L'euro ne pourra devenir une importante monnaie internationale tant que la zone euro n'aura pas renoué avec une croissance de long terme et créé un marché unifié des dettes publiques soutenu par la BCE. Plus important, l'euro ne pourra s'affirmer comme étant une monnaie internationale de premier plan, tant qu'il n'y aura pas une volonté partagée d'internationaliser l'euro, en particulier au titre de la monnaie de facturation des échanges au sein de l'UE, mais aussi avec le reste du monde.

Mots-clés : système monétaire international, euro

Classification JEL : F33, F55

Abstract:

The paper highlights the main negative externalities of the current international monetary system through the four I approach (instability, indecisiveness, inequity, insufficiency of the aggregate demand). It then questioned the ability of the euro to help create a more sustainable and balanced international monetary system. The euro cannot become a major international currency without a long-term growth in the eurozone, and without the set-up of a unified market for government debts backed by the ECB. Moreover, the euro cannot become a leading international currency without a common desire to internationalize the euro, particularly as the invoicing currency within the EU, but also with the rest of the world.

Keywords: international monetary system, euro

JEL classification: F33, F55

¹ L'auteur remercie Nathalie Coutinet, Dominique Plihon, Christophe Ramaux et Henri Sterdyniak pour leurs commentaires sur une version préliminaire de ce papier. Les erreurs et omissions sont imputables à l'auteur.

On peut regretter que la dimension internationale de l'euro ait été sous-estimée par ses concepteurs dans le logiciel original de la monnaie unique, et qu'elle le soit toujours aujourd'hui. Non pas qu'il s'agisse de concurrencer, voire de remplacer le dollar au titre de la monnaie internationale dominante. Mais parce que cela permettrait de poser les jalons d'un nouveau régime monétaire international qui remplacerait l'actuel, qui prévaut depuis l'abandon du système de Bretton Woods après l'annonce de la levée de la convertibilité-or du dollar en août 1971 (Angeloni, Bénassy-Quéré, Pisani-Ferry & alii 2011). Ce régime monétaire international, centré sur le dollar exclusivement, est qualifié de Bretton Woods II. Nous développons ici l'approche des quatre I pour mettre en évidence les quatre externalités négatives générées par le système monétaire actuel. Cette approche nous permet dans un premier temps d'identifier les effets nocifs de ce régime d'étalon-dollar et de montrer son insoutenabilité en quatre points. Elle offre dans un second temps des éléments d'analyse aboutissant à la conclusion que l'euro ne peut pas, compte tenu de ses faiblesses actuelles, devenir une monnaie internationale de premier rang permettant de répondre à la fourniture du bien public mondial que constitue la stabilité monétaire et financière internationale.

I. Les externalités négatives du régime monétaire international : l'approche des quatre I (instabilité, incertitudes, iniquité, insuffisance de la demande globale)

Les quatre externalités négatives générées par le système monétaire actuel sont les suivantes : l'instabilité, la montée des incertitudes, l'iniquité et l'insuffisance de la demande globale (figure 1).

Le premier I caractérise l'instabilité du système monétaire international : instabilité des taux de change bien sûr, mais aussi instabilité financière inhérente aux dynamiques d'endettement international qu'il induit. La montée des profonds déséquilibres financiers internationaux, c'est-à-dire l'accumulation d'excédents courants importants pour les uns (par exemple la Chine et les pays exportateurs de pétrole) et de déficits courants élevés pour d'autres (par exemple les États-Unis), constitue le principal vecteur de cette instabilité financière internationale et a conduit les principales puissances monétaires internationales à s'engager dans une guerre des monnaies.

Figure 1

Les quatre I du régime monétaire international actuel



Le second deuxième I se rapporte aux incertitudes générées par la suprématie du dollar à l'échelle internationale. Incertitude quant à l'offre de liquidités internationales, comme l'avait mis en lumière l'économiste belge Triffin, dès les années 1960, à travers le dilemme qui porte son nom. Lorsque la monnaie d'un pays est utilisée comme monnaie internationale, le monde est otage de la position extérieure de ce pays. Soit l'émetteur de la monnaie internationale est excédentaire par rapport au reste du monde, mais alors il y a pénurie de liquidités internationales, ce qui compromet le développement des échanges internationaux. Soit il est déficitaire, ce qui permet d'alimenter le monde en moyens de paiement internationaux, mais sape la confiance dans cet instrument monétaire. Aujourd'hui, le déficit extérieur américain permet d'éviter une pénurie de liquidités internationales, mais cela se fait au prix d'interrogations sur la soutenabilité à long terme de ce déséquilibre et sur l'évolution du taux de change du dollar. Il y a donc incertitude quant à la valeur future du dollar. La dépréciation attendue du dollar sur le marché des changes grève la confiance des détenteurs de portefeuilles en dollars.

Le troisième I décrit l'iniquité du régime monétaire international actuel. Les États-Unis bénéficient d'un « privilège exorbitant ». Ils peuvent s'endetter fortement, voire de manière quasi-illimitée, dans leur propre monnaie. Quasi-illimitée seulement, car cela ne peut fonctionner que si le dollar inspire confiance, demeure la monnaie universelle en restant

acceptée par les autres. Dans l'opération de sortie de dollars des États-Unis, il n'y a pas paiement, au sens de libération d'une dette ; les dollars émis pour le reste du monde ne sont qu'une simple reconnaissance de dette universellement acceptée... pour l'instant. À l'inverse, les petits pays, en particulier les émergents et les pays en développement, ne peuvent s'endetter internationalement dans leur propre monnaie. C'est le syndrome du péché originel (*original sin*) mis en évidence par Eichengreen, Hausmann & Panizza (2003). Ils sont obligés de s'endetter en devises. Ils sont donc soumis à une forte contrainte de financement et au risque de change. Ils accumulent alors volontairement des montants excessifs de réserves internationales en dollars, par précaution, pour se prémunir des crises financières et des attaques spéculatives. Ce procédé est coûteux en termes de croissance (Rodrik 2006).

Enfin le dernier I renvoie à l'insuffisance de la demande globale. Le régime de Bretton Woods II exerce, en effet, un biais déflationniste sur l'économie mondiale. Il génère une croissance sous-optimale dans la mesure où la charge de l'ajustement en cas de déséquilibres de balances des paiements n'est pas répartie équitablement entre pays excédentaires et pays déficitaires. À l'instar de ce qui se passe dans la zone euro, la charge de l'ajustement repose généralement sur le pays déficitaire, surtout s'il s'agit d'un petit pays. L'ajustement structurel impose alors des politiques d'austérité budgétaire et de relance de la compétitivité par la baisse des coûts salariaux unitaires, ce qui pénalise la demande globale et la croissance.

II. Pas de réforme du système monétaire international en vue

La crise financière globale a mis en exergue ces quatre I. Elle a incité les instances internationales à intégrer la question de la nouvelle architecture monétaire internationale dans l'agenda des discussions. On ne compte plus les comités, rapports, commissions, expertises qui ont planché sur l'élaboration d'un « nouveau Bretton Woods ». Certains de ces travaux (FMI, Commission Stiglitz pour l'ONU) ont eu le mérite de réactiver l'ambitieuse idée d'une monnaie supranationale pour remplacer le dollar. Deux voies ont été privilégiées. La première a préconisé l'extension des droits de tirage spéciaux (DTS), instrument de liquidité internationale émis par le FMI. La deuxième a recommandé la création d'une unité de compte internationale, de type bancor, sur le modèle proposé par Keynes à la conférence internationale de Bretton Woods de 1944, et repris par les économistes postkeynésiens. L'idée d'organiser le système de paiements internationaux autour d'une monnaie supranationale qui

ne soit pas celle d'un pays, c'est-à-dire neutre sur le plan politique et économique, aurait le mérite d'éliminer une grande partie des quatre I du régime monétaire international actuel. Mais elle pêche par un manque évident de réalisme sur les plans économique et politique. Pour au moins trois raisons : 1/ tout d'abord, il faudrait convaincre les États-Unis d'abandonner le « privilège exorbitant » dont ils jouissent depuis plusieurs décennies ; 2/ ensuite, il conviendrait de restaurer un régime de changes fixes (mais ajustables), solution qui est loin de faire consensus ; 3/ enfin, il faudrait instaurer un minimum de contrôle des changes, ce qui ne peut évidemment pas remporter l'adhésion des acteurs de la finance internationale.

La solution de la monnaie supranationale étant écartée, il reste deux autres architectures monétaires internationales possibles. La première repose sur la thèse de la stabilité hégémonique développée par Kindleberger, selon laquelle la présence d'une seule puissance hégémonique garantit la stabilité des relations internationales. Dans ce cas, le dollar resterait dominant jusqu'à un jour hypothétique où il serait remplacé par une autre devise clé. Cette vision n'est pas aujourd'hui la solution la plus communément partagée par les spécialistes des relations monétaires. Le scénario jugé le plus probable (bien que discutable) est celui du polycentrisme monétaire. Le nouveau régime monétaire international reposerait sur la cohabitation de plusieurs monnaies internationales centrées sur des blocs monétaires régionaux et articulées entre elles par des mécanismes de coopération et de coordination.

Reste à savoir combien de monnaies cohabiteraient dans cette nouvelle configuration ? Quelle serait la place de l'euro ? L'euro contribuerait-il ainsi à un ordre monétaire international plus équilibré ? Pour répondre à ces questions, nous procédons en trois temps. Tout d'abord, nous rappelons les principales étapes de l'internationalisation de l'euro. Nous évaluons ensuite le degré d'internationalisation de l'euro à travers les fonctions monétaires internationales qu'il exerce aujourd'hui. Puis, nous vérifions si l'euro dispose de tous les attributs nécessaires à son extension à l'échelle internationale.

III. L'avènement de l'euro : un concurrent au dollar ?

La monnaie est un instrument économique a priori émis, utilisé et régulé à l'intérieur de sa zone d'émission. La monnaie est généralement associée à un État-nation ; chaque pays dispose d'un drapeau, d'une devise et d'une monnaie. Cet attribut de la souveraineté confère à

la monnaie une dimension politique. Toutefois, certains pays n'ont pas de monnaie qui leur soit propre. C'est le cas des pays dollarisés, tels que l'Équateur, qui a abandonné sa monnaie nationale en 2000 pour la remplacer par le dollar américain (Ponsot 2006). On constate par ailleurs que l'unicité monétaire sur un territoire n'est pas systématique. Encore aujourd'hui, certains pays voient circuler plusieurs monnaies. Soit parce qu'ils acceptent de fonctionner avec un régime bi-monétaire, plus ou moins institutionnalisé (cas du Liban), soit parce que certains instruments monétaires émergent et circulent en parallèle de la monnaie officielle (phénomène de pluralité monétaire). À l'échelle internationale, l'ordre monétaire est également complexe. Les transactions internationales nécessitent une monnaie. Mais laquelle adopter ? Il n'y a jamais eu de monnaie supranationale ayant le monopole des règlements des transactions transfrontalières. L'époque lointaine de l'étalon-or a davantage reposé sur la livre sterling, puis le dollar, que sur le métal précieux. À défaut de monnaie supranationale, c'est-à-dire au-dessus des États émetteurs de monnaie, le système monétaire international repose sur l'utilisation de monnaies nationales. Sur l'utilisation d'une monnaie nationale, devrait-on dire. La première moitié du XXe siècle a été marquée par la domination d'une seule devise, la livre sterling. Puis ce fut le tour du dollar, après les accords de Bretton Woods de 1944, qui installèrent le dollar comme monnaie-pivot du système monétaire international (Bank of International Settlements 2011).

Depuis, la suprématie du dollar a été régulièrement remise en question. Elle était déjà contestée par le général de Gaulle qui a demandé, dans les années 1960, la conversion en or des réserves en dollar accumulées par la France dans les années 1960. Les remises en cause de l'hégémonie du dollar international se sont accrues depuis l'entrée dans le nouveau millénaire. Plusieurs facteurs y ont contribué. Tout d'abord, le relatif recul de la puissance économique américaine, en raison de la part plus importante prise par la Chine et les économies émergentes dans l'économie mondiale. Ensuite, l'affaiblissement structurel des États-Unis. L'accroissement de son déficit extérieur a alimenté certaines craintes sur sa capacité à rembourser ses créanciers. Un autre facteur, de nature plus politique, a été la contestation croissante de l'hégémonie américaine. Selon ces critiques, le dollar serait un instrument puissant au service de « l'impérialisme américain ». Il conviendrait donc de s'en affranchir le plus vite possible, ou à défaut, d'imaginer une nouvelle architecture monétaire internationale plus équilibrée. Enfin, l'avènement de l'euro, en 1999, a rapidement posé la question de sa place dans l'économie mondiale. Avec l'euro, l'Europe accédait au titre de première économie mondiale. Pourquoi la monnaie européenne ne deviendrait-elle pas à son tour une

monnaie internationale de premier plan ? Ne serait-elle pas amenée un jour à concurrencer, voire à supplanter le dollar ?

Les interrogations relatives au statut international de l'euro ont suscité des espérances et des craintes. Espérances chez ceux qui voyaient dans l'euro l'instrument de la puissance européenne, et chez ceux qui estimaient qu'il contribuerait à bâtir un nouveau système monétaire international plus soutenable et plus équilibré. Craintes chez ceux qui le considéraient comme un concurrent au dollar, qui affaiblirait la puissance américaine (certains hommes politiques et économistes américains), et chez ceux qui considéraient que la stabilité du système monétaire international ne peut reposer sur la cohabitation de plusieurs monnaies à l'échelle mondiale. Dans l'état actuel des choses, ni les espérances, ni les craintes ne se sont concrétisées. Si l'euro s'est internationalisé, il n'est pas près de détrôner le dollar.

IV. L'euro : une monnaie d'intégration régionale, pas une monnaie internationale au service d'un bien public mondial

La création de l'euro a constitué une étape majeure dans le processus d'intégration européenne. Plusieurs États-nations ont décidé d'abandonner un des symboles les plus puissants de leur souveraineté pour partager une monnaie unique et confier sa régulation à une banque centrale, certes commune, mais indépendante. Le passage à l'union monétaire a ainsi constitué un saut dans l'intégration renforcée, au prix d'un double renoncement. Renoncement d'une part au lien entre monnaie et nation (la monnaie est devenue commune à plusieurs pays). Renoncement d'autre part au lien entre monnaie et État (la monnaie est confiée à une instance fédérale ou supranationale indépendante des États). Le pari était que les gains de l'intégration monétaire complète et de la « souveraineté monétaire partagée » l'emporteraient sur les coûts, dans un contexte de mondialisation croissante. D'un point de vue strictement économique, la principale justification de l'euro était que les gains de l'intégration économique seraient plus élevés encore si on dépassait le stade de l'intégration commerciale et de la relative fixité des taux de change et que l'on passait à l'étape suivante, celle de la monnaie unique. Il convient cependant de comprendre la création de l'euro d'un point de vue plus politique. Le projet d'union économique et monétaire est ancien (Plan Barre 1969, Plan Werner 1970). Il faut attendre le Rapport Delors, en avril 1989, et surtout le coup de pouce de l'histoire qu'a constitué la réunification allemande au début des années 1990 pour voir le

projet dépasser le stade des simples intentions velléitaires (Le Héron 2013). Le président Mitterrand, craignant l'hégémonie de son principal partenaire économique – déjà établie dans les faits – en Europe, a monnayé son accord pour une Allemagne réunifiée contre des garanties pour un renforcement de l'intégration européenne et un abandon du mark allemand. L'Allemagne a consenti à cet abandon... mais en imposant que l'euro soit conçu sur le modèle du défunt mark.

Quel que soit le point de vue que l'on adopte, économique ou politique, la création de la monnaie unique s'inscrit dans une perspective régionale. L'euro est avant tout une monnaie régionale destinée à constituer une puissance économique régionale forte face à la mondialisation (Bénassy-Quéré & Coeuré 2010). La priorité de l'euro n'était pas de devenir une monnaie internationale. L'objectif initial n'était pas de créer une monnaie destinée à contribuer à la stabilité du système monétaire international. Encore moins de concurrencer le dollar, la monnaie des États-Unis. L'objectif était avant tout de consolider un processus d'intégration renforcée en Europe. C'est seulement une fois cet objectif bien établi que s'est posée la dimension internationale de l'euro. Fallait-il alors accompagner, encourager ou au contraire circonscrire l'internationalisation de l'euro ?

La position officielle des autorités monétaires et politiques européennes a toujours été claire. Dès 1999, elles ont prôné le ni-ni : ni encouragement, ni dissuasion. Encore aujourd'hui, la position publique arrêtée par la BCE est une attitude de neutralité en ce qui concerne l'usage international de l'euro. Elle n'encourage ni ne décourage l'utilisation de sa monnaie hors de la zone euro, considérant qu'elle doit être essentiellement l'expression du libre jeu des forces du marché. Pourtant, certaines actions plus ou moins velléitaires ont parfois révélé une grande ambiguïté dans les intentions. Par exemple, la décision de la BCE de mettre en circulation des billets de 200 et 500 euros, alors que la plus grosse coupure américaine est le billet de 100 dollars, a été interprétée comme une intention de capter la clientèle internationale qui apprécie l'accumulation de grosses coupures. Dans les faits, la demande de billets de 500 euros a été très forte dès les premières émissions, en particulier en provenance de Russie. Deux tiers des billets de 500 euros « circulent » en dehors de la zone euro. Une enquête britannique de 2010 juge que 90 % des billets mauves distribués outre-Manche atterrissent dans les poches de malfrats. Les grosses coupures sont appréciées, car elles ne prennent pas beaucoup de place. Un petit coffre-fort de 45 centimètres de long peut accueillir jusqu'à 10 millions d'euros. L'internationalisation des billets en euros s'est ainsi opérée en partie à travers l'économie souterraine, le blanchiment des capitaux et la fraude fiscale. Depuis 2008, la demande de

billets de 500 euros est également forte à l'intérieur de la zone euro, témoignant de la crise de confiance de certains déposants qui préfèrent thésauriser des billets, plutôt qu'accumuler des dépôts sur des comptes dans des banques à l'avenir incertain. Partant de ce constat, une étude de Merrill Lynch de 2013 a proposé la suppression pure et simple de cette grosse coupure. Car la banque estime que le poids de ces billets est trop important dans la zone euro : en février 2013, les billets de 500 euros représentaient en valeur 290 milliards d'euros, soit 33% de la valeur des euros en circulation, contre 13,7% en 2002 quand l'euro a été introduit.

Ce focus sur le billet de 500 euros n'est pas anecdotique. Il illustre parfaitement la nature de l'internationalisation de l'euro. Ni souhaitée, ni portée activement par les États membres et les autorités européennes, elle demeure un processus à l'œuvre, subi et s'exerçant parfois par des canaux non désirés, voire sources d'inquiétude et d'instabilité. L'euroïsation officielle, unilatérale et non négociée du Monténégro et du Kosovo, s'inscrit également dans cette perspective. Les deux États européens, indépendants et reconnus par la communauté internationale, ont adopté l'euro comme monnaie officielle. Ils ne sont pourtant pas membres de l'UE, et n'ont pas à respecter les critères normatifs européens, contrairement aux pays membres de la zone euro ou aux derniers entrants dans l'UE.

V. L'euro, monnaie internationale de second rang

Les économistes mesurent l'internationalisation d'une monnaie en évaluant comment s'exercent, à l'échelle internationale, les trois fonctions économiques habituellement assignées à une monnaie : fonction d'unité de compte, fonction d'intermédiaire dans les échanges et fonction de réserve de valeur. Voyons ce qu'il en est dans le système monétaire international actuel. Le dollar demeure de manière incontestable la principale monnaie d'ancrage à laquelle les pays membres du FMI faisant le choix du taux de change fixe ou contrôlé rattachent leur monnaie (Bénassy-Quéré & Coeuré B.). Si l'on ajoute l'ensemble des économies fortement reliées au dollar à l'économie américaine, il apparaît que le bloc dollar pèse plus de 60 % du PIB de l'économie mondiale. Alors que le bloc euro atteint à peine 27 % du PIB mondial. En sus des pays membres de la zone euro, seulement une trentaine de pays ancrent leur taux de change à l'euro. La plupart d'entre eux font d'ailleurs partie de la sphère d'influence économique ou historique de la zone euro (Europe centrale et orientale, pays méditerranéens, zone CFA, anciennes colonies). De nombreux pays commerçant

principalement avec l'Union européenne alignent leur monnaie sur le dollar. L'hégémonie du dollar s'affiche aussi au titre de monnaie véhiculaire sur le marché des changes. 85 % des échanges bilatéraux de devises impliquent le dollar américain.

Le dollar est surreprésenté dans les transactions internationales, par rapport à l'euro. La part du dollar dans les paiements internationaux est trois fois supérieure à celle qu'elle devrait être, si on la rapporte à l'importance que les États-Unis ont dans le commerce international (exportations + importations), alors que le rapport est seulement de 1,4 pour l'euro. La suprématie du dollar sur le marché des matières premières est encore plus criante. Les contrats sur les marchés des hydrocarbures sont presque intégralement facturés dans la devise américaine.

L'essentiel des interventions des banques centrales sur les marchés des changes mobilise le dollar. Cela n'a rien d'étonnant, compte tenu de sa place dominante dans la composition des réserves de change accumulées par les banques centrales. Ceci est à relier, bien sûr, aux excédents accumulés par les économies exportatrices de pétrole (pétrodollars) et les économies émergentes ayant un fort excédent commercial sur les États-Unis, Chine en tête. L'accumulation d'un déficit américain croissant aurait pu laisser s'installer une perte de confiance dans le dollar américain chez ceux qui considèrent que les États-Unis seront amenés à rembourser leurs dettes avec une monnaie dépréciée. Pourquoi conserver des actifs libellés dans la monnaie d'un pays qui sera amenée à perdre de la valeur pour corriger le déséquilibre extérieur, ou suite à la politique monétaire expansive menée par la Réserve fédérale pour relancer son économie ? Ces inquiétudes auraient dû entraîner une fuite devant le dollar et la conversion des actifs de réserve dans d'autres actifs plus sûrs. Cela a été en partie le cas, avec le mouvement vers des valeurs refuges tels que l'or ou le franc suisse. Mais seulement en partie. Le mouvement a été plus faible que ne pouvaient le laisser craindre les déclarations d'acteurs financiers et de banques centrales de pays émergents soucieuses d'éviter une dépréciation de leurs actifs en dollars.

Aujourd'hui, la part du dollar dans les réserves internationales reste supérieure à 62 %. Elle est en recul par rapport au début de la décennie 2000. Pendant ce temps, la part de l'euro a progressé, passant de 19 % à 22-27 %, selon la méthode de calcul retenue. On pourrait en déduire que le dollar s'est érodé au profit de l'euro, et valider ainsi la thèse de l'avènement de l'euro en tant que monnaie internationale de premier plan. La réalité est plus complexe (Fahri, Gourinchas & Rey 2011). Si on raisonne sur une longue période, on constate que la part du dollar suit une évolution en dents de scie. À la fin des années 1980, elle dépassait à peine 50

% des réserves internationales en devises, ce qui est beaucoup moins qu'aujourd'hui. En 1995, la part du dollar était inférieure à 60 %, tandis que celle de l'ensemble des monnaies remplacées par l'euro en 1999 dépassait déjà 21 % !

Le seul domaine où l'euro a réussi à s'imposer au niveau international est celui des émissions obligataires internationales. Les émissions internationales en euros ont même dépassé celles en dollars au début de l'euro. Il s'est avéré que l'essentiel de ces émetteurs étaient des résidents de la zone euro, ce qui relativise la portée « internationale » de ces opérations. La progression des émissions internationales en euros demeure néanmoins nette, sans toutefois rivaliser avec le dollar (32 % des émissions sont en euros, contre 45 % en dollars).

L'étude fonctionnaliste des monnaies internationales invalide donc la théorie de la fin, du moins à court / moyen terme, du système monétaire international centré sur le dollar. L'euro ne joue, pour l'instant, qu'un rôle international secondaire.

VI. L'hégémonie persistante du dollar

Ce résultat, s'il n'a rien de surprenant aujourd'hui, contraste fortement avec les pronostics et scénarios dressés par les spécialistes des questions monétaires internationales lors de la création de l'euro. Selon l'opinion dominante à la fin des années 1990, l'euro devait jouer un rôle de premier plan. D'une part, en raison de la taille importante de la puissance émettrice, et d'autre part du fait de l'indépendance de la Banque centrale européenne qui, à travers l'objectif prioritaire de stabilité des prix, ferait de l'euro une monnaie forte et attirerait les investisseurs internationaux. Les plus optimistes voyaient dans l'euro un facteur de rééquilibrage du système monétaire international, centré exclusivement sur le dollar américain. D'autres allaient jusqu'à considérer que l'euro remplacerait le dollar comme monnaie pivot du système international, compte tenu des difficultés structurelles croissantes des États-Unis. L'accroissement du déficit extérieur américain a, en effet, pu laisser craindre que les États-Unis ne pourraient rembourser leur dette extérieure. La crise financière globale, déclenchée en 2007, n'a fait qu'accentuer cette crainte. La perte du triple A en août 2011 a constitué un autre signal négatif de la perte de confiance dans les États-Unis et leur monnaie.

Malgré ces faiblesses, le dollar n'a pas perdu la confiance des investisseurs et créanciers internationaux. Bien au contraire, au cœur de la crise financière internationale, son statut de devise clé s'est raffermi. Les investisseurs, confrontés aux incertitudes sur la valorisation de

leurs portefeuilles et atteints par les crises de liquidité, se sont tournés en dernier ressort vers les bons du Trésor américain qui apparaissaient comme les titres les plus liquides, c'est-à-dire susceptibles d'être cédés aisément sans perte en capital. Il y a eu fuite vers la liquidité. Les bons du Trésor de la zone euro ont peu bénéficié de ce mouvement de fuite vers la liquidité, à l'exception des bons du Trésor allemand. À cela s'ajoute la forte dépendance de l'économie internationale vis-à-vis de la Réserve fédérale pour la fourniture de liquidités en dollars, apparue à travers les accords de swaps bilatéraux en réponse à la crise. Malgré les accords régionaux et les facilités de paiement du FMI, les économies émergentes et les pays de la zone euro ont dû se résoudre à accepter l'assistance de la Réserve fédérale pour résoudre les crises bancaires et les crises des balances des paiements.

Comment expliquer cette incapacité de l'euro à s'imposer de manière significative sur la scène internationale, contrairement à ce qui était envisagé lors de sa création ? La crise financière globale a-t-elle atténué les forces et renforcé les faiblesses de l'euro international ? La crise de l'euro condamne-t-elle définitivement l'euro à devenir une monnaie internationale de second rang ?

VII. Les critères économiques requis pour prétendre au statut de monnaie internationale de premier plan ne sont pas remplis par l'euro

Plusieurs facteurs déterminent l'attractivité d'une monnaie internationale et confèrent à son émetteur le statut de puissance monétaire internationale. Le premier facteur est la taille de la puissance économique émettrice. La monnaie doit être abondante, couramment utilisée dans les circuits commerciaux et financiers internationaux. Sur ce plan, la zone euro est bien dotée. Même si sa contribution au PIB mondial est en baisse, elle représente 20 % du PIB mondial. Mais la taille n'est pas suffisante. L'économie qui prétend au rang d'émetteur de la monnaie internationale doit offrir un degré élevé d'ouverture financière. La monnaie doit pouvoir circuler librement, entrer et sortir sans entrave du pays émetteur. Sans quoi sa circulation en dehors de sa zone d'émission sera compromise. C'est ce qui pénalise actuellement l'internationalisation de la monnaie chinoise. La zone euro, elle, ne souffre pas du manque d'ouverture financière, au contraire. C'est plutôt un atout pour l'internationalisation de l'euro.

La prospérité économique de l'émetteur constitue un facteur déterminant complémentaire aux des deux facteurs précédents. Quand le dollar a-t-il remplacé la livre sterling ? Précisément

lorsque la Grande-Bretagne s'engageait sur la longue voie du déclin hégémonique, alors que les États-Unis atteignaient le rang de première puissance économique mondiale et composaient avec des taux de croissance élevés. La zone euro est bien mal placée sur ce plan. L'UE est la zone au taux de croissance le plus faible au monde. La récession et le chômage de masse s'installent sous l'effet conjugué des politiques d'austérité, de la recherche vaine de la compétitivité par la baisse des coûts unitaires salariaux, et du culte de l'excédent commercial. On ne voit pas comment la zone euro pourrait inciter à la détention d'euro international tant qu'elle restera dans cette situation de faiblesse économique.

La capacité à absorber des chocs macroéconomiques et financiers contribue également à rassurer les détenteurs d'actifs en devises. Là-encore, la zone euro n'est pas en situation favorable. L'élargissement des modalités d'injection de liquidités par la BCE et l'instauration de mécanismes de résorption des crises tels que le MES ne sont pas suffisants pour garantir l'absence de nouvelles crises financières et de balance des paiements.

La garantie de la valeur de la monnaie internationale est un facteur essentiel de son attractivité. Pourquoi détenir une monnaie dont la valeur est imprévisible ou entraîne une perte de pouvoir d'achat ? Avoir une faible inflation, une politique monétaire prévisible et garantissant la stabilité des prix constitue donc une condition nécessaire. Il convient aussi de garantir la valeur de la monnaie par rapport aux autres monnaies. L'euro, en tant que monnaie « forte », c'est-à-dire surévaluée par rapport aux autres devises, est attractif pour un détenteur de portefeuille international. À l'inverse, la dépréciation du dollar américain n'incite pas à conserver ses capitaux dans cette devise. Néanmoins, la zone euro souffre d'un sérieux handicap : le manque de lisibilité de la politique de change de l'euro. En théorie, la politique de change de l'euro relève de la « compétence partagée ». Les traités sur l'Union européenne prévoient la possibilité pour le Conseil européen, après consultation de la BCE, de formuler des orientations générales de politique de change de l'euro vis-à-vis des autres monnaies. Mais encore faut-il trouver un consensus sur l'orientation de la politique de change. Les divergences de vues récentes entre la France, qui considère que l'euro fort pénalise la reprise, et l'Allemagne, qui nie toute surévaluation de l'euro, ne sont pas de nature à rassurer les détenteurs d'euro international sur la trajectoire à venir de l'euro par rapport aux autres devises. À supposer qu'un consensus soit néanmoins trouvé entre les pays de l'euro, il faut ensuite trouver un terrain d'entente avec la BCE – censée être indépendante – si des interventions sur le marché des changes sont nécessaires. Autant de rigidités qui compliquent une politique de change active et réactive, dans un contexte de guerre des monnaies, où les

États-Unis, le Japon ou le Royaume-Uni ne se privent pas d'utiliser le levier du taux de change pour relancer leurs économies. Dans la pratique, les choses sont moins compliquées. Le Conseil européen n'intervient pas sur le taux de change, de sorte que la BCE a le champ libre pour intervenir. Mais cette politique de change, en devenant de facto indépendante, bute alors sur un autre écueil, celui du déficit démocratique de ses décisions en matière de taux de change.

La taille, la profondeur et la liquidité des marchés financiers sont un facteur d'intégration financière internationale et d'internationalisation de la monnaie. La City de Londres et la Banque d'Angleterre ont parfaitement rempli ce rôle à l'époque de l'étalon-sterling. Les marchés monétaires et financiers européens demeurent nettement plus développés et profonds qu'en Chine. Cela donne un avantage à l'euro sur le renminbi (yuan) pour prétendre venir concurrencer le dollar. Malgré la profonde mutation des systèmes financiers européens avec la création de la zone euro, les marchés monétaires et financiers européens restent cependant moins profonds et plus segmentés qu'aux États-Unis, de taille relativement modeste, et surtout moins liquides. Certes, les divergences réglementaires tendent à s'estomper. Mais la segmentation des marchés de la dette publique en Europe constitue un handicap important. Aux États-Unis, le Trésor est l'unique émetteur d'emprunts d'État. Dans la zone euro, il existe autant de marchés de la dette publique que de pays membres. Cela ne favorise pas l'internationalisation de l'euro. Les détenteurs d'actifs internationaux souhaitent avoir la garantie qu'ils pourront convertir leurs avoirs en actifs liquides, c'est-à-dire en moyens de paiement sans perte en capital. Depuis plusieurs décennies, cette fonction est assurée par les bons du Trésor. L'émetteur de la monnaie internationale doit ainsi être en mesure de fournir, en dernière instance, des actifs garantis, dispensés du risque de défaut de son émetteur.

Aux États-Unis, l'État fédéral américain n'est pas censé pouvoir faire défaut sur sa dette, même si l'envolée du déficit budgétaire depuis la crise des subprimes a suscité des craintes. Il n'en est pas de même en Europe. La crise de l'euro est l'illustration la plus manifeste de l'incapacité de la zone euro à garantir aux détenteurs des titres de dettes publiques des États de la zone euro que ces derniers ne feront pas défaut. D'autant plus que le risque souverain n'est pas focalisé uniquement sur le pays le plus vulnérable, la Grèce, comme l'a montré l'envolée des spreads à plusieurs reprises au cours des dernières années. Si le dollar international reste attractif, c'est avant tout parce que les investisseurs savent qu'en cas de secousses importantes sur les marchés internationaux, ils pourront toujours convertir leurs avoirs en bons du Trésor américain, un actif quasiment sans risque, la Réserve fédérale étant

en mesure de venir au secours de l'État en cas de besoin. Il s'agit là d'une différence majeure entre le dollar et l'euro. Cette configuration n'existe pas dans la zone euro. La BCE est une banque centrale indépendante des États. Les traités européens lui interdisent de financer directement les États en déficit. Les marges d'intervention sur le marché secondaire des dettes publiques sont volontairement bridées. Tant que la zone euro n'aura pas un marché unifié d'actifs publics liquides non risqués, c'est-à-dire garantis par la BCE, l'euro n'a aucune chance de jouer un rôle international de premier plan.

VIII. L'absence de socle politique solide et l'inertie monétaire

À cela s'ajoutent deux autres handicaps majeurs : l'absence de cohésion, liée à la fragmentation politique de la zone euro et le manque de volonté d'internationaliser l'euro. La zone euro n'est pas un pays. Sa représentation dans les organisations ou centres de décision internationaux (FMI, ONU, G20, BRI, etc.) est assurée par différents acteurs dont la coordination n'est pas toujours effective. Surtout, la zone euro n'a pas officiellement pour vocation de faire de sa monnaie une monnaie globale. L'internationalisation de l'euro n'est ni encouragée, ni découragée. Or il semble bien que la volonté d'internationaliser sa monnaie soit un facteur important de son déploiement à l'extérieur de sa zone d'émission. Un des principaux procédés d'internationalisation active de sa monnaie est d'encourager son utilisation comme monnaie de facturation des transactions commerciales. En particulier sur les marchés des biens primaires. Les États-Unis l'ont bien compris, et depuis longtemps. L'accord Kissinger signé avec l'Arabie saoudite, dans les années 1970, prévoit l'exclusivité du dollar américain comme monnaie de facturation des contrats pétroliers. Il intervient alors même que la convertibilité-or du dollar est mise à mal – elle sera levée quelques mois plus tard – et que l'avenir du dollar en tant que monnaie-pivot du système monétaire international est remis en cause.

La fonction de monnaie de facturation du commerce international n'est pas neutre. Bien au contraire, elle est sans doute la fonction monétaire qui conforte le plus la solidité de la domination de la monnaie internationale. Les économistes parlent d'effets de réseaux. L'existence de réseaux de transactions bien établis entraîne une lourdeur dans les habitudes et les usages de la monnaie utilisée. Ces effets de réseaux sont d'autant plus puissants qu'ils se renforcent d'eux-mêmes, du fait des comportements mimétiques. Plus la monnaie X est

utilisée, plus j'ai intérêt à faire de même, et plus les coûts de l'utilisation d'un autre instrument sont élevés. Comme les autres font de même, l'usage de l'instrument est conforté et se perpétue. L'histoire monétaire montre que l'hégémonie d'une monnaie se caractérise par l'inertie. Le solidus byzantin et le dollar d'argent mexicain (peso espagnol) ont été longtemps utilisés après le déclin des puissances émettrices de ces monnaies. Idem avec la livre sterling, comme l'a bien noté Paul Krugman : « Ce qui est impressionnant avec la livre sterling, c'est son inertie. Elle est restée la première monnaie pendant un demi-siècle après que la Grande-Bretagne eût cessé d'être la première puissance économique ». À supposer que le dollar soit actuellement dans un processus de déclin, il restera sans doute largement utilisé pendant plusieurs décennies.

IX. Assumer l'activisme monétaire et le rôle de puissance monétaire internationale

L'action sur la monnaie de la BCE privilégie l'objectif de stabilité des prix. L'activisme monétaire pourrait viser deux objectifs : renouer avec la croissance et mettre fin à la fonction de variable d'ajustement du système international exercée par l'euro.

Deux niveaux d'activisme monétaire sont envisageables. Au niveau interne à la zone euro, à travers une politique monétaire plus accommodante et des interventions directes de la BCE sur les marchés primaires des dettes publiques nationales. Mais aussi au niveau externe à la zone euro, à travers une politique de change proactive et non plus en réaction aux effets sur les taux de change des interventions de ses partenaires à Washington, Tokyo, Pékin ou Londres. Est-il logique que la compétitivité des exportations de la zone euro soit pénalisée par les manipulations monétaires des puissances non européennes ? La zone euro peut-elle accepter de jouer le rôle de la variable d'ajustement du système monétaire international ? L'Europe ne doit-elle pas assumer pleinement son rôle de puissance monétaire internationale et rechercher un système monétaire international plus équilibré ?

En restant en retrait du jeu des stratégies monétaires non-coopératives menées par les grandes puissances, l'Europe est non seulement *policy-taker* et *business-cycle taker*, mais elle contribue indirectement à pérenniser l'actuelle « guerre des monnaies ». A l'inverse, en endossant le costume de puissance monétaire, l'Europe contribuerait à rééquilibrer les relations monétaires internationales. En pesant davantage sur la scène internationale, l'Europe

monétaire serait dans une meilleure situation pour participer à des négociations internationales sur une réforme en profondeur du système monétaire et financier international. L'avènement international de l'euro, associé éventuellement à l'émergence d'autres monnaies internationales (renminbi chinois par exemple), devrait permettre de changer les règles du jeu actuel fondées sur la suprématie du dollar. L'objectif serait alors de passer de la confrontation (chaque pays cherche à gagner en compétitivité au détriment de ses partenaires) à la coopération monétaire internationale. L'Europe pourrait par exemple proposer un cycle de négociations internationales sur un nouvel ordre monétaire international permettant de dépasser les limites du système actuel mises en évidence par la thèse des quatre I (instabilité, incertitudes, iniquité, insuffisance de la demande). L'UE pourrait ainsi demander l'inscription de trois volets prioritaires à l'ordre du jour des travaux du G20 portant sur la nouvelle architecture monétaire internationale : 1/ accord sur les taux de change des principales devises ; 2/ accord sur le niveau d'acceptabilité des excédents et déficits extérieurs ; 3/ accords sur les contrôles de mouvements de capitaux.

Pour l'instant, toutes les initiatives en faveur d'un nouveau Bretton Woods ont échoué. Y compris depuis la crise financière globale. L'Europe a sa part de responsabilité dans cet échec collectif. Les Européens ont du mal à avancer groupés, leurs actions ne sont pas coordonnées. Les articles 127, paragraphe 1, et 138 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne confient au Conseil européen, sur proposition de la Commission européenne et après consultation de la BCE, l'adoption de décisions établissant des positions communes au sein des institutions et des conférences financières internationales. Ces compétences n'ont à ce jour jamais été exercées. Pire encore, les trois États membres de la zone euro participant aux travaux du G20, rare instance multilatérale traitant de la gouvernance monétaire mondiale, ne se concertent qu'à minima. Et si l'Union européenne y participe elle aussi, elle ne peut toutefois se prévaloir d'une position commune concernant les taux de change et les relations monétaires internationales, en l'absence de débat préalable au sein de ses instances : Conseil, Parlement européen et Commission européenne. La montée en puissance du rôle international de l'euro constituerait une avancée vers un nouvel ordre monétaire international, mais pour cela, l'Europe devra parler d'une seule voix. Les négociations commerciales internationales s'effectuent déjà au niveau de l'UE et non plus des États-membres. Pourquoi ne pas étendre ce principe d'action multilatérale aux questions monétaires et financières internationales ?

X. Élargir la part de l'euro dans la facturation du commerce international

Le principal facteur d'inertie d'une monnaie internationale est son utilisation dans la facturation des échanges internationaux. Ceci est particulièrement vérifié, encore aujourd'hui, sur le marché des hydrocarbures, où le dollar bénéficie d'une situation de monopole. Il n'est pas intéressant pour l'Europe de continuer à payer en dollars le gaz et le pétrole importés de pays membres de l'UE (Royaume-Uni) ou fortement intégrés à cette zone (Norvège, Russie, Algérie). Toutes les tentatives visant à libeller les contrats en euros ont, pour l'instant, été vaines ou ont eu peu de portée. Il faut dire qu'elles avaient des motivations géopolitiques clairement affichées. Les principaux instigateurs de la remise en cause de la convention du dollar comme monnaie de facturation sur les marchés pétroliers ont été l'Irak de Saddam Hussein (tentative de facturation du pétrole en euros suite à l'embargo), l'Iran (vœux de créer une bourse du pétrole en euros) le Venezuela et la Russie. Ces initiatives visaient clairement les intérêts des États-Unis. Mais rien n'empêche d'imaginer un rééquilibrage plus pacifique des modes de facturation du commerce international. D'autant que la Chine a clairement adopté cette stratégie. Depuis, 2010, les autorités chinoises encouragent l'usage du renminbi dans les transactions transfrontalières avec les pays de l'ASEAN. En septembre 2012, elles ont annoncé qu'elles accepteraient désormais de négocier les contrats pétroliers en renminbi. L'Europe devrait, elle aussi, contribuer à la diversification des monnaies de facturation, à travers la promotion de l'euro. À ce titre, elle pourrait proposer que des discussions soient engagées avec le Royaume-Uni et la Norvège afin que le marché du Brent à Londres, sur lequel se détermine le prix du pétrole brut de la Mer du nord, fonctionne désormais en euro. Des négociations pourraient également s'engager avec d'autres partenaires tels que la Russie.

XI. Conclusion : réhabiliter la dimension institutionnelle de la monnaie et faire de l'euro une monnaie complète

En définitive, les faiblesses de l'euro à l'échelle internationale sont de même nature que celles rencontrées à l'intérieur de sa zone d'émission. L'euro pêche avant tout par sa faible dimension politique. La monnaie est entendue comme un simple instrument destiné à faciliter les échanges. Elle est une créature du marché pour le marché. La monnaie est détachée du

social et du politique. Or c'est oublier que la monnaie est bien plus qu'un simple instrument économique. La monnaie est un lien social reposant sur la confiance et un attribut essentiel de la souveraineté. Lorsqu'une communauté utilise une même monnaie, c'est que ses membres se retrouvent derrière un projet et des valeurs communes que le représentant politique, le souverain, est censé incarner. L'euro, en tant que monnaie unique, a été confronté à ce défi en matière de légitimité dès sa conception. La crise de l'euro et les effets catastrophiques des politiques d'austérité ont contribué à fragiliser davantage encore cette dimension sociale et politique de la monnaie européenne. Certains critiques de l'euro lui reprochent d'être une monnaie illégitime. Une monnaie au service de la finance et du marché, et non au service de la communauté dans son ensemble.

Les dirigeants européens ont-ils pris la mesure de ces critiques ? On pourrait le croire si l'on se réfère à la mise en circulation de nouveaux billets de cinq euros faisant apparaître le portrait de la princesse phénicienne Europe en filigrane. En mobilisant des symboles mythologiques, on vise à consolider l'identité politique de l'euro. Mais le procédé, aussi judicieux soit-il, sera inefficace pour renforcer la légitimité de l'euro. Il ne s'attaque pas à un élément crucial de la légitimité de la monnaie dans les sociétés modernes : l'adossement de la monnaie à une dette publique qui constitue l'actif financier de référence absolu. Or, on l'a vu, l'euro ne correspond pas à ce cas de figure. L'euro n'est pas une monnaie adossée à une dette publique homogène, encore moins garantie par la banque centrale. L'euro demeure une monnaie incomplète (Aglietta & Brand 2013).

La fourniture du bien public mondial qu'est la stabilité monétaire et financière internationale passe par un fonctionnement symétrique et plus équilibré du système monétaire international. L'euro peut y contribuer. Cet objectif ne pourra être atteint si l'euro se résigne à être une monnaie incomplète au sein de l'union monétaire et une monnaie de second plan au niveau international. L'euro ne remplit que très partiellement les fonctions assignées habituellement à une monnaie internationale. L'euro est une monnaie régionale et non internationale. Si l'euro dispose de certains attributs nécessaires pour s'imposer à l'échelle internationale, il est handicapé par ses carences institutionnelles. L'euro ne pourra devenir une importante monnaie internationale et, partant, contribuer à un système monétaire international plus équilibré, tant que la zone euro n'aura pas renoué avec une croissance de long terme, garanti l'absence de défaut des États sur leur dette et créé un marché unifié des dettes publiques soutenu par la BCE. Plus important, l'euro ne pourra s'affirmer comme étant une monnaie internationale de premier plan, tant qu'il n'y aura pas une volonté partagée d'internationaliser

l'euro, en particulier au titre de la monnaie de facturation des échanges au sein de l'UE, mais aussi avec le reste du monde.

Références bibliographiques

Aglietta, M. & Brand T. (2013), *Un New Deal pour l'Europe*, Economica, Paris.

Angeloni, I., Bénassy-Quéré, A., Pisani-Ferry, J. & alii (2011), *Reforming the International Monetary System: Options and Implications*, Bruegel/CEPII report, avril.

Bank of International Settlements (2011), "Currency internationalisation: lessons from the global financial crisis and prospects for the future in Asia and the Pacific", *BIS Paper* No61, décembre.

Bénassy-Quéré A. & Coeuré B. (2010), « Le rôle international de l'euro : chronique d'une décennie », *Revue d'Economie Politique* 120.2, pp.355-377.

Eichengreen, B., Hausmann, R., and Panizza, U., (2003). "Currency Mismatches, Debt Intolerance, and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters", NBER Working Paper 10036.

European Central Bank (2013), *The International Role of the Euro*, ECB, Francfort.

Fahri E., Gourinchas P.O. & Rey H. (2011), *Reforming the International Monetary System*, CEPR.

Le Héron, E. (2013), *A quoi sert la Banque Centrale Européenne ?*, La documentation française, Paris.

Ponsot, J.F. (2006), « Dollarization and the Hegemonic Status of the US Dollar ». In *Monetary and Exchange Rate Systems: A Global View on Financial Crises*, sous la direction de Sergio Rossi et Louis-Philippe Rochon. Edward Elgar, Cheltenham, pp.22-37.

Rodrik, D. (2006), "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves", NBER Working Paper No. 11952.