

LE FACE-A-FACE EURO/DOLLAR

PAR

MICHEL DÉVOLUY (*)

Un Secrétaire d'Etat au Trésor américain, M. Conally, a pu déclarer : « *le dollar est notre monnaie, mais c'est votre problème* ». Cette formule, qui traduisait l'hégémonie du dollar dans l'ordre monétaire mondial, n'est plus valable aujourd'hui. De fait, il existe désormais un face-à-face euro/dollar, qui porte sur deux points : le premier réside dans la supériorité de l'une des deux monnaies sur l'autre; le second, sur le poids relatif de chacune des deux monnaies sur la scène internationale. Nous nous proposons ici d'examiner ces deux points à l'aune de la théorie économique, mais aussi à partir de données politiques et géopolitiques. Dans un premier temps, nous aborderons la question de savoir si l'euro est fort ou faible, question d'autant plus pertinente que les fluctuations de l'euro et du dollar sont considérables depuis 2003. Ensuite, nous analyserons la diffusion internationale de chacune des deux monnaies. En revanche, nous ne nous lancerons dans aucune prédiction : tout pronostic précis serait hasardeux, car la mise en place d'une nouvelle donne monétaire au niveau international s'inscrit nécessairement dans la longue durée.

EURO FORT – OU FAIBLE – ET TAUX DE CHANGE

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

(*) Professeur à l'Université Robert-Schuman (Strasbourg), chaire Jean Monnet « Intégration économique européenne », et directeur de l'Institut des hautes études européennes (IHEE, Strasbourg).

(1) Ce thème peut également être abordé à travers la notion d'identité. Cf. Meixing DAI, « L'euro fort et l'identité européenne », in Gilbert KOENIG (dir.), *L'Euro vecteur d'identité européenne*, Presses universitaires de Strasbourg, Strasbourg, 2002, pp. 113-136.

leurs s'en féliciter, elle dont la mission principale est justement la stabilité des prix.

Toutefois, la question se complique lorsqu'on compare les monnaies entre elles, comme c'est le cas ici, avec le dollar. L'instrument de mesure immédiat de la force d'une monnaie est le taux de change. D'après ce critère, les amples fluctuations du dollar, depuis 1971, date à laquelle ce dernier a cessé d'être convertible en or, devraient laisser penser que le dollar fut alternativement fort ou faible. Or, le dollar a toujours été la monnaie dominante. Par suite, le taux de change n'apparaît pas comme un critère pertinent de mesure de la force d'une monnaie.

Par suite, nous proposons d'élaborer notre analyse à partir d'autres définitions d'une monnaie forte. Une première définition considère qu'une monnaie est forte si elle est surévaluée par rapport à sa valeur d'équilibre. Cette approche renvoie directement à la théorie économique : il s'agit alors d'identifier les variables fondamentales (les « fondamentaux ») expliquant ce que devrait être le taux de change d'équilibre et ensuite de comprendre pourquoi il existe des écarts entre les taux théoriques et les taux effectifs. Une seconde définition distingue une monnaie forte d'une monnaie faible par sa crédibilité en situation d'incertitude : dans cette perspective, une monnaie est désignée comme forte si elle s'avère peu sensible aux mauvaises nouvelles et aux aléas. Moins orthodoxe, cette définition présente le taux de change comme le résultat de la perception de la crédibilité de la monnaie par les acteurs économiques dans un environnement mouvant et difficile à cerner. Les deux approches apparaissent complémentaires pour appréhender le face-à-face entre le dollar et l'euro.

La déconnexion de l'euro des fondamentaux

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

Alors que l'on s'attendait, au moment de son lancement, en 1999, à son appréciation, du fait de l'excédent commercial et de la faible inflation dans la zone euro, l'euro a enregistré, pour l'année 1999, une perte de 15 % par rapport au dollar. Il est vrai que la croissance aux Etats-Unis était alors plus forte. Cependant, cela ne suffit pas à expliquer les faits. L'euro a d'ailleurs continué à se dégrader, allant jusqu'à perdre 30 %, en 2000, par rapport à son cours le jour de sa création. Cette évolution, exagérée et ne répondant à aucune explication économique discernable, a conduit, le 22 septembre 2000, à une intervention concertée et inhabituelle des banques centrales du Japon, du Canada, d'Angleterre et de la Réserve Fédérale des Etats-Unis (Fed) visant à soutenir l'euro. La BCE a justifié cette intervention collective par une « *inquiétude commune concernant les implications potentielles pour l'économie mondiale des récents mouvements du taux de change de l'euro* ».

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

A partir de 2002, on observe en revanche un phénomène inverse : alors que l'économie américaine connaît une reprise, avec une croissance réelle de 2,4 % contre seulement 0,8 % dans la zone euro, l'euro amorce une remontée. Il reste assez stable au premier semestre pour finir l'année avec un gain de 16 %. Certes, durant cette période, les Etats-Unis ont brutalement basculé d'un solde budgétaire positif en 2001 (+ 1,3 % du PIB) à un solde négatif en 2002 (- 0,5 %). L'euro continue à s'apprécier très fortement dans le premier semestre 2003, retrouvant ainsi sa valeur initiale de janvier 1999. La reprise qu'il connaît équivaut donc à plus de 30 % par rapport au niveau minimum absolu atteint en juillet 2001. Cette période de remontée coïncide paradoxalement avec des problèmes économiques plus forts dans la zone euro qu'aux Etats-Unis : de fait, en Europe, la croissance est atone, le chômage augmente, les grands pays comme l'Allemagne et la France ne respectent pas les normes budgétaires imposées par le Pacte de stabilité et de croissance...

Les évolutions constatées pourraient-elles être expliquées par les différences entre les taux d'intérêt directeurs des banques centrales ? Rien ne semble moins sûr. En effet, on constate que, pendant la longue période de dégradation de l'euro, il y a une inversion dans les différentiels des taux : le taux de la Fed, qui, au début, était supérieur à celui de la BCE, est passé au-dessous de ce dernier en mars 2001.

La déconnexion entre le comportement effectif de l'euro face au dollar et l'évolution des fondamentaux de l'économie est visible quelle que soit la théorie utilisée. Pour le montrer, il suffit de rappeler les principales catégories d'explications. La plus populaire d'entre elles est la théorie de la « parité des pouvoirs d'achat », qui admet que l'évolution des taux de change compense les évolutions divergentes des prix entre deux pays : cette approche de long terme n'explique pas, à l'évidence, l'évolution de l'euro depuis sa création. Les approches dites « réelles » s'appuient sur l'évolution des balances courantes, de la production, de la productivité, des prix relatifs et des finances publiques. Les approches qualifiées de « *financières* » tiennent compte, elles, des différentiels d'intérêt et des taux de rendement des actifs. Aucune de ces théories n'apporte une réponse pertinente sur l'expérience du taux de change entre l'euro et le dollar depuis 1999. Tout se passe comme si une variable pouvait s'avérer très explicative pour une période donnée, mais beaucoup moins, voire pas du tout, pour une autre période. Autrement

dit, il est impossible de faire ressortir des causalités cohérentes au cours du temps. A titre d'exemple, on a vu ci-dessus que les différentiels de croissance ou de taux d'intérêt, jouent dans des sens opposés.

Pourtant, la recherche du taux de change d'équilibre « théorique » n'en représente pas moins une démarche utile, en cela qu'elle permet de situer la réalité par rapport à la théorie. Les dix-neuf études différentes qu'a recensées la BCE pour la période 1999-2000 (2) concluent toutes à la sous-évaluation de l'euro par rapport au dollar : les taux d'équilibre calculés varient, pour 1 euro, entre 1,03 et 1,45 dollar ; lorsque le calcul est effectué en pourcentages, la sous-évaluation se situe entre -3,5 % et -30 %. On obtient ainsi une très large fourchette, dans laquelle devrait normalement se situer l'euro sur le marché des changes.

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

Les insuffisances de crédibilité de l'euro

L'euro est une monnaie nouvelle. Elle doit construire et asseoir sa crédibilité auprès des opérateurs. On peut avancer deux séries de raisons liées à l'incertitude et au manque de crédibilité qui expliquent la faiblesse de l'euro jusqu'au début 2002 : la première est en rapport avec la géopolitique ; la seconde dépend de la perception de la solidité de l'Union économique et monétaire (l'UEM).

Taux de change et crédibilité géopolitique

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

(2) Cf. « Les fondamentaux économiques et le taux de change de l'euro », *Bulletin mensuel de la BCE*, janvier 2002, pp. 41-54.

Un aspect très particulier et ponctuel de cela confère une dimension originale au problème : il s'agit du fait qu'une monnaie forte inspirant confiance est largement détenue en dehors de la zone où elle a cours légal. Cela a notamment été le cas du deutsche Mark, à côté bien sûr du dollar : la monnaie allemande apparaissait dans les réserves officielles et, sous forme fiduciaire, dans l'économie souterraine. Tout porte à croire qu'une partie importante de ces encaisses a été transformée en dollars pendant la période transitoire de trois ans qui s'est étendue de la création de l'euro à la mise en place définitive de l'euro fiduciaire (3) ; ces déplacements du deutsche Mark, c'est-à-dire de l'euro à partir du 1^{er} janvier 1999, vers le dollar ont pesé sur le cours de l'euro. Ils expriment une défiance qui s'explique par la peur de l'inconnu et la recherche corrélative de la sécurité.

La géopolitique intervient également dans la stratégie des investisseurs. On peut parler ici de la prise en compte de l'incertitude « extra-économique ». L'analyse de la balance des paiements de la zone euro fait apparaître l'importance considérable et inhabituelle des flux financiers de l'Europe vers les Etats-Unis pendant la période de baisse de l'euro (4). Ces sorties de capitaux se traduisent naturellement par des achats de dollars contre des euros. La demande de dollars a ici deux origines : les investissements directs, qui correspondent à des acquisitions ou à des fusions d'entreprises, et les investissements de portefeuille, qui sont des achats d'actifs. La motivation des investisseurs révèle une grande incertitude sur les perspectives dans la zone euro. Les opérateurs semblent faire plus confiance aux Etats-Unis : ils se tournent vers eux pour diversifier leurs risques. La baisse de l'euro répond ici à des choix stratégiques rationnels, provenant d'opérateurs puissants et informés, qui prennent leurs précautions face à un avenir dont ils discernent mal les contours. Nous pouvons donner deux exemples de cette incertitude géopolitique : le terrorisme et l'élargissement de l'Union européenne (UE).

Les réactions de la communauté internationale après l'attentat du 11 septembre 2001, y compris l'intervention en Afghanistan, n'ont pas modifié la confiance dans les Etats-Unis. On constate en effet que, durant cette période, l'euro ne s'est pas redressé face au dollar. En revanche, l'inversion de la tendance baissière se situe en 2002. Or, c'est à cette période qu'apparaissent les incertitudes géopolitiques liées à la préparation de la guerre en Iraq, puis à la guerre elle-même, où en particulier l'Allemagne et la France n'interviennent pas. Les Etats-Unis ne font alors plus l'unanimité. La fin officielle de la guerre ne rassure évidemment pas, compte tenu de l'ampleur

(3) Cf. Gilbert KOENIG, « La valeur de l'euro par rapport au dollar et les marchés financiers et monétaires », *Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe*, n° 7, hiver 2002, pp. 9-13. Rappelons ici qu'avant l'introduction de l'euro fiduciaire le 1^{er} janvier 2002, les monnaies nationales de la zone euro étaient officiellement définies comme des subdivisions de l'euro.

(4) « Les évolutions des flux d'investissements directs et de portefeuille dans la balance des paiements de la zone euro », *Bulletin mensuel de la BCE*, juillet 2002, pp. 65-70.

des problèmes liés à la reconstruction de l'Iraq. La remontée de l'euro semble donc accompagner les questionnements sur la stratégie américaine.

Les incertitudes sur les futurs contours de l'Union européenne ont pesé sur la perception de la force de l'Union. C'est une cause de la défiance sur l'euro par rapport au dollar américain : la préparation de l'élargissement peut détourner certains investisseurs vers les Etats-Unis. Selon cette logique, la décision prise au Sommet de Copenhague de décembre 2002 d'intégrer 10 nouveaux pays à l'Union au 1^{er} mai 2004 a contribué à baliser le futur des investisseurs. La très bonne tenue de l'euro depuis que l'incertitude dans ce domaine a disparu donne naturellement du poids à l'argument géopolitique.

Taux de change et crédibilité de l'UEM

L'UEM est une construction originale dont la crédibilité doit être testée par les acteurs économiques. L'euro a quatre handicaps à surmonter : sa politique de change est partagée; sa représentation internationale est insuffisante; il n'est pas soutenu par une véritable politique conjoncturelle européenne; l'autorité de la BCE demande à être confirmée sur la durée. Pour toutes ces raisons, les marchés doivent être rassurés sur la capacité de bonne gestion de l'UEM.

Le Traité de Maastricht (TCE, art. 111) instaure un partage des compétences en matière de politique de change pour la zone euro. Dans le cadre de sa mission de maintien de la stabilité des prix, la BCE est chargée de la conduite des opérations. Le Conseil des ministres de l'économie et des finances prend les décisions politiques en matière de régime de change; il peut également donner son avis à la BCE pour ce qui concerne le niveau approprié du taux de change de l'euro. Ce partage ne contribue pas à la lisibilité de la politique de change.

La BCE n'est pas la banque centrale d'un Etat à part entière. Par conséquent, sa représentation au niveau international pose des problèmes : en principe, ce sont les Etats qui adhèrent aux institutions internationales (FMI, BRI, etc.); de plus, le niveau et l'ampleur de la participation des Etats peuvent varier au sein d'une même institution. Si, à partir du Traité (5), des solutions sont bien trouvées, malgré tout, l'absence de voix unique est patente.

Une véritable politique conjoncturelle européenne (un *policy mix*), qui combinerait la politique monétaire et la politique budgétaire au sein de la zone euro est impossible. En effet, la banque centrale unique, la BCE, fait face aux politiques budgétaires nationales qui demeurent sous la responsabilité des Etats membres. Ces politiques budgétaires sont coordonnées à tra-

(5) « Les relations de la BCE avec les organisations et instances internationales », *Bulletin mensuel de la BCE*, janvier 2001, pp. 57-75.

vers les contraintes imposées par le Pacte de stabilité et de croissance (le PSC). La BCE est indépendante et a comme mission principale le maintien de la stabilité des prix. Cette architecture n'est pas satisfaisante. D'une part, elle cantonne la BCE à être rivée sur l'évolution de l'inflation. Notons, pour marquer le contraste, que la Fed, qui est elle aussi indépendante, veille officiellement sur trois variables : les prix, la croissance et les taux d'intérêt à long terme. D'autre part, la coercition budgétaire résultant du PSC limite les possibilités de soutien conjoncturel. Là encore, il faut souligner le contraste entre la rigueur européenne et la réactivité des Etats-Unis. La réactivité budgétaire des Américains après les attentats du 11 septembre en apporte la preuve. L'impossibilité d'un *policy mix* européen signale en permanence l'incomplétude de la construction économique et monétaire européenne. Certes, on essaie d'améliorer les procédures de coordination et on réfléchit sur le PSC, mais le flou et l'incertitude sur « la » politique économique de l'Europe persiste.

La BCE a la lourde charge du maintien de la stabilité des prix. Il faut mesurer l'ampleur de ce que représente une telle tâche pour une très jeune institution évoluant dans un environnement nouveau. Pour assurer sa crédibilité, la BCE a mis en place une stratégie monétaire complexe et peu lisible, reposant sur deux piliers et sur une cible d'inflation (6). Par ailleurs, elle entend afficher avec force son indépendance, jusqu'à donner l'impression d'une superbe indifférence pour tout ce qui ne concerne pas la stabilité des prix. Cette intransigeance marque aussi une première forme de faiblesse : elle accentue le message qui présente la zone euro comme un espace fragile, où règnent les sirènes de l'inflation. Une autre faiblesse de la BCE est d'apparaître comme suiveuse de la Fed à force de vouloir s'en démarquer. Cet apparent paradoxe vient de ce que la BCE met beaucoup de temps à réagir : elle modifie ses taux d'intérêt directeurs avec précaution et lenteur, afin de prouver qu'elle a une attitude souveraine et dépourvue de toutes pressions extérieures. Cependant, lorsqu'on regarde la chronologie des réactions, on constate que la BCE prend soin de baisser ses taux après la Fed afin de garder un avantage comparatif en matière de défense de l'euro. Naturellement, cela se fait au détriment du soutien de la conjoncture. Nous avons déjà souligné que la Fed et la BCE n'ont pas la même mission sur ce point.

Quelques faits étayent l'hypothèse du suivisme de la BCE (7). La coordination des politiques de change au sein du G7 n'est pas la règle; depuis la naissance de l'euro, il y a eu deux exceptions, clairement reconnues par la

(6) Pour les aspects institutionnels et techniques, cf. Michel DÉVOLUY, *La Banque centrale européenne*, Presses Universitaires de France (Que sais-je?, n° 3552), 2000.

(7) Cf. Giuseppe DIANA/Francesco DE PALMA, « La BCE est-elle indépendante de... la Fed? », *Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe*, n° 5, hiver 2001, pp. 26-28.

BCE : une en septembre 2000 ; l'autre en septembre 2001. Le 22 septembre 2000, les pays du G7 sont intervenus directement sur les marchés pour soutenir un euro trop faible au regard du commerce mondial. Un an plus tard, les attentats du 11 septembre 2001 entraînent des réactions collectives des banques centrales du G7, en particulier le 17 septembre, lorsque la Fed et la BCE baissent de concert de 0,5 % leurs taux directeurs. Ces actions mises à part, la BCE a pris soin de marquer ses distances par rapport à la Fed. Ainsi, alors que la Fed a baissé une nouvelle fois son taux directeur le 6 novembre 2001, si la BCE le fit aussi deux jours après, pour le même montant de 0,5 %, en revanche, son président, Wim Duisenberg, s'est empressé de préciser : « *ce n'est que pure coïncidence si, cette fois-ci, les décisions ont été rapprochées* ». Avant les attentats, la Fed avait baissé son taux le 22 août de 0,25 % et la BCE fit de même le 30 août. Cette évolution parallèle des taux a continué depuis, mais toujours avec beaucoup de retenue de la part de la BCE. Une démonstration de la force de cette dernière aurait pu consister à intervenir plus tôt, avant les choix de la Fed. Notre remarque sur le suivisme de la BCE tend seulement à souligner qu'il peut être contre-productif, en termes d'image et de crédibilité, de vouloir afficher son indépendance, au prix d'une sous-estimation des réalités économiques. La Fed n'a pas hésité à baisser douze fois ses taux pour soutenir la conjoncture : ils sont ainsi passés de 6 % début janvier 2001 à 1 % en juin 2003. Sur la même période, l'économie de la zone euro a plus ralenti que celle des États-Unis et l'inflation a été maîtrisée ; pourtant, la BCE a baissé ses taux seulement sept fois, les faisant ainsi passer de 4,75 % à 2 %. L'inversion de la hiérarchie des taux a d'ailleurs eu lieu rapidement : le 20 mars 2001. C'est l'extrême réactivité de la Fed qui suggère le suivisme de la BCE et sa difficulté à réagir souverainement. Cependant, rien n'est figé. En juin 2003, la BCE a décidé de faire évoluer sa stratégie dans deux directions : l'inflation (précisément l'indice des prix à la consommation harmonisé, l'IPCH) devra être maintenue « *proche* » de 2 %, alors qu'avant 2 % était la limite supérieure ; les indicateurs d'inflation (le deuxième pilier) vont jouer un plus grand rôle par rapport à la progression de la masse monétaire (le premier pilier). Ces deux changements devraient contribuer à accroître la crédibilité de la BCE et, par là même, lui permettre d'agir plus librement par rapport à la Fed.

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

L'INTERNATIONALISATION DE L'EURO

Une monnaie internationale est une monnaie nationale employée de façon massive et systématique par des non-résidents. Tous les résidents du pays concerné peuvent bénéficier de ce statut de leur monnaie : les entreprises et les consommateurs pour leurs opérations avec l'extérieur, y compris les investissements et les voyages ; les intermédiaires financiers, car leur marché s'élargit au monde entier. Au niveau macro-économique, émettre une monnaie internationale procure au pays un « seigneurage » international (8).

Jusqu'à la création de l'euro, le dollar régnait au niveau mondial. Avec l'euro, son hégémonie peut être contestée. Cela était d'ailleurs un des enjeux, certes non officiels, de la création de la Monnaie unique européenne. La BCE prend beaucoup de précaution à cet égard : elle souligne systématiquement qu'elle ne poursuit pas de politique explicite concernant le rôle international de l'euro. Si son attitude dans ce domaine n'est ni freinée ni encouragée, la BCE admet néanmoins être attentive aux évolutions se produisant (9).

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

Le potentiel de diffusion de l'euro

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

Cependant, le poids « réel » d'une économie nationale ne suffit pas pour offrir le statut de monnaie internationale. Le processus d'internationalisation d'une monnaie est long et complexe. Pour l'appréhender, nous parti-

(8) L'explication est de nature technique : les encaisses fiduciaires détenues par des non-résidents représentent une créance détenue sur l'économie du pays émetteur ; or, ce type de créance est par nature non rémunérée, ce qui constitue un gain pour le pays débiteur. Si, à titre d'exemple, une partie de la balance courante d'un pays est financée sous la forme de billets de banque détenus par des non-résidents plutôt que sous la forme de créances rémunérées, le gain peut être important : on peut évaluer ce gain par le produit du volume des encaisses détenues à l'extérieur multiplié par le taux d'intérêt courant.

(9) La BCE présente ses analyses sur cette question dans *Review of the international role of the euro*, European Central Bank, 2002.

rons des fonctions d'une monnaie internationale, puis nous énoncerons les facteurs de diffusion de cette monnaie.

Les fonctions d'une monnaie

Dans un pays, une monnaie a trois fonctions : moyen de paiement; unité de compte; réserve de valeur. Cette trilogie peut être reprise pour définir une monnaie internationale, mais en apportant une précision complémentaire (10) : on distingue, pour chaque fonction, l'utilisation par le secteur privé et l'utilisation par le secteur public. On passe ainsi de trois fonctions à six.

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

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

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

Les facteurs de développement d'une monnaie internationale

Plusieurs facteurs favorisent le développement d'une monnaie internationale. Leur présentation permet également de comprendre les raisons des inerties, de résistance au changement.

(10) Cet apport désormais très utilisé provient de Paul Krugman.

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

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

La taille et l'ouverture de l'économie de départ entrent en jeu dans le développement d'une monnaie internationale : une économie de grande taille et ouverte sur l'extérieur favorise la diffusion de sa monnaie. Toutefois, ce facteur n'est qu'un parmi d'autres.

Un marché financier efficace et sûr favorise le développement d'une monnaie internationale. Cela passe par de bonnes règles de gestion des intermédiaires financiers et des marchés organisés (bourses, marchés dérivés, *etc.*). Les marchés doivent être profonds (grande variété d'échéances), liquides (volumes importants) et larges (ouverts à tous).

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

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

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

Au total, voilà sept facteurs de développement d'une monnaie internationale. Tous expliquent le rayonnement d'une monnaie internationale caractérisée par ses six fonctions et permettent dans le même temps de comprendre les raisons des lenteurs du processus d'internationalisation d'une monnaie. Cette analyse justifie les inerties par rapport aux positions déjà acquises : une monnaie perd très lentement son statut de monnaie internationale. L'analyse et l'histoire économique montrent que la hiérarchie n'est pas aisément bousculée dans le monde très restreint des monnaies internationales.

Evaluation du poids effectif de l'euro

Quelques tendances statistiques permettent de situer la place de l'euro par rapport au dollar en tant que monnaie internationale (11). Les statistiques choisies sont illustratives des six fonctions énoncées précédemment. Nous les reprenons en distinguant de nouveau les secteurs privés et publics.

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

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

L'euro est de plus en plus utilisé dans les émissions internationales de titres. De 1999 à 2002, l'augmentation annuelle a été de 3 %, ce qui donne, au niveau mondial, les parts suivantes : 44 % pour le dollar, 29 % pour l'euro et 13 % pour le yen. Cette tendance générale posée, on constate plusieurs caractéristiques. Beaucoup des titres émis en euros sont achetés dans la zone euro. Les émetteurs de ces titres sont concentrés aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Les intermédiaires financiers américains ne traitent pratiquement pas de titres en euros, ce qui n'est pas du tout le cas à Londres, où près de la moitié du marché secondaire des obligations concerne l'euro. Enfin, les titres de créance internationaux en euros émis par des non-résidents représentent, à la mi-2002, 11 % de la totalité des créances émises en euros. Par comparaison, ce rapport est de 9 % pour le dollar et de 6 % pour le yen.

Les trois fonctions associées au secteur public sont liées entre elles. L'euro sert notamment de monnaie d'intervention lorsqu'il est choisi par un pays comme un point d'ancrage pour sa monnaie nationale. Il se retrouve alors naturellement en priorité dans les réserves du pays concerné. Environ cinquante pays introduisent explicitement l'euro dans leurs politiques de change. Ces pays sont soit européens, soit proches de l'Europe et comptent pour environ 4 % du PIB mondial. Les modalités de l'attribution de la fonction de monnaie d'intervention à l'euro sont diverses : cela va de la caisse d'émission, où l'accrochage est total, aux parités fixes mais ajus-

(11) Nous utilisons ici les données rassemblées par la BCE dans sa *Review of the international role of the euro*, 2002 et dans « Le rôle international de l'euro », *Bulletin mensuel de la BCE*, août 1999, pp. 33-55.

tables, jusqu'à des systèmes de rattachement moins rigides. La part de l'euro dans les réserves des banques centrales est restée assez stable : 13 % en 2001 contre 12,7 % en 1999. Le dollar est, lui, à 68 %. Il convient de souligner que ces évaluations sont établies avec un euro très affaibli par rapport au dollar sur les marchés des changes : au plus haut de l'euro, en 2003, la part de l'euro serait mécaniquement supérieure.

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

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

*
* *

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