

LE DOLLAR INCONTESTÉ ? ÉCONOMIE POLITIQUE D'UNE MONNAIE INTERNATIONALE

ANDRÉ CARTAPANIS *

Au moment de la création de l'euro, en 1999, nombre d'économistes avaient prédit un recul significatif du dollar dans les diverses fonctions internationales que celui-ci assumait de façon hégémonique depuis les années 1950, et cela, au bénéfice de la monnaie européenne (Alogoskoufis et Portes, 1997 ; Bergsten, 1997 ; Mundell, 2000). 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, depuis 2003, semblent s'être installés dans une configuration stable mais hiérarchisée : après avoir vu sa position s'effriter, le dollar maintient sa place au titre de monnaie internationale incontestée ; et l'euro se trouve cantonné à une position de « brillant second », surtout si l'on se réfère aux fonctions d'ancrage ou de réserve. Cela s'est opéré 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 considérables, affaiblissement du taux de change vis-à-vis de l'euro). La crise financière internationale, depuis l'été 2007, n'a pas infléchi cette distribution des rôles.

135

* Professeur, IEP d'Aix-en-Provence ; GREDEG, UMR 6126, CNRS, université de Nice Sophia Antipolis ; CHERPA, EA 4261, IEP d'Aix-en-Provence.

Pourquoi le dollar conserve-t-il cette position de monnaie internationale incontestée ? Une analyse strictement économique ne permet pas d'expliquer cette suprématie. Le statut de monnaie internationale répond aussi à des facteurs spécifiquement politiques et l'euro, sous cet angle, n'offre pas les mêmes garanties que le dollar. Telle est sans doute 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 et principalement libellées en dollars. Est-ce là une configuration de nature à se pérenniser ? Ou bien s'agit-il d'une situation transitoire, le dollar étant conduit à partager son leadership à moyen terme, voire à se banaliser dans le cadre d'un fractionnement de l'espace monétaire international ?

LE DOLLAR : MONNAIE INTERNATIONALE INCONTESTÉE

Malgré l'émergence de l'euro, le dollar reste la monnaie internationale incontestée. Le tableau 1 rappelle les différentes fonctions d'une monnaie internationale, selon une typologie désormais bien établie (Krugman, 1984 ; Commission européenne, 2008).

Tableau 1
Différentes fonctions d'une monnaie internationale

Fonction	Secteur privé	Secteur public
Unité de compte	Facturation du commerce international Dénomination des prix sur les marchés de matières premières Monnaie de comptabilisation des actifs sur les marchés financiers. Monnaie parallèle	Monnaie de référence ou d'ancrage dans les divers régimes de change
Moyen d'échange	Monnaie véhiculaire sur le marché des changes Monnaie de règlement des transactions commerciales ou monnaie de support des opérations financières internationales Monnaie parallèle	Monnaie d'intervention officielle sur le marché des changes Support des flux financiers internationaux publics
Réserve de valeur	Monnaie de détention des actifs financiers internationaux Monnaie parallèle	Monnaie de réserve

Il est hors de propos d'examiner ici même, dans le détail, la part respective du dollar, de l'euro et des autres grandes monnaies (yen, livre sterling, franc suisse, renminbi) pour chacune de ces fonctions. Des problèmes statistiques se posent, notamment parce que la globalisation des marchés de capitaux rend de plus en plus incertaine la distinction

entre les usages nationaux et internationaux d'une devise comme monnaie d'emprunt ou de placement. Mais toutes les études récemment menées sur ce thème conduisent à des conclusions convergentes (BCE, 2008 ; Commission européenne, 2008 ; Papaioannou et Portes, 2008) : aucune autre monnaie ne joue aujourd'hui un rôle comparable à celui du dollar pour la plupart des fonctions internationales qu'assume une devise. Celui-ci représente encore près de 65 % des réserves en devises, contre 25 % pour l'euro, et plus de 60 % au titre de monnaie d'ancrage ; il intervient dans 86 % des transactions sur le marché des changes ; il est utilisé au-delà de 50 % pour la facturation du commerce international. S'agissant de la détention d'espèces monétaires par les non-résidents, 60 % des « billets verts » en circulation se trouvent hors des États-Unis, contre seulement 10 % à 20 % pour l'euro. Pour autant, l'euro a réalisé une percée indiscutable dans certaines fonctions financières : sur plusieurs segments des émissions obligataires internationales, près de 50 % sont libellés en euros ; à hauteur de 37 % pour les dérivés de taux d'intérêt ; mais seulement de 21 % en ce qui concerne les dépôts bancaires internationaux (Artus, 2008 ; BCE, 2008).

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 réserves (Truman et Wong, 2006 ; Lim, 2006).

Dix ans après la création de la monnaie européenne, le scénario du basculement vers l'euro a donc tourné court et l'on a atteint un palier dans la recomposition des rôles parmi les monnaies internationales, le dollar conservant une large part de son leadership. Pourtant, on ne saurait expliquer cette situation du dollar par des qualités intrinsèques, de caractère macroéconomique, qui justifieraient de façon incontestable l'attractivité de la monnaie américaine et disqualifieraient ses éventuels concurrents, l'euro en particulier.

*DES FACTEURS MACROÉCONOMIQUES
QUI NE JUSTIFIENT PLUS LE LEADERSHIP
DE LA MONNAIE AMÉRICAINE*

Les attributs essentiels d'une monnaie internationale se situent à trois niveaux. D'abord, la stabilité macroéconomique du pays émetteur, sa capacité à maîtriser l'inflation et les déséquilibres courants ou

budgetaires, autant de gages de confiance quant à la valeur future de la monnaie internationale. Ensuite, les qualités intrinsèques du système financier domestique, sa liquidité, sa profondeur, 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, 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 cette devise, plutôt qu'une autre.

Ces critères ont longtemps été satisfaits, seulement, par l'économie américaine et le dollar. Mais à compter des années 1970 pour le deutsche mark et le yen et surtout depuis la création de l'euro il y a dix ans, on ne saurait considérer que le dollar dispose réellement d'un avantage comparatif de nature à justifier, selon ces standards, le maintien de son leadership, fût-il moins hégémonique qu'il y a cinquante ans. En termes de taille relative, que l'on se réfère aux PIB, aux parts de marché dans le commerce mondial de biens ou de services, voire même en référence à la taille globale des systèmes financiers, l'Union européenne comme la zone euro ont dépassé les États-Unis. 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 dollar à un plafond de 1,60 dollar, avant de se retrouver dans une fourchette de 1,30 dollar-1,40 dollar depuis six mois) laissent présager une dépréciation tendancielle de la monnaie américaine, pouvant aller jusqu'à 2 dollars par euro selon Rogoff (2008). Dans le domaine de l'efficacité ou de la profondeur des systèmes financiers, les différences se sont considérablement réduites. 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 et, 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* 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 obligataires.

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 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 Banque centrale européenne (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, Chinn et Frankel (2005 et 2008) ont récemment proposé une modélisation économétrique leur permettant de prédire un dépassement du dollar par l'euro en 2015 ou en 2022, au gré des hypothèses retenues. Mais ils sont très isolés dans ce débat et beaucoup jugent le *statu quo* bien plus probable (Cohen, 2008 ; Posen, 2008 ; Helleiner, 2008 ; Kirshner, 2008), en considérant notamment que l'usage du dollar au titre de monnaie internationale obéit à des facteurs différents de ceux pouvant induire une dépréciation significative de la monnaie américaine sur le marché des changes.

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 (Chine, Japon, émergents...) ou des membres de l'Opep. L'analyse proposée initialement par Dooley, Folkerts-Landau et Garber (2003, 2004 et 2006) reposait sur un parallèle avec les années 1950 et 1960. Le système monétaire international était alors composé d'un « centre », en l'occurrence les États-Unis, émetteurs 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 États-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 macroéconomiques, ni des rapports de change. Du côté chinois, cette accumulation de dollars n'est sans doute pas optimale, mais c'est la meilleure de toutes les solutions. 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 Summers (2004) d'« équilibre de la terreur financière », pourrait donc très bien se maintenir, qu'intervienne ou non une dépréciation marquée du dollar.

On a là une illustration des limites 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 ou 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, recouvre en réalité le risque de déstabilisation des rapports de change, plus encore depuis le déclenchement de la crise 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.

140

ÉCONOMIE POLITIQUE DE LA MONNAIE INTERNATIONALE

Selon les politologues qui se réclament de l'économie politique internationale, Gilpin (1987) 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 Kindleberger (1970 et 1973), 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, l'offre de monnaie internationale associe aux avantages économiques des déterminants plus politiques, selon différents canaux d'influence (Helleiner, 2008). 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 de rétorsions éventuelles. C'est ce qui peut transformer une devise clé en une *master currency*, selon les termes de Strange (1970). Cette influence directe peut 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 ajoutent alors, naturellement, le choix de la monnaie d'ancrage et le placement des réserves de change dans le pays politiquement dominant. Posen (2008) 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.

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 découler. Il doit également disposer de structures de gouvernance, en matière monétaire et financière, 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 aptitude. Mais alors, si l'on accepte l'idée que l'économie américaine et l'économie européenne sont les seules, à ce jour, à pouvoir répondre aux critères macroéconomiques ou macrofinanciers rendant éligible leur monnaie à un statut de devise internationale de plein exercice, on doit considérer que les États-Unis sont les seuls à satisfaire pleinement les exigences politiques d'un tel statut. C'est ce qui explique une large part de la hiérarchie qui se maintient entre le dollar et l'euro.

*DES STRATÉGIES MONÉTAIRES INTERNATIONALES
ET DES MODES DE GOUVERNANCE
QUI DIFFÉRENCIENT TRÈS NETTEMENT
LES ÉTATS-UNIS ET L'UNION EUROPÉENNE*

Aujourd'hui, le gouvernement américain hérite, en quelque sorte, d'un statut spécifique du dollar qui résulte des Accords de Bretton Woods, de l'histoire de l'après-guerre, de l'absence de substituts 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 - nous y reviendrons -, les responsables américains ont très clairement exprimé leur désapprobation devant une telle initiative qui a été rapidement abandonnée. 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, Jonathan Kirshner, notait récemment 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 (Kirshner, 2008). Il est vrai que le déficit budgétaire américain était facilement financé, pour une large part, grâce à l'accumulation de réserves en dollars par les économies asiatiques.

À 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. Le vice-président de la BCE, Lucas Papademos, a très clairement signifié que la position officielle de la BCE, s'agissant de l'usage international de l'euro, était celle de la neutralité absolue, la demande de monnaie internationale ne relevant pas, selon lui, des actions politiques des États, mais devant être considérée comme un processus tiré par la demande (Papademos, 2006). La BCE mènerait donc une politique tendant ni à encourager, ni à décourager, la diffusion internationale de l'euro (Smaghi, 2008). Car

la BCE se méfie de l'internationalisation de l'euro. Elle est consciente des avantages qui pourraient en être retirés : gains microéconomiques par la baisse de certains coûts de transaction pour les résidents européens, revenus de seigneurage si la détention d'espèces en euros 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 euros, *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 européenne, dans son rapport célébrant le dixième anniversaire de l'euro (Commission européenne, 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 ».

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 Federal Reserve, 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. L'euro ne relève pas d'un État, mais d'une construction fédérale inachevée. Sa légitimité politique résulte d'un traité et non pas de l'exercice d'une souveraineté nationale. Quant à la responsabilité de la politique de change de l'Union monétaire, le traité de Maastricht, à ce sujet, est très ambigu. Son orientation relève indiscutablement des ministres de l'Économie et des Finances, voire du Conseil des chefs d'État ou de gouvernement. 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. Elle 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 (Cartapanis, 2006 ; Creel et *al.*, 2008). Dans le domaine

des politiques budgétaires et, plus encore, 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.

Dans le cas européen, on est donc en présence de responsabilités monétaires et financières partagées, sources d'éventuels conflits de compétences ou de priorités, 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. Certes, la BCE a conquis, en dix ans, 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 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. La situation est bien différente aux États-Unis où la diplomatie du dollar n'est pas un mot vain. À 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 (Posen, 2008). La situation est de même nature du côté de l'Opep et explique le maintien du dollar comme unique monnaie de facturation sur le marché du pétrole, malgré les propositions de diversification de la Russie ou du Venezuela.

Que l'on se réfère aux stratégies officielles d'internationalisation ou à l'organisation de la gouvernance monétaire et financière, le dollar et l'euro ne luttent pas à armes égales sur le marché des monnaies internationales.

*SOUS L'ANGLE POLITIQUE,
L'EURO NE SAURAIT CONTESTER LE RÔLE DU DOLLAR*

Si l'on admet que l'euro est la seule monnaie pouvant réellement concurrencer le dollar, compte tenu des attributs intrinsèques dont cette monnaie peut se prévaloir, les obstacles politiques restent nombreux

pour que l'euro puisse réellement rivaliser avec la monnaie américaine : l'incapacité ou le refus politique d'adopter un objectif explicite d'internationalisation de l'euro, les failles qui marquent la gouvernance monétaire et financière de l'Union économique et monétaire (UEM), mais aussi la difficulté d'identifier ce que sont les objectifs de la politique internationale de l'Union européenne, en Asie ou au Moyen-Orient, au-delà des stratégies propres des principales puissances européennes... Du coup, l'extension internationale de l'euro reste cantonnée à l'espace européen et à sa périphérie. Cela concerne, en Afrique Subsaharienne, les pays de la zone franc et, dans le cadre d'un ancrage fondé sur un panier de monnaies dans lequel l'euro prédomine, cela recouvre plusieurs pays méditerranéens. S'y ajoutent les nouveaux membres de l'Union européenne ayant naturellement adopté un régime de type SME-bis. Tel est également le cas de tout un ensemble de pays, issus de l'éclatement de l'ex-Yougoslavie, qui ont souhaité se rapprocher politiquement et économiquement de l'Union européenne (Posen, 2008) : « euroisation » unilatérale du Kosovo ou du Monténégro, adoption d'un *currency board* ancré sur l'euro en Bosnie-Herzégovine ou d'un flottement géré, rattaché à la monnaie européenne, en Croatie, en Macédoine et en Serbie. Mais on ne trouve pas d'exemples comparables sur le continent latino-américain ou en Asie.

145

Dans la hiérarchie des monnaies internationales, l'euro se trouve donc cantonné à un rôle de « brillant second » et le dollar, à un horizon prévisible, devrait conserver sa position au sommet de la hiérarchie des devises internationales. L'inertie observée dans la demande de monnaie internationale résulte sans doute des incertitudes qui pèsent sur les conséquences macroéconomiques et politiques d'un basculement massif vers l'euro. C'est aussi le résultat d'une carence dans l'offre d'une monnaie internationale alternative, compte tenu des spécificités politiques de l'UEM qui restreignent l'attractivité et le statut international de l'euro. C'est également parce que plusieurs grands pays, comme le Japon, la Russie ou la Chine, 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, ce qui pourrait conduire à une segmentation de l'espace monétaire international.

À MOYEN TERME : VERS UN FRACTIONNEMENT DE L'ESPACE MONÉTAIRE INTERNATIONAL ?

Le statut de monnaie internationale ne s'acquiert pas seulement en fonction des caractéristiques de l'offre, c'est-à-dire des attributs de telle

ou telle devise nationale, mais dépend aussi, on l'a vu, des préférences, plus ou moins contraintes politiquement, qui s'expriment du côté de la demande. 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, surtout, aujourd'hui, sur le plan financier, la place du dollar dépendra d'abord, dans l'avenir, des options qu'adopteront dans ce domaine les plus gros détenteurs de réserves de change, le Japon, la Chine ou la Russie. Or, s'ils sont conscients de l'affaiblissement de la monnaie américaine 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. 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.

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 (Katada, 2008) 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.

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 (Johnson, 2008). En avril 2006, autant à la Douma qu'à l'occasion de plusieurs discours officiels du gouvernement russe et même de Vladimir 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 Md\$ 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 (Bowles et Wang, 2008). 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 à 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.

La Chine ne cache pas son aspiration à jouer un rôle de leader régional, en Asie, notamment dans le domaine monétaire ou financier (Bowles et Wang, 2008). 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. Entre-temps, la Chine maintient sa politique très graduelle de réforme sur tous les plans et évite tout changement à risque. C'est ce qui explique le *statu quo* en matière de monnaies de réserve, malgré, sans doute, une légère progression de la part de l'euro. Car un désengagement significatif vis-à-vis du dollar de la part du premier détenteur de réserves du monde, avec près de 1 528 Md\$ fin 2007, s'apparente à une « option nucléaire », de caractère systémique, qui ne correspond ni à la pratique, ni aux intérêts des autorités chinoises. Mais l'on reparlera du statut international du renminbi, sans doute dans plusieurs décennies...

S'ajoutant aux hésitations européennes quant à l'affirmation d'une ambition internationale pour l'euro, les visées à moyen ou à long terme du Japon, de la Russie ou de la Chine, en ce qui concerne l'extension des fonctions régionales de leur monnaie, 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 resurgir et le scénario d'une fragmentation de l'espace monétaire mondial a aujourd'hui beaucoup d'adeptes parmi les

économistes ou les politologues (Cohen, 2008 ; Kirshner, 2008 ; Posen, 2008 ; 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 États-Unis (Cohen, 2008 ; 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 (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 États-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.

BIBLIOGRAPHIE

- ALOGOSKOUFIS G. et PORTES R. (1997), « The Euro, the Dollar and the International Monetary System », in Masson P., Krueger T. et Turtelboom B. (éd.), *EMU and the International System*, FMI, Washington.
- ARTUS P. (2008), « D'où venait le rôle dominant des États-Unis ? », *Natixis, Flash*, n° 501, 3 novembre.
- BCE (2008), *The International Role of the Euro*, Francfort, juillet.
- BERGSTEN F. (1997), « The Impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation », in Masson P., Krueger T. et Turtelboom B. (éd.), *EMU and the International System*, FMI, Washington.
- BOWLES P. et WANG B. (2008), « The Rocky Road Ahead : China, the United States and the Future of the Dollar », *Review of International Political Economy*, vol. 15, n° 3, août.
- CARTAPANIS A. (2006), « Pour une politique de change contracyclique de l'euro », in *L'Europe et les États-Unis : au-delà des idées convenues*, Le Cercle des économistes, Paris : Descartes & Cie.
- CARTAPANIS A. (2009), « Après la crise financière, quelle mondialisation ? », in *Fin de monde ou sortie de crise ?*, Le Cercle des économistes, Paris : Perrin.
- CHINN M. et FRANKEL J. (2005), « Why the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency ? », texte préparé pour une conférence du NBER sur « G7 Current Account Imbalances : Sustainability and Adjustment », Newport, 1-2 juin.
- CHINN M. et FRANKEL J. (2008), « Why the Euro Will Rival the Dollar », *International Finance*, vol. 11, n° 1.
- COHEN B. (2008), « Dollar Dominance, Euro Aspirations : Recipe for Discord ? », texte préparé pour le Tokyo Club Foundation for Global Studies, conférence sur « The Global Monetary and Financial System and Governance », Tokyo, 11 au 12 novembre.
- COHEN B. (2008), « Toward a Leaderless Currency System », University of California, Santa Barbara, *Working Paper*, révisé, janvier.
- COHEN B. et SUBACCHI P. (2008), « Is the Euro Ready for Prime Time ? », *Chatam House Briefing Paper*, n° 08/03, juillet.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2008), *EMU@10, Successes and Challenges after Ten Years of Economic and Monetary Union*, Bruxelles.
- CREEL J. et al. (2008), « La zone euro : une enfance difficile », *Lettre de l'OFCE*, n° 304, 22 décembre.
- DOOLEY M., FOLKERTS-LANDAU D. et GARBER P. (2003), « An Essay on the Revived Bretton Woods System », *NBER Working Paper Series*, n° 9971, septembre.
- DOOLEY M., FOLKERTS-LANDAU D. et GARBER P. (2004), « The Revived Bretton Woods System : the Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries », *NBER Working Paper Series*, n° 10332, mars.
- DOOLEY M., FOLKERTS-LANDAU D. et GARBER P. (2006), « Life on the Tri-Polar Sphere : How Should Interest and Exchange Rates Realign Next ? », 17th Annual East Asian Seminar on Economics, International Financial Issues Around the Pacific Rim, 22 au 24 juin.
- GILPIN R. (1987), *The Political Economy of International Relations*, Princeton : Princeton University Press.
- HELLEINER E. (2008), « Political Determinants of International Currencies : What Future for the US Dollar ? », *Review of International Political Economy*, vol. 15, n° 3, août.
- JOHNSON J. (2008), « Forbidden Fruit : Russia's Uneasy Relationship with the US Dollar », *Review of International Political Economy*, n° 15, n° 3, août.
- KATADA S. (2008), « From a Supporter to a Challenger ? Japan's Currency Leadership in Dollar-Dominated East Asia », *Review of International Political Economy*, vol. 15, n° 3, août.
- KINDLEBERGER C. (1970), *Power and Money : the Politics of International Economics and the Economics of International Politics*, New York : Basic Books.
- KINDLEBERGER C. (1973), *The World in Depression, 1929-1939*, Berkeley : University of California Press.
- KIRSHNER J. (2003), « Money Is Politics », *Review of International Political Economy*, vol. 10, n° 4, novembre.
- KIRSHNER J. (2008), « Dollar Primacy and American Power : What's at Stake ? », *Review of International Political Economy*, vol. 10, n° 4, août.

- KRUGMAN P. (1984), « The International Role of the Dollar : Theory and Prospect », in Bilson J. et Marston R. (éd.), *Exchange Rate Theory and Practice*, Chicago : University of Chicago Press.
- LIM E.-G. (2006), « The Euro's Challenges to the Dollar : Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and other Data », *IMF Working Paper*, WP/06/153, juin.
- McNAMARA K. (2008), « A Rivalry in the Making ? The Euro and International Monetary Power », *Review of International Political Economy*, vol. 15, n° 3, août.
- MUNDELL R. (2000), « The Euro and Stability of the International Monetary System », in Mundell R., Cleese A. (éd.), *The Euro as a Stabilizer in the International Economic System*, Boston : Kluwer Academic Press.
- PAPADEMOS L. (2006), « The Global Importance of the Euro », remarques au Frankfurt European Banking Congress 2006, Francfort, 17 novembre.
- PAPAIIOANNOU E. et PORTES R. (2008), « The International Role of the Euro : a Status Report », *European Economy, Economics Papers*, vol. 317, avril.
- POSEN A. (2008), « Why the Euro Will Not Rival the Dollar », *International Finance*, vol. 11, n° 1.
- ROGOFF K. (2008), « Good Bye to the Dollar ? », Project Syndicate, novembre.
- SMAGHI L. (2008), « The Internationalization of Currencies. A Central Banking Perspective », discours prononcé lors de la conférence sur « The Euro at 10 : the Next Global Currency ? », Peterson Institute of International Economics and Bruegel, Washington, 10 octobre.
- STRANGE S. (1970), « The Politics of International Currencies », *World Politics*, vol. 23, n° 2.
- SUMMERS L. (2004), « The United States and the Global Adjustment Process », discours prononcé à l'Institute for International Economics, mars.
- TRUMAN E. et WONG A. (2006), « The Case for an International Reserve Diversification Standard », Institute for International Economics, *Working Paper*, n° 06-2, Washington.