



L'euro dans l'histoire du système monétaire international

Le système monétaire international a connu une alternance de cohabitation de plusieurs monnaies, comme le dollar et la livre sterling dans les années 1920, et de monnaies dominantes, comme le dollar depuis 1945. Malgré le choix politique de ne pas pousser à l'internationalisation de l'euro et le recul engendré par la crise de 2008, la monnaie unique est désormais en deuxième position dans le système monétaire international : l'euro reste nettement devant les monnaies classées après lui, mais relativement loin derrière le dollar américain. Aujourd'hui, l'internationalisation du renminbi demeure en effet limitée par le contrôle du compte de capital chinois. Si les crises ont confirmé la prééminence du dollar, les politiques menées par les États-Unis et les évolutions technologiques pourraient constituer une opportunité de développement pour l'euro si, toutefois, des politiques adaptées pour garantir la résilience de la zone euro sont mises en œuvre.

Véronique GENRE, Rémy LECAT et Clément MARSILLI
Direction des Politiques européennes et multilatérales
Banque de France

Codes JEL
E42, F31,
F4, G15,
N24

1973

disparition du système de Bretton Woods

1978

création du système monétaire européen

1999

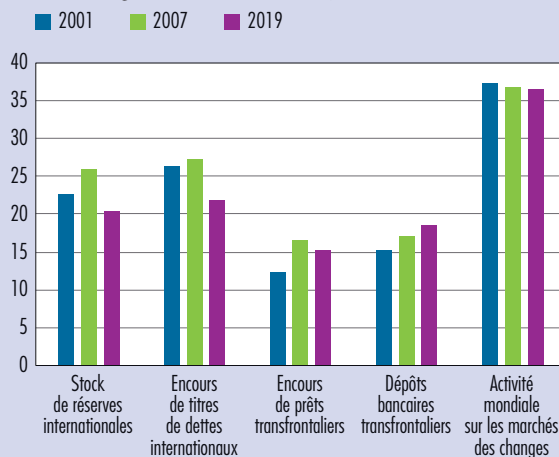
adoption de l'euro scriptural par 11 États membres de l'Union européenne

19 pays

ont pour monnaie l'euro en 2020 et 25 pays ont ancré leur monnaie sur l'euro

Internationalisation de l'euro

(poids en % du total mondial des encours/des flux ; à taux de change constants, 2019 T4)



Source : BCE, *The International Role of the Euro* (2020).



L'euro est une jeune monnaie dans le système monétaire international (SMI). Il possède de nombreux atouts pour être une monnaie internationale : la zone euro est une zone économique de premier ordre ; c'est une économie qui, du moins jusqu'à la crise du Covid-19, se voulait résolument ouverte financièrement et commercialement ; l'Eurosystème garantit la stabilité macroéconomique et financière.

Néanmoins, les effets de réseau et d'inertie sont souvent mis en avant pour expliquer la dynamique des monnaies internationales. Les effets de réseau, comme pour les standards informatiques, mettent en évidence qu'un nombre important d'utilisateurs facilite la circulation d'une monnaie et réduisent les coûts de transaction. Ces effets de réseau créent à leur tour une inertie, une monnaie dominante ayant tendance à conserver son statut.

L'histoire du SMI peut ainsi nous éclairer sur les perspectives de l'euro, l'importance des effets de réseau et d'inertie. On constate ainsi que de nombreuses périodes ont été marquées par la cohabitation de plusieurs monnaies internationales, ce qui nous enseigne que les effets de réseau ne conduisent pas à la domination totale d'une seule monnaie, et que l'essor du dollar, une fois que des politiques appropriées ont été mises en place, a été rapide, montrant par là les limites des effets d'inertie. Les technologies modernes des transactions électroniques peuvent plus encore réduire ces effets, en permettant de basculer aisément d'une monnaie à l'autre.

Dans le contexte d'une politique de neutralité face à son rôle international, l'euro a connu un développement important en tant que monnaie internationale, le plaçant en deuxième position dans le SMI. Il n'en reste pas moins que sa place reste très en deçà de celle du dollar.

Aujourd'hui, l'avenir de l'euro comme monnaie internationale doit se lire dans le nouveau contexte de la politique d'internationalisation du renminbi, du déclin relatif de la taille économique de la zone euro et de l'analyse des deux crises récentes, celles de 2008 et celle du Covid-19.

1. Le système monétaire international a connu une alternance de domination d'une monnaie et de cohabitation de plusieurs monnaies

Avant la Seconde Guerre mondiale, le SMI a connu deux périodes de cohabitation de plusieurs monnaies internationales, l'une avant la Première Guerre mondiale, particulièrement stable, et l'autre dans l'entre-deux-guerres, beaucoup plus instable.

Après une période de domination du sterling au cours du XIX^e siècle, dans le cadre d'un système d'étalon-or, le franc français et le deutsche mark ont coexisté en tant que monnaies internationales aux côtés du sterling. À cette période, compte tenu des coûts de gestion de l'or, les banques centrales ont en effet diversifié leurs réserves vers des monnaies convertibles en or. Leur essor commercial et des facteurs diplomatiques ont permis à l'Allemagne et à la France de développer l'internationalisation de leurs monnaies. En 1913, le sterling concentre certes 48 % des réserves connues, mais le franc compte pour 31 % et le mark pour 15 % (Lindert, 1969).

Après la Première Guerre mondiale, la domination du sterling est rapidement remise en question par l'essor du dollar. L'économie des États-Unis a rattrapé celle du Royaume-Uni dès le milieu du XIX^e siècle pour ce qui est du PIB, mais en l'absence de banque centrale garantissant la liquidité du dollar, cette monnaie n'a pas acquis de statut international avant la Première Guerre mondiale. Cette situation change avec le *Federal Reserve Act* en 1913. Le dollar se développe dans les années 1920 comme monnaie de réserve, de transaction et d'émission d'emprunts en devises, notamment par le biais d'une politique volontariste de la Réserve fédérale (Fed). En tant que monnaie de réserve, il représente ainsi 56 % des réserves mondiales en 1929 contre 41 % pour le sterling (Eichengreen *et al.*, 2018). La gestion active des crédits à l'export par la Fed permet une expansion rapide du rôle du dollar en tant que monnaie de transaction internationale, à partir d'une situation de domination quasi complète du sterling en 1912 (Eichengreen et Flandreau, 2010). Le dollar développe son rôle en tant que devise d'émission de dette internationale, notamment par la France. Avec la crise de 1929, entraînant la quasi-disparition des réserves en devises étrangères, le rôle du dollar dans ses différentes



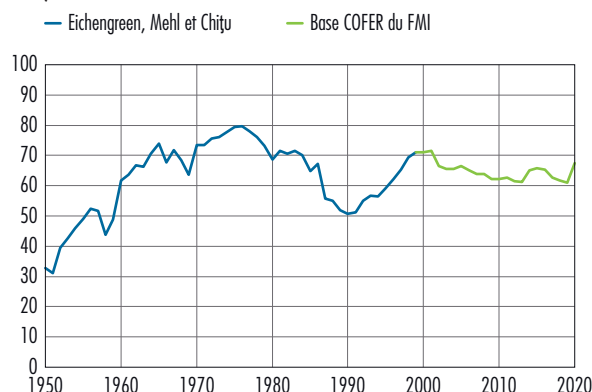
dimensions tend à reculer, tandis que le sterling, grâce à l'appui du *Commonwealth*, conserve son statut. Le dollar et le sterling ont néanmoins cohabité en tant que monnaies internationales pendant une dizaine d'années et l'expansion du dollar a été particulièrement rapide, témoignant que les effets d'inertie dans le SMI peuvent être relativement limités. Ceux-ci ont en effet été largement compensés par une politique de gestion active comme pour les crédits à l'export américains, une économie de grande taille et l'approfondissement des marchés financiers américains.

Après la Seconde Guerre mondiale, le sterling perd rapidement sa place de monnaie dominante au profit du dollar. L'économie de guerre et le *Commonwealth*, ont certes conforté le rôle international du sterling qui représente en 1945 plus de 80% des réserves. Mais l'affaiblissement de l'économie britannique, et surtout le système de Bretton Woods, placent *de facto* puis *de jure* le dollar dans une situation dominante pendant toute la période d'après-guerre. Le système de Bretton Woods vise à corriger les défauts majeurs du système de l'entre-deux-guerres : dévaluations compétitives et protectionnisme, flux de capitaux désordonnés et taux de change instable (Bordo, 2017). Il instaure des taux de change fixes mais ajustables ainsi que la convertibilité or du seul dollar (à 35 dollars l'once) et crée le Fonds monétaire international (FMI) afin de fournir la liquidité nécessaire en cas de crise temporaire de balance des paiements.

Le fonctionnement du système a reposé sur le maintien du contrôle des capitaux et une croissance forte limitant les conflits de répartition de la valeur ajoutée. Il est arrivé à un point de rupture avec les politiques monétaires et budgétaires expansionnistes, et la vague d'inflation américaine des années 1960 (Bordo et Eichengreen, 2008). Robert Triffin (1960) a mis en évidence le dilemme sur lequel était fondé le système : pour financer la croissance du commerce mondial, les États-Unis devaient fournir la liquidité nécessaire par un déficit de balance des paiements croissant, qui augmentait la dette extérieure américaine au-delà de la valeur de son stock d'or. Quand la dette extérieure américaine officielle a excédé son stock d'or en 1964, la confiance dans la convertibilité de la devise américaine s'est érodée, jusqu'à la suspension de sa convertibilité-or en 1971, puis à la disparition du système de changes fixes en 1973.

G1 Part du dollar dans les réserves de change mondiales

(en %)



Source : Eichengreen *et al.* (2018) ; base COFER du FMI.

La fin du système de Bretton Woods n'a pas marqué la fin de la domination du dollar, bien au contraire. En effet, ni l'Allemagne (cf. section 2) ni le Japon n'ont souhaité donner une dimension internationale de grande ampleur à leur monnaie. Le Japon, deuxième économie mondiale au début des années 1980, n'a libéralisé son compte de capital et promu le yen que tardivement, alors même que la crise financière le touchait. Dans ces conditions, le dollar était à l'arrivée de l'euro en 1999 la première monnaie internationale dans tous ses usages (cf. graphique 1 pour son rôle en tant que monnaie de réserve).

2. L'arrivée de l'euro

L'annonce de la fermeture du guichet de l'or de la Réserve fédérale en août 1971 est un choc d'autant plus considérable qu'elle s'effectue sans préparation et contrevient aux règles du FMI et des Accords généraux sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT en anglais) en vigueur. Mis devant le fait accompli, les Européens, dont les monnaies flottent désormais librement, cherchent rapidement à recréer les conditions de Bretton Woods. C'est de ce sursaut européen que naîtra l'euro.

Le 22 mars 1972, les Européens créent le Serpent monétaire européen, un système ayant pour but de maintenir des rapports quasi fixes (avec une variation maximale de $\pm 2,25\%$) entre les monnaies des pays signataires afin de faciliter les échanges commerciaux. Mais les années 1970 sont tumultueuses (crise pétrolière, faiblesse du dollar) et les divergences économiques



et politiques sont telles que la plupart des membres du serpent ne parviennent pas à défendre leur taux de change.

En 1978, le système monétaire européen (SME) succède au Serpent monétaire européen. L'idée est la même, mais le système est plus souple et introduit une nouvelle unité de compte, l'ECU (*European Currency Unit*), définie comme un panier moyen pondéré des différentes monnaies européennes et servant de cours pivot de référence.

Le SME résiste plutôt bien au second choc pétrolier de 1979. Il facilite la lutte européenne contre l'inflation et provoque un rapprochement des politiques économiques européennes. Cependant, son intérêt à moyen terme s'avère relativement limité par rapport aux possibilités d'une monnaie unique. Aussi, à partir de janvier 1999, le SME fait place à la monnaie unique, l'euro, et le taux de change des « anciennes » monnaies nationales est fixé de manière irrévocable.

La position implicite de neutralité sur l'internationalisation de l'euro : un choix de prudence

La création de la monnaie unique vise deux objectifs. Le premier est de compléter le marché unique. En évitant le risque de change et les dévaluations compétitives, une monnaie commune facilite les échanges et aplanit les règles du jeu entre partenaires commerciaux. L'autre objectif, plus symbolique, vise la dynamique d'intégration pensée par les pères fondateurs de l'Europe, conduisant vers une union politique. Cette dynamique n'est pas sans rappeler celle de l'unité allemande qui s'est faite rapidement au XIX^e siècle avec un déroulé semblable (union d'abord monétaire, puis économique, enfin politique).

Bien que le projet de monnaie unique ne soit pas né d'une volonté allemande, le compromis politique ayant présidé à la création de l'euro a abouti à ce que la BCE soit largement calquée sur la Bundesbank. Cela tient, en grande partie, au fait que le travail préparatoire visant à dessiner la BCE a été mené par le Comité des gouverneurs des banques centrales des États membres de la Communauté économique européenne (CEE), où les thèses fédéralistes européennes se sont accommodées des principes ordolibéraux de la banque centrale dominante (Le Héron, 2015).

Dans son discours inaugural du 14 janvier 1999, Wim Duisenberg, le premier président de la BCE, annonce : « *L'Eurosystème acceptera le développement du rôle international de l'euro comme l'expression du jeu des forces du marché* ». Cette position de neutralité prudente quant aux ambitions internationales de la jeune monnaie reflète un compromis entre deux visions : celle des promoteurs d'une internationalisation géopolitique de la monnaie unique et celle des partisans de laisser jouer les forces de marché, car préoccupés, comme les Allemands, par les coûts potentiels de cette internationalisation.

Ces réticences se fondent essentiellement sur l'expérience malheureuse du deutsche mark au début des années 1970. Au moment de l'effondrement du système de Bretton Woods, la devise allemande avait attiré, malgré elle, un afflux de capitaux si massif que les autorités allemandes s'étaient vu contraintes d'introduire en toute urgence des mesures de contrôle des capitaux pour freiner une appréciation pénalisante pour les entreprises exportatrices du pays, position tout à fait contraire à leurs conceptions traditionnelles. Cette expérience influence fortement la position des pionniers de la BCE, qui reprennent à leur compte ce principe : « *la poursuite d'un objectif de taux de change n'est pas souhaitable pour la BCE, car cela limiterait considérablement sa capacité à poursuivre son objectif principal de maintien de la stabilité des prix [...]. En outre, cela pourrait devenir une source d'aléa moral, dans la mesure où les acteurs de marché pourraient ne plus couvrir leurs positions* » (Hartmann et Issing, 2002).

Le choix de la neutralité est donc fait, ce qui laisse les opérateurs de marché déterminer le rôle international de l'euro : « *L'internationalisation de l'euro n'étant pas un objectif politique, elle ne sera ni encouragée ni entravée par l'Eurosystème* » (BCE, 1999). À l'époque, une position univoque est de toute façon jugée peu opportune compte tenu de l'aspect novateur de l'euro et des risques spéculatifs qu'il pourrait susciter. Il s'agit d'un choix de prudence compte tenu des incertitudes sur le succès de la monnaie unique auprès des investisseurs. Cependant, la BCE suivra de près les développements du rôle international de l'euro, publiant chaque année un rapport sur ce thème depuis 1999.



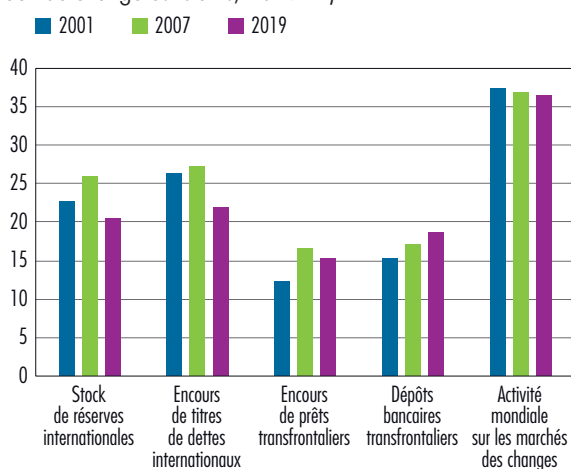
Les premières années de l'euro : une percée inégale

Au cours des premières années, l'essor du statut international de la jeune monnaie a été significatif, sans pour autant assurer à l'euro une place prééminente. L'euro a pourtant des atouts incontestables : l'importance donnée à la stabilité des prix dans la zone euro fait de la monnaie européenne un ancrage fiable et efficace pour les pays tiers. La zone euro est plus peuplée que les États-Unis et comparable en matière de PIB. Enfin, l'euro offre une opportunité de placement intéressante face au dollar pour beaucoup d'investisseurs.

D'ailleurs, comme nous l'avons rappelé dans le premier article de ce dossier ¹, l'euro accède rapidement au second rang des grandes monnaies internationales, sans toutefois parvenir à défier le dollar (Mehl, 2015). Dès 2001, l'euro est choisi comme monnaie de libellé pour presque la moitié des échanges commerciaux avec des pays hors zone euro, 26 % des encours d'obligations internationales, 12,5 % des prêts, 15,5 % des dépôts bancaires transfrontaliers hors zone euros et 23 % des réserves mondiales de changes. (cf. graphique 2). La crise financière et la crise de la dette ne modifient pas significativement les rôles respectifs de l'euro et du dollar, même si elles ont tendance à faire reculer temporairement l'euro en matière de présence internationale.

G2 Internationalisation de l'euro

(poids en % du total mondial des encours/des flux ; à taux de change constants, 2019 T4)



Source : BCE, *The International Role of the Euro* (2020).

Au final, l'euro ne s'impose pas comme une monnaie mondiale, mais plutôt comme une monnaie de diversification pour les investisseurs internationaux, et comme une monnaie régionale de transaction et d'endettement pour les pays voisins.

Peu de temps après sa création, l'euro a en effet rapidement été utilisé de façon significative et croissante dans les régions voisines, d'abord comme monnaie de transaction, puis sur les marchés de titres et de prêts transfrontaliers. Certains pays de la région ont fait des choix radicaux en utilisant l'euro soit comme monnaie officielle, soit *de facto*. L'adoption unilatérale officielle de l'euro (qualifiée parfois d'euroïsation) a d'ailleurs pu contribuer à une stabilisation macroéconomique rapide après une grave crise politique ou économique, dans des territoires comme le Kosovo ou le Monténégro (Desécures et Pouvelle, 2007). Aujourd'hui, en Europe centrale, de l'Est ou du Sud-Est, une part significative des dépôts bancaires est en euros (51 % en Croatie, près de 30 % en Bulgarie et en Roumanie, 16 % en Hongrie et 8 % en Pologne) et la proportion de prêts libellés en euros est à peu près comparable (BCE, 2019). Enfin, la demande fiduciaire hors zone euro n'a cessé de progresser depuis 2001, pour se stabiliser autour de 170 milliards d'euros cumulés depuis quelques années. Selon une enquête de la Banque d'Autriche conduite en 2018, 36 % des individus interrogés dans les pays d'Europe centrale, de l'Est et du Sud-Est déclaraient détenir des euros.

Tout au long de la vie de la jeune monnaie, de nombreux auteurs se sont penchés sur les raisons de ce rôle de seconde monnaie du SMI, nettement devant les autres monnaies mais loin derrière le dollar (cf. dans ce même *Bulletin* : « Pourquoi et comment développer le rôle international de l'euro ? », Bussière *et al.*, juin 2020). Une raison fondamentale tient à l'absence d'un budget commun et donc de l'équivalent européen des *Treasury Bonds* américains, un actif sûr, doté d'un marché profond et liquide particulièrement attractif pour les investisseurs. L'union économique et monétaire reste marquée par une forte différence entre d'un côté une politique monétaire et de supervision bancaire intégrées, de l'autre des politiques économiques menées au niveau décentralisé par les États. La crise financière de 2008 et la crise

¹ Goulard (S.), « Le rôle international de l'euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 229/5, mai-juin 2020.



de la dette souveraine ont mis à nu ces vulnérabilités institutionnelles et ont donné lieu à un ensemble de réformes : Mécanisme européen de stabilité (MES) en 2012, Union bancaire en 2014 ou projet d'union des marchés de capitaux². Ce dernier projet, toujours en cours, montre d'ailleurs à quel point la zone euro n'a pas su développer de marché des capitaux intégré ni de centre financier équivalent à ceux de Londres ou de New York, si bien que la rareté des titres, qui se fait sentir sur le segment des marchés souverains, se retrouve aussi sur les marchés d'émissions obligataires privées et sur les marchés d'actions. Toutes ces raisons expliquent les difficultés de l'euro à prendre son envol international.

La crise sanitaire liée au coronavirus intervient alors que l'Union économique et monétaire est encore largement au milieu du gué. Certains auteurs suggèrent que l'influence géopolitique déclinante de l'Europe défavorise le rôle international de l'euro, d'autant plus que, dans un monde où le futur de la finance est intimement lié à celui des nouvelles technologies, le retard européen dans ce domaine comparé à la Chine ou aux États-Unis crée une nouvelle contrainte (Ilzetzki *et al.*, 2020).

3. Les évolutions récentes du SMI : ambition d'internationalisation du renminbi et système multipolaire

Une internationalisation très progressive du renminbi

Depuis le début de la décennie, l'utilisation accrue du renminbi en dehors des frontières de la Chine marque une véritable évolution, sans entraîner pour le moment un bouleversement du système en place. L'internationalisation du renminbi répond à la fois à des objectifs commerciaux et stratégiques pour les autorités chinoises. C'est un processus long, qui appelle à une transformation en profondeur d'un système financier encore très rigide. La libéralisation du compte de capital chinois, nécessaire à l'utilisation du renminbi par des non-résidents, est très progressive car émaillée depuis 2015 d'importantes sorties de capitaux et d'une volatilité accrue du taux de

change, auxquelles les acteurs économiques n'étaient sans doute pas préparés.

Entre 2010 et 2014, diverses réformes (les cadres QFII, pour « investisseurs institutionnels étrangers qualifiés », et QDII, pour « investisseurs institutionnels nationaux qualifiés ») ont permis à la Chine d'enregistrer des entrées nettes de capitaux privés. Ces dernières ont exercé une forte pression à la hausse sur le renminbi et entraîné une accumulation importante de réserves de change (jusqu'à 3 800 milliards de dollars en 2014, soit 40% du PIB). Toutefois, les turbulences boursières, suite à l'éclatement de multiples bulles spéculatives de « néo-investisseurs », ainsi que les craintes grandissantes d'un « *hard landing* » de la croissance économique, ont inversé les pressions sur la devise. Dans ce contexte, la décision totalement inattendue de la Banque populaire de Chine de flexibiliser le change, via un nouveau mécanisme d'ajustement, a conduit à une dévaluation historique du renminbi, et a accéléré les sorties de capitaux des résidents. De 2015 à 2017, en dépit de l'utilisation d'un quart des réserves de change, le renminbi s'est déprécié d'environ 15%, et environ 1 000 milliards de dollars de capitaux privés ont quitté la Chine, principalement des flux bancaires. Les autorités ont réagi en suspendant le processus de libéralisation du compte de capital, durcissant les mesures de contrôle de capitaux. La libéralisation du change avait toutefois conduit le FMI à intégrer le renminbi au panier de devises du DTS³ en novembre 2015. Lorsque les conditions se sont à nouveau stabilisées fin 2017, les autorités ont légèrement assoupli leur régulation afin notamment de permettre des investissements étrangers plus importants. Si le déficit du compte financier s'est depuis nettement résorbé, les flux sortants restent conséquents, en particulier lors des épisodes de stress, comme cela fut le cas en 2018 et 2019 lors du conflit commercial avec les États-Unis.

De manière générale, en dépit de la reconnaissance internationale de la devise chinoise qu'a constituée la décision du FMI en 2015, l'utilisation du renminbi au niveau mondial reste anecdotique (environ 2% des paiements d'après SWIFT, et 2% des réserves de change

² Bussière (M.), Lecat (R.) et Vidon (É.), « Pourquoi et comment développer le rôle international de l'euro? », *Bulletin de la Banque de France* n° 229/7, mai-juin 2020.

³ Ainsi, depuis 2016, la valeur du DTS repose sur un panier de cinq devises selon les pondérations suivantes : le dollar américain (41,73%), l'euro (30,93%), le renminbi (10,92%), le yen (8,33%) et la livre sterling (8,09%).



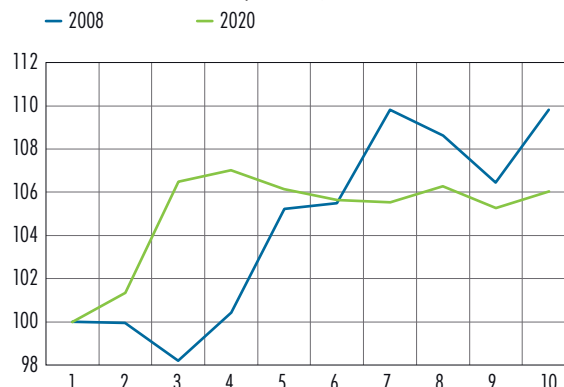
selon la base Cofer du FMI). Toutefois, au-delà de ces aspects financiers, la volonté d'internationalisation du renminbi demeure, et la stratégie de développement est envisagée de manière politique. La multiplication des accords bilatéraux de lignes de *swaps*, et les nombreux investissements stratégiques à l'étranger dans le cadre des nouvelles routes de la soie (*Belt and Road Initiative*) permettent à la Chine d'être désormais perçue par certains pays comme un éventuel recours en cas de tensions financières (nombreuses « obligations panda » en Argentine, prêt au Pakistan dans le cadre du dernier programme du FMI, récents accords de *swaps* avec des pays africains).

Le dollar au centre du système monétaire international ?

Le dollar tend à conforter sa position de monnaie dominante dans les années 2000 et 2010, à peine érodée par la progression de l'euro. La mondialisation a donné lieu à l'émergence de nouveaux acteurs du commerce international au premier rang desquels la Chine et à la généralisation des chaînes de valeur. Ces pays tendent à dégager des excédents des paiements courants, libellés en grande partie en dollars à la fois par le secteur officiel (réserves notamment) et par le secteur privé. Cette demande d'actifs sûrs en dollars croît avec la taille des pays émergents et génère un nouveau dilemme de Triffin (cf. Bussière *et al.*, 2020). Au-delà de cette demande d'actifs sûrs, le dollar est largement utilisé dans les transactions internationales, en raison de l'existence, d'une part, d'indices de référence libellés en dollars, notamment sur le marché du pétrole, et, d'autre part, de chaînes de valeur en dollars, comme dans l'aéronautique⁴. Cette place dans les transactions internationales génère une forte activité sur les marchés des changes, au comptant ou en couverture. Les échanges entre deux devises passent ainsi souvent par le dollar en raison de sa liquidité. Une opération de change euro – franc suisse peut ainsi être effectuée en deux temps (« triangulation ») : d'abord euro contre dollar, puis dollar contre franc suisse. Enfin, l'usage du dollar comme monnaie de transaction et unité de compte génère un besoin de dollar comme monnaie de réserve. Le dollar représente ainsi plus de 60% des réserves de change

G3 Taux de change effectif nominal du dollar américain durant les crises de 2008 et 2020

(base 100 au début de chaque crise)



Note : En abscisse : nombre de semaines depuis le début de la crise.
Source : Banque des règlements internationaux (BRI).

et de la dette internationale, plus de 50% des prêts et des dépôts internationaux, plus de 40% de la valeur des transactions sur le marché des changes et de la valeur des paiements selon SWIFT⁵.

La position dominante du dollar a été confortée par la crise de 2008 et celle du Covid-19. Dans les deux cas, le dollar a fait office de valeur refuge dans les turbulences mondiales, ce que montre son appréciation (cf. graphique 3). Le dollar s'est ainsi apprécié de plus de 10% dans les dix semaines qui ont suivi la faillite de Lehman Brothers et de 6% depuis début mars 2020, en termes effectifs nominaux. Ceci est un témoignage d'autant plus fort de la position du dollar que l'économie des États-Unis était dans les deux cas particulièrement touchée, en 2008 par la crise financière dont elle était l'origine et en 2020 par la crise sanitaire et économique liée au Covid-19. Cette position a été confortée de façon cruciale par les actions de la Fed, qui ont assuré la liquidité internationale en dollars. En effet, lors des deux crises, la Fed a mis en place des *swaps* de change avec les grandes banques centrales, y compris de pays émergents : pendant la crise du Covid-19, qui a donné lieu à des tensions particulières sur le financement en dollars, ces *swaps*, dont certains avaient été mis en place lors de la précédente crise, couvrent la BCE et les banques centrales du Canada, d'Angleterre, du Japon, de Suisse, d'Australie, du Brésil, du Danemark, de Corée du Sud,

⁴ Les consultations de la Commission européenne sur l'utilisation de l'euro dans ces secteurs ont bien mis en évidence ces facteurs.

⁵ *The International role of the euro*, BCE (2019).



du Mexique, de Nouvelle Zélande, de Norvège, de Singapour et de Suède. Ces accords avaient été mobilisés à hauteur de près de 600 milliards de dollars en 2008-2009, ils l'ont été pour près de 450 milliards lors de la crise actuelle. En complément de ces *swaps*, la Fed a mis en place des opérations de *repo* ouvertes aux banques centrales détentrices d'un compte à la Réserve fédérale de New York (*FIMA Repo Facility*), leur permettant d'échanger leurs bons du Trésor américain contre des dollars à très court terme.

Néanmoins, l'orientation de la politique étrangère et commerciale américaine ne va pas dans le sens d'un soutien au rôle international du dollar. D'une part, la politique protectionniste menée par le gouvernement Trump tend à limiter l'ouverture commerciale des États-Unis, qui est un des déterminants essentiels du rôle international d'une monnaie. D'autre part, l'usage de sanctions ou de règles de conformité extraterritoriales,

en partie assises sur le rôle du dollar, a conduit certaines banques centrales à une diversification de leurs réserves de change, notamment vers l'euro. La crise du Covid-19 pourrait bouleverser certains des facteurs qui assoient le rôle du dollar, comme l'importance des chaînes de valeur en dollars. Enfin, les évolutions technologiques réduisent le bénéfice des effets de réseau et permettent de réduire les coûts liés à l'utilisation de plusieurs monnaies pour ses transactions et ses placements. Malgré la baisse probable de son poids relatif dans l'économie mondiale, la zone euro peut donc faire valoir son attachement au multilatéralisme et à l'ouverture commerciale et financière de son économie, pour développer le rôle international de l'euro. Ces facteurs peuvent conduire à faciliter le passage à un système monétaire international plus diversifié, multipolaire. Cela requiert cependant des politiques adaptées (voir aussi dans ce *Bulletin* « Pourquoi et comment développer le rôle international de l'euro? », Bussière *et al.*, juin 2020).

Bibliographie

Banque centrale européenne (BCE) (2002)

The International Role of the Euro, août.

BCE (2019)

The International Role of the Euro, juin.

Bénassy-Quéré (A.) et Cœuré (B.) (2010)

« Le rôle international de l'euro : chronique d'une décennie », *Revue d'économie politique*, vol. 120, n° 2, p. 355-377.

Bordo (M. D.) (2017)

« The Operation and Demise of the Bretton Woods System: 1958 to 1971 », *NBER Working Paper (Document de travail, National Bureau of Economic Research)*, n° 23189, février.

Bordo (M. D.) et Eichengreen (B.) (2008)

« Bretton Woods and the Great Inflation », *NBER Working Paper*, n° 14532, décembre.

Bussière (M.), Lecat (R.) et Vidon (É.) (2020)

« Pourquoi et comment développer le rôle international de l'euro? », *Bulletin de la Banque de France*, n° 229/7, mai-juin.

[Télécharger le document](#)

Desécures (M.) et Pouvelle (C.) (2007)

« Les enjeux de l'euroisation dans les régions voisines de la zone euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 160, avril.

[Télécharger le document](#)



Eichengreen (B.) et Flandreau (M.) (2010)

« The Federal Reserve, the Bank of England and the Rise of the Dollar as an International Currency, 1914-1939 », *BIS Working Paper (Document de travail, Banque des règlements internationaux)*, n° 328.

Eichengreen (B.), Mehl (A.) et Chi u (L.) (2018)

How Global Currencies Work: Past, Present, and Future, Princeton University Press.

Goulard (S.) (2020)

« Le rôle international de l'euro », *Bulletin de la Banque de France*, n° 229/5, mai-juin.

[Télécharger le document](#)

Hartmann (P.) et Issing (O.) (2002)

« The International Role of the Euro », *Journal of Policy Modeling*, vol. 24, n° 4, p. 315-345.

Ilzetzki (E.), Reinhart (C.) et Rogoff (K.) (2020)

« Why is the Euro Punching Below its Weight? », *NBER Working Paper*, n° 26760, février.

Lamy (P.), Desmettre (S.) et Busson (H.) (2012)

« Pourquoi l'euro? », *Regards croisés sur l'économie*, n° 11, p. 12-22.

Le Héron (E.) (2015)

« L'euro, une monnaie incomplète : retour sur les ambiguïtés du compromis historique, politique et idéologique lors de la création de la BCE », *Économie et institutions*, n° 22.

Lindert (P. H.) (1969)

Key Currencies and Gold, 1900-1913, Princeton University Press, Department of Economics, « Princeton Studies in International Finance », n° 24.

Mehl (A.) (2015)

« L'euro sur la scène internationale après la crise financière et celle de la dette », *Revue d'économie financière*, vol. 3, n° 119, p. 55-68.

Triffin (R.) (1960)

Gold and the Dollar Crisis, New Haven, Yale University Press.

Éditeur

Banque de France

Directeur de la publication

Gilles Vaysset

Rédaction en chef

Corinne Dauchy
Dominique Rougès

Secrétaires de rédaction

Alexandre Capony,
Cécile Golfier

Réalisation

Studio Création
Direction de la Communication

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

