

LE BINOME EURO-DOLLAR SOUS LE SIGNE DE L'INCERTITUDE

Ana Bal*

Abstract. *Will the Dollar remain the dominant international currency (mainly as a reserve currency)? To answer this question, the paper presents in the first part the opinions of the most prominent experts concerning the determinant factors of an international currency status, in the two sphere of utilization: public and private. The most important are: the magnitude of the economies of emission, the externalities of network, the liquidity of their financial market, the confidence in their stability. Then there follows the evaluations concerning the two international currencies, Dollar and Euro, from these perspectives. Finally, the paper evaluates their role as measure of value, instrument of reserve and instrument of payment in the international economic relations. In the second part, the paper evaluates the recent tendencies of the exchange rate Euro/Dollar (2006-2008) from the point of view of fundamentals. After a period of depreciation, from the middle of the year 2008 until now, the dollar marked an unexpected appreciation towards the euro. But, the global financial and economic crisis increases the incertitude concerning the evolution of the exchange rate euro/dollar. Undoubtedly the two currencies will remain the prominent international currencies and the dollar the main reserve currency. Finally the paper presents Mundell's proposal of stabilization of the binomial euro/dollar.*

Keywords: *international currency, exchange rate, fundamentals, appreciation, depreciation.*

JEL: F31, F33

Le présent article approche le thème de la relation entre l'euro et le dollar premièrement du point de vue de leur importance dans les relations économiques internationales. L'ascension continue de l'euro en tant que monnaie internationale, ayant toutes ses fonctions, est analysée de deux points de vue. Le premier point de vue est celui de l'analyse des facteurs qui déterminent le statut de monnaie internationale, identifiés par quelques-uns des plus importants spécialistes du domaine. La deuxième

approche vise l'analyse de l'évolution du taux de change euro/dollar dans les années 2006-2008 et certaines prévisions concernant sa perspective.

1. Les déterminants de l'euro et du dollar en tant que monnaies internationales

Une monnaie internationale¹ remplit les mêmes fonctions que toute autre monnaie: intermédiaire des échanges, unité de compte (mesure de la valeur)

* Ana Bal is Professor with the Faculty of International Business and Economics, Academy of Economic Studies in Bucharest. E-mail: anabal@rdslink.ro

¹ Une monnaie internationale peut être définie en tant que devise qui est utilisée non pas uniquement par les résidents d'un pays, mais aussi par les non-résidents. La proportion dans laquelle les non-résidents utilisent une devise par rapport à une autre définit son rôle international.

et instrument de réserve. Sur le plan international, on peut distinguer entre l'usage public et celui privé d'une monnaie internationale. Dans le premier cas, son rôle peut être celui de monnaie d'intervention sur les marchés des changes, de monnaie de réserve, ainsi que celui d'ancre pour une monnaie nationale. Dans le deuxième cas, elle joue le rôle de monnaie de facturation, monnaie de cotation, monnaie d'investissement ou bien monnaie de placements financiers. Le rôle international d'une monnaie peut aussi être évalué en fonction de la proportion dans laquelle le taux d'intérêt directrice du pays d'émission et l'évolution de son taux de change influencent l'évolution des taux de change d'autres monnaies.

Les principaux facteurs qui déterminent le statut de monnaie internationale sont, à l'opinion des plus influents spécialistes (Hartmann & Issing, 2001):

- a) la profondeur, la liquidité et l'ouverture des marchés financiers des pays d'émission;
- b) la stabilité de la monnaie et la confiance dans son équilibre futur;
- c) l'ampleur (en tant qu'étendue et volume) des relations économiques internationales de l'économie d'émission;
- d) son usage antérieur (l'effet d'inertie).

Pour détailler, nous allons passer en revue les opinions de quelques-uns des spécialistes les plus renommés dans le domaine (selon Lim, 2006) concernant les facteurs déterminants du statut de monnaie internationale du dollar et de l'euro.

Bergsten et Mundell considèrent que le statut de monnaie internationale est déterminé de manière décisive par deux aspects: *l'amplitude des économies émettrices et l'inclination des opérateurs vers la diversification de leur portefeuille de devises* (en tant qu'instrument de réserve, mais aussi comme moyen d'investissement). Il faut remarquer que la plupart des spécialistes considèrent qu'une monnaie internationale doit s'appuyer sur une économie dominante. McKinnon s'est rallié à ces opinions en affirmant que la dimension de l'économie de la zone euro est même plus importante que son importance politique (celle-ci plus réduite par rapport à celle des États-Unis, vu le manque d'unification politique de l'Union Européenne). À la fin des années '90, Mundell soutenait que l'Euroland sera un géant économique comparable aux États-Unis. Son appréciation a été juste. De cette façon, selon les données fournies par la Commission Européenne, la Banque Centrale Européenne (BCE) et le Fonds Monétaire International (FMI)², la zone euro et les États-Unis ont pesé en 2007 d'un poids relativement égal par rapport au PIB mondial, à savoir 14,6% et, respectivement, 19,7%.

Un autre groupe d'économistes (McKinnon, Kenen, Cooper) ouvre le débat sur un autre aspect important pour le statut de monnaie internationale, à savoir *les externalités de réseau*. Selon ceux-ci, l'existence de marchés financiers bien développés et liquides dans les économies d'origine est décisive pour le positionnement d'une monnaie sur le plan international. Les argumentations sont nuancées en quelque sorte différemment d'un économiste à l'autre.

² <http://www.eurodisigncontest.eu/emu.cfm?lang=enal>.

Ainsi, McKinnon apporte les arguments suivants pour la position solide du dollar en tant que monnaie étalon du Système Monétaire Internationale (SMI), étalon « de papier », selon les commentaires de S. Strange (1997):

a) le dollar est la monnaie utilisée de manière prédominante dans les transactions interbancaires (environ 90%);

b) le dollar est la principale monnaie de facturation dans certaines transactions internationales commerciales:

- transactions de produits de base (pétrole, blé, cuivre), parce que ces produits sont commercialisés sur les marchés globaux et il est plus efficace pour les opérateurs d'utiliser une monnaie avec laquelle tous les participants sont familiarisés;

- transactions de produits industriels, surtout dans les rapports des pays en voie de développement avec les États-Unis et le Japon;

c) le dollar est la principale devise utilisée par les gouvernements afin d'influencer le taux de change sur les marchés de change (parce que c'est plus économique et plus efficace d'intervenir en utilisant une monnaie de facturation);

d) le dollar est la principale devise de réserve (les gouvernements ont l'habitude de garder leurs réserves en monnaie d'intervention).

À son tour, Kenen souligne l'importance des externalités de réseau, en argumentant que pour les pays à monnaies non convertibles il est plus efficace d'utiliser le dollar en tant que monnaie directe de transaction, vu les économies importantes de coûts de transaction, par rapport à la situation où l'on effectue des transactions de change segmentées, en différentes devises.

Pour Cooper, à part l'aspect

central des marchés, ce qui compte premièrement c'est le fait que les États-Unis ont la capacité d'émettre des bons du Trésor très liquides (qui peuvent être vendus et achetés de manière anonyme, 24h/24, dans de gros montants). Ces titres financiers ont eu un risque de liquidité très bas jusqu'à l'actuelle crise financière, étant donné : leur maturité à court terme, le marché secondaire ample et le support de la part de la Fed (à travers les opérations de « open-market »). Cooper souligne, par contraste, qu'un marché similaire pour l'euro aura besoin de décennies à se développer parce que, pour l'instant, le marché monétaire de la zone euro n'est pas un marché homogène (les instruments de dette sont émis par des gouvernements différents et ils s'associent à des primes de risque de liquidité différentes, ainsi qu'à des procédures différentes d'utilisation).

Eichengreen croit pourtant que les externalités de marché ne sont pas tellement importantes. Beaucoup plus important pour lui est *l'effet de diversification* lorsque les dites monnaies internationales jouent aussi le rôle de monnaies de réserve. Dans les conditions actuelles, d'une volatilité plus accrue sur les marchés de change déterminée par les incertitudes apportées par la crise, les opérateurs préfèrent de diversifier leurs portefeuilles de devises pour réduire les risques.

McKinnon ouvre le débat sur un autre aspect important dans l'appréciation du statut du dollar en tant que monnaie internationale, à savoir son rôle *d'ancrage nominale des taux de change*. Il montre que tant que l'économie des États-Unis a été stable (ce qui signifie qu'elle a eu des prix stables), les pays de la zone d'influence du dollar ont choisi d'ancrer leurs monnaies nationales sur le dollar,

pour plusieurs raisons:

- afin de limiter l'impact des fluctuations monétaires sur les marchés internes;
- afin d'éviter les effets adverses des déséquilibres de la balance des paiements externes (tant les débiteurs en dollars, que les créditeurs des États-Unis).

Les liaisons commerciales prépondérantes déroulées par certains pays avec la zone euro les ont déterminés, à leur tour, à ancrer leurs monnaies sur l'euro. Leur nombre est pourtant moindre que celui des pays qui utilisent le dollar dans le même but. Le Fond Monétaire International a estimé en 2007 qu'environ un tiers des pays ayant un ancrage utilisait l'euro (selon La Banque Centrale Européenne environ 40 pays), et deux tiers le dollar.

Ce fait est expliqué par McKinnon par la situation que les pays qui utilisent l'ancrage de leurs monnaies, utiliseront naturellement la monnaie d'ancrage en tant que monnaie d'intervention et, donc, comme monnaie de réserve. La situation actuelle des pays qui ont les plus grandes réserves dans le monde, la Chine (environ 2000 milliards dollars), le Japon (presque 1000 milliards, en 2007, selon les estimations du FMI) confirme empiriquement cette explication. Conséquemment, le déficit du compte courant des États-Unis (environ 850 milliards de dollars en 2007) n'influencera pas de manière décisive le statut du dollar en tant que principale monnaie de réserve. Ainsi, les pays créditeurs continueront à accumuler des réserves dans la monnaie respective (quelque important que soit le déficit du compte courant), afin d'éviter une appréciation significative de leur monnaie. Les pays périphériques qui ont des stratégies de

développement fondées sur la promotion des exportations se confrontent à une situation similaire vu qu'ils désirent protéger leurs parts de marché.

D'autres spécialistes (par exemple, ceux de la Deutsche Bank) pensent cependant que ce déficit important crée pourtant une vulnérabilité du dollar, tant du point de vue de son rôle de monnaie de réserve, que du point de vue de la stabilité de son taux de change.

La consolidation du rôle de l'euro en tant que monnaie de réserve (sa part dans la totalité des réserves officielles a été en 2007 environ 25%, par rapport à celle du dollar, de 65%) sera à l'avenir déterminée tout d'abord par les facteurs suivants (Becker, 2007):

- la faiblesse de l'économie des États-Unis et l'instabilité du dollar;
- les changements survenus dans les régimes monétaires (voir la Chine);
- le penchant croissant des banques centrales vers les investissements et la concentration de plus en plus accentuée de leur intérêt sur l'obtention de revenus à l'aide des réserves officielles.

Le statut de monnaie de réserve de l'euro a ses pour et ses contre. Les avantages de l'euro en tant que monnaie internationale de réserve seraient:

- la capacité d'effectuer des acquisitions à l'étranger en utilisant leur propre monnaie par les membres de la zone euro, où que ce soit dans le monde;
- la capacité des pays de la zone euro de financer leurs déficits externes par leurs monnaies;
- les bénéfices du seigneurage.

Le principal *désavantage* serait le fait que l'obligation de fournir des liquidités peut entraîner des tendances inflationnistes qui peuvent ralentir la croissance économique.

Mais, selon McKinnon, l'euro ne sapera pas la position dominante du dollar en tant que monnaie de réserve, mais il deviendra de plus en plus la monnaie la plus importante dans l'Europe (y compris dans les pays non membres de l'Union Européenne, comme la Grande Bretagne, le Danemark et la Suède). La position du dollar dans le monde ne pourrait être ébranlée que par une inflation majeure aux Etats-Unis, à son avis.

Les perspectives à moyen terme de l'évolution de l'euro comme monnaie internationale polaire sont déterminées de manière décisive par les évolutions suivantes, considèrent la plupart de spécialistes (selon Lim, 2006; Chinn & Frankel, 2005):

- Les réformes structurelles en Europe (l'amélioration des performances économiques, l'intégration des marchés monétaires et de capitaux, l'intégration du marché du travail).
- L'expansion de la zone euro (l'inclusion de la Grande Bretagne pourrait propulser l'euro en tant que première monnaie internationale).
- L'innovation financière (certaines innovations pourraient affaiblir l'importance des externalités de réseau en réduisant les coûts de conversion et ainsi en soutenant l'ascension de l'euro).
- Un management macroéconomique peu inspiré des États-Unis qui nuirait à la crédibilité du dollar (voir aussi la crise financière et économique actuelle).

L'euro est-il préparé à devenir la première monnaie internationale du monde?

Les réponses des spécialistes sont partagées, chaque groupe invoquant certains arguments. De cette manière, les souteneurs montrent que:

- l'euro est devenu dans un temps relative court la deuxième monnaie utilisée comme instrument de paiement dans le commerce international;
- en 2007, l'euro couvrait, à côté du dollar, environ 80% des paiements internationaux (les calculs ont en vue toutes les deux parties des transactions, c'est à dire un total de 200%);
- à partir de 2003 le taux de l'euro a augmenté presque constamment, faisant preuve de stabilité;
- la position du dollar semble fragilisé à cause de la persistance du déficit du compte courant et maintenant, en plus, à cause de la perspective d'un déficit public de plus en plus large (vue l'intervention de l'État pour le sauvetage des institutions financières).

À leur tour, les opposants argumentent leur position de la façon suivante:

- La Banque Centrale Européenne n'a pas comme objectif de soutenir la monnaie;
- Il y a des différences importantes de vision sur la politique de taux de change entre les pays européens, tout comme sur d'autres politiques économiques importantes pour l'évolution de la monnaie (par exemple, celle fiscale);
- Il est improbable que la Banque Centrale Européenne assume le rôle de « prêteur en dernier ressort » sur le plan international, au moins dans la mesure où les États-Unis l'ont assumé à l'occasion des différentes crises financières des années '90 (pour le Mexique, en 1994, ou les pays de l'Asie de l'Est, en 1997).

2. Les déterminants du taux de change euro/dollar

1. *Le taux de change euro/dollar a enregistré une tendance de croissance continue à partir du moment où on a introduit l'euro en tant que monnaie fiduciaire (2002), même si des fluctuations à court terme ont toujours existé pendant toute cette période (voir graphique 1).*

Après la crise de 1997, les pays d'Asie ont accumulé des importantes réserves en dollars, pour faire face à des éventuelles pressions sur le taux de change de leurs monnaies. Contraints de préserver la compétitivité de leurs exports ces pays ont laissé leurs monnaies d'être sous-évaluées dont la suite a été un déséquilibre persistant de la balance commerciale américaine et la maintenance de la surévaluation du dollar. Dans cette situation, la parité euro/dollar a joué le rôle de "soupape" sur les marchés internationaux de change, ce fait expliquant la dimension excessive de l'appréciation de l'euro envers le dollar,

après son entrée en fonction, par rapport aux certains fondamentaux.

Les tableaux ci-dessous montrent les évolutions des fondamentaux pendant la période 1999-2008. Le pouvoir explicatif des "fondamentaux" pour l'évolution du taux de change reste en dispute, il est vrai, mais surtout en long terme ils sont considérés pourtant pertinents, ayant en vue que ces variables reflètent les tendances essentielles de l'économie réelle (Guillochon, 1995).

Les performances comparatives de la zone euro et des États Unis en visages deux catégories des indicateurs: les indicateurs nominaux et les indicateurs réels. Dans le premier groupe on a pris en compte: le taux d'inflation, le déficit public, la dette publique, les coûts unitaires de la main d'œuvre, la balance du compte courant. Parmi les indicateurs réels on a comptabilisé: le taux d'intérêt réel à long terme, le niveau de vie, le niveau de chômage, la productivité du travail.

Tableau 1: Performances nominales dans la période 1999-2008, en moyennes annuelles

	Zone euro	Les États-Unis
Taux d'inflation	2,2	2,8
Coûts unitaires de la main d'œuvre	1,7	2,3
Solde public (en % du PIB)	-1,7	-2,6
Dette publique nette (en % du PIB)	48,4	41,4
Solde du compte courant (en % du PIB)	0,3	-4,9

Source: statistiques de l'OCDE

Tableau 2: Performances réels dans la période 1999-2008, en moyennes annuelles

	Zone euro	Les États-Unis
Taux de croissance du PIB (en %)	2,1	2,6
Taux de croissance du PIB par tête (en%)	1,8	1,3
Taux de chômage (% de la population active)	8,2	5,0
Taux d'intérêt réel en long terme (en%)	2,2	1,9
Taux de croissance de la productivité du travail (en %)	0,8	1,8

Source: statistiques de l'OCDE

II. Une évolution plus stable a connu le taux de change euro/dollar dans la période 2006-2008. *L'appréciation continue de l'euro face au dollar* dès le début de l'année 2006 jusqu'au milieu de 2008 (voir graphique 2) est expliquée par certains spécialistes (Bizimana, 2008) à travers trois évolutions:

a) Les divergences d'évolution des cycles économiques des deux zones;

b) La réaction des marchés monétaires et financiers face à l'évolution des économies des deux monnaies (le pessimisme quant aux États-Unis et l'exubérance quant à la zone euro);

c) La faible amélioration des fondamentaux en zone euro (le solde de la balance de base avec les États-Unis, la dynamique de la productivité, le différentiel de taux d'intérêt et le différentiel de taux d'inflation).

Nous allons détailler toutes ces explications :

a) Dès le début de l'année 2006, les États-Unis ont enregistré une tendance de ralentissement de leur croissance économique, alors que la zone euro a accéléré sa croissance. Conséquemment,

si pendant la période antérieure le différentiel de croissance entre les deux zones a toujours été favorable aux États-Unis, dans cette période il a été du côté de l'euro. En 2007, par exemple, la croissance économique en zone euro a été de 2,6%, alors qu'aux États-Unis elle n'a été que de 2,2%³. Les évolutions du début de l'année 2008 ont montré une tendance d'accentuation des écarts de rythme, le premier trimestre 2008 enregistrant dans les deux zones en question des rythmes de 0,7% et, respectivement, 0,1%, par rapport au trimestre antérieur⁴.

b) Les cotations en bourse sur les marchés financiers des deux zones ont reflété aussi l'évolution des cycles économiques et, en même temps, les attentes des investisseurs. Ainsi, l'indice Euro Stoxx a indiqué une croissance de 60% entre la fin de 2005 et celle de 2007, alors que la croissance enregistrée par S&P 500 n'a été que de 16%. On estime, en même temps, que les investisseurs ont simultanément manifesté une tendance d'évaluation pessimiste du futur de l'économie des États-Unis à court terme par rapport à une tendance d'exubérance excessive quant aux

³ PIB réel, d'après World Economic Outlook, IMF, avril 2008, p. 66, disponible sur <http://www.imf.org/>

⁴ Conjoncture en Europe: analyse de la conjoncture en Europe (économie), 5 mars, 16 mai 2008, disponible sur <http://www.gautiergirard.com/>.

perspectives de croissance en zone euro. Les deux tendances ont entraîné une surappréciation de l'euro face au dollar. De cette façon, beaucoup des spécialistes pensaient qu'en fait le taux de change d'équilibre euro/dollar était au voisinage de 1,25-1,4 par rapport aux fondamentaux et aux niveaux record enregistrés sur les premiers mois de l'année 2008 lorsque le taux était d'environ 1,5-1,6.

c) Dès l'année 2006, la balance de base⁵ bilatérale entre la zone euro et les États-Unis a connu une évolution favorable à la première de ces deux zones. La raison principale a été la réduction des investissements européens aux États-Unis et la croissance des investissements américains en zone euro. Selon les estimations de la BCE, le différentiel de taux d'intérêt (de 4,8% en zone euro et de 4% aux États-Unis, à la fin de 2007) et le différentiel de taux d'inflation (de 2,9% aux États-Unis et, respectivement, 2,1% en zone euro en 2007, mesuré en fonction de l'évolution de l'indice des prix à la consommation IPC) ont expliqué aussi l'appréciation de l'euro face au dollar jusqu'au milieu de 2008.

La majorité des spécialistes pensent que le déclin du dollar était inévitable, la seule question qui pouvait encore se poser étant s'il allait se produire de manière brusque ou lente.

La réduction du déficit commercial, en tant que mesure de réduction de la vulnérabilité économique américaine et du dollar, supposerait une redistribution des dépenses mondiales dans le sens de la réduction des dépenses internes des États-Unis et de la croissance de ses dépenses à l'étranger, apprécie Krugman

(2007). Alors qu'il estime qu'une telle évolution entraînerait une dépréciation réelle du dollar, J. Williamson pense qu'elle pourrait aussi avoir lieu sans une modification du taux réel du dollar.

Le déclin sera lent si les investisseurs étrangers apprécieront que la différence entre le taux de change d'équilibre et le taux de change courant n'est pas significative à long terme.

Le déclin rapide supposerait un manque de perspective de la part des investisseurs étrangers (Krugman, 2007), vu que ce ne sera pas à leur avantage, mais en faveur des États-Unis. Un facteur important d'influence de ce point de vue est représenté par la soutenabilité de la dette. Le taux de change du rapport « dette/PIB » est différent du taux donné par le rapport « déficit du compte courant/PIB ». Les États-Unis tendent à détenir des actifs réels à l'étranger dénommés en euro ou en d'autres monnaies internationales, alors que leurs passifs sont exprimés en dollars. Une éventuelle dépréciation réduirait le taux d'accumulation de la dette dans le PIB. En même temps, elle accroîtrait le rapport « actifs à l'étranger/PIB » (exprimé en dollars), sans augmenter la valeur des passifs. Par conséquent, la dépréciation du dollar diminue la dette externe nette.

D'un autre point de vue, Eichengreen pense que le rapport « dette étrangère nette/PIB » est déterminant pour l'évolution du taux du dollar. Si ce rapport augmente, il finira par saper la confiance dans le dollar et entraînera, donc, le risque d'être engagé dans une spirale inflationniste et de dépréciation continue.

⁵ Celle-ci inclut: le solde du compte de transactions courantes et du compte de capital, ainsi que les flux de capitaux à long terme (investissements directs étrangers et investissements de portefeuille).

Quels seraient les avantages et les inconvénients d'un euro fort à long terme?

D'une part, les avantages d'un euro fort seraient:

- des gains pour les consommateurs (l'appréciation mène à la baisse des prix à l'importation, le pouvoir d'achat des ménages étant donc consolidé de ce point de vue);
- la possible apparition d'un phénomène de « désinflation importée » qui mène à une baisse généralisée des prix;
- la baisse du taux d'intérêt suite à la réduction des tensions inflationnistes et, donc, la stimulation des investissements.

D'autre part, les inconvénients seraient:

- des pertes de parts de marché à l'international suite à l'appréciation, si les exportateurs ne sont pas capables d'accroître la compétitivité des produits autrement que par le prix externe;
- une possible diminution des marges de profit à court terme suite à la tentative de conserver des parts de marché à l'aide d'un prix stable;
- la réduction temporaire des investissements internes due à une éventuelle diminution des marges de profit.

Conclusions

L'accroissement du rôle de l'euro en tant que monnaie internationale munie de toutes ses fonctions est soutenu par la dimension ample de l'économie de la zone euro, par le penchant des investisseurs vers la diversification de leur portefeuille de devises, ainsi que par les vulnérabilités de l'économie des États-Unis et du dollar.

Le dollar continue pourtant à remplir la fonction de monnaie standard du SMI et de première monnaie de réserve grâce aux externalités de réseau dont elle bénéficie, à la dépendance au sentier (l'effet d'inertie) des utilisateurs, mais aussi grâce aux marchés financiers puissants et à haut degré de liquidité des États-Unis.

Le facteur le plus important qui peut décider du rapport entre le dollar et l'euro en tant que monnaies dominantes au plan international semble être l'évolution de l'économie américaine à moyen et long terme et, implicitement, celle du taux de change euro/dollar.

Paradoxalement, les désordres financiers qui se sont accentués dans la deuxième moitié de l'année 2008 ont conduit à l'ascension du dollar, vu encore comme la plus sûre monnaie pendant des temps de crise! C'est probablement une illustration de l'effet d'inertie, ci-dessus mentionné. Ainsi, l'appréciation du dollar envers l'euro a été de presque 25% jusqu'au début de l'année 2009, à la suite d'une demande en essor des investisseurs ayant à faire des paiements en dollars (voir le graphique 3).

C'est important pour l'économie mondiale de maintenir une plus grande stabilité du taux de change euro/dollar. Selon Mundell (2003), si les États-Unis et les pays membres de la zone euro souhaiteraient stabiliser le taux de change euro/dollar, ils devraient parcourir les étapes suivantes:

- a) Établir une cible d'inflation commune;
- b) Constituer une institution commune qui coordonne leurs politiques monétaires,
- c) Se mettre d'accord sur le partage des bénéfices du seigneurage. Parmi les plus importants bénéfices du seigneurage sont:

- l'obtention de revenus supplémentaires pour les banques du pays d'émission et, de cette façon, l'entraînement de la croissance économique d'ensemble du pays en question;

- des contraintes moins sévères d'ajustement de la balance des paiements externes pour le pays d'émission de la monnaie respective.

d) Établir des zones-objectifs (voir les explications du cadre ci-dessous) pour le taux de change.

Le maintien d'un taux de change

stable à l'intérieur des « zones-objectifs » peut être réalisé de deux manières:

- à l'intermédiaire des interventions concertées des banques centrales, ou
- à travers une coordination étroite, en amont du taux, des politiques monétaires et budgétaires.

Pour que les « zones-objectifs » fonctionnent, elles doivent être crédibles, autrement elles peuvent augmenter la menace potentielle de la part des attaques spéculatives sur les monnaies respectives.

La théorie des « zones-objectifs »

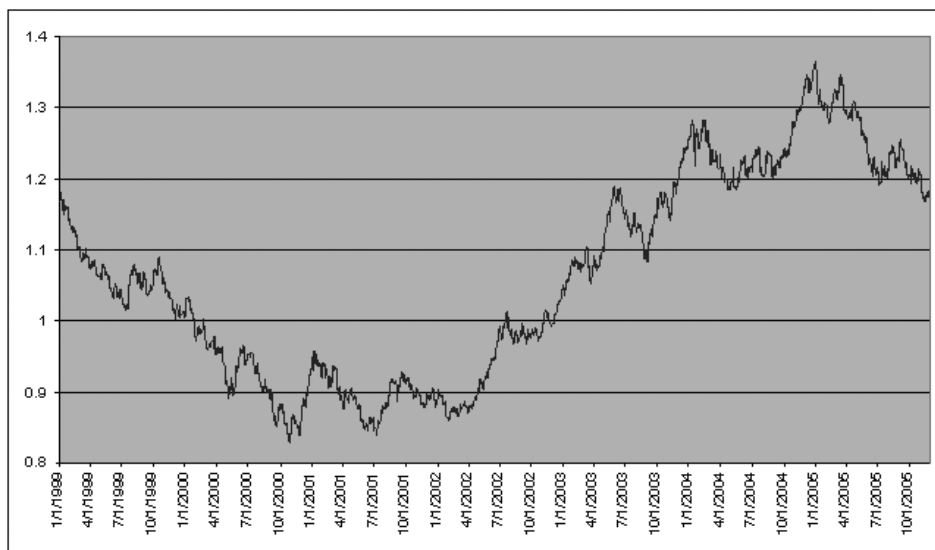
La théorie des « zones-objectifs » a été élaborée par J. Williamson (1985) suite aux tentatives de trouver et d'argumenter théoriquement des solutions pour contrecarrer les effets de l'instabilité monétaire accrue depuis les années '70, à l'aide de la coopération intergouvernementale.

Ayant constaté la fréquence de plus en plus importante des phénomènes d'instabilité entre les plus importantes monnaies fortes et ayant évalué ce phénomène en tant qu'extrêmement négatif pour l'économie mondiale en général, il a proposé comme solution d'établir, d'un commun accord entre les États des monnaies respectives, des « zones-objectifs ».

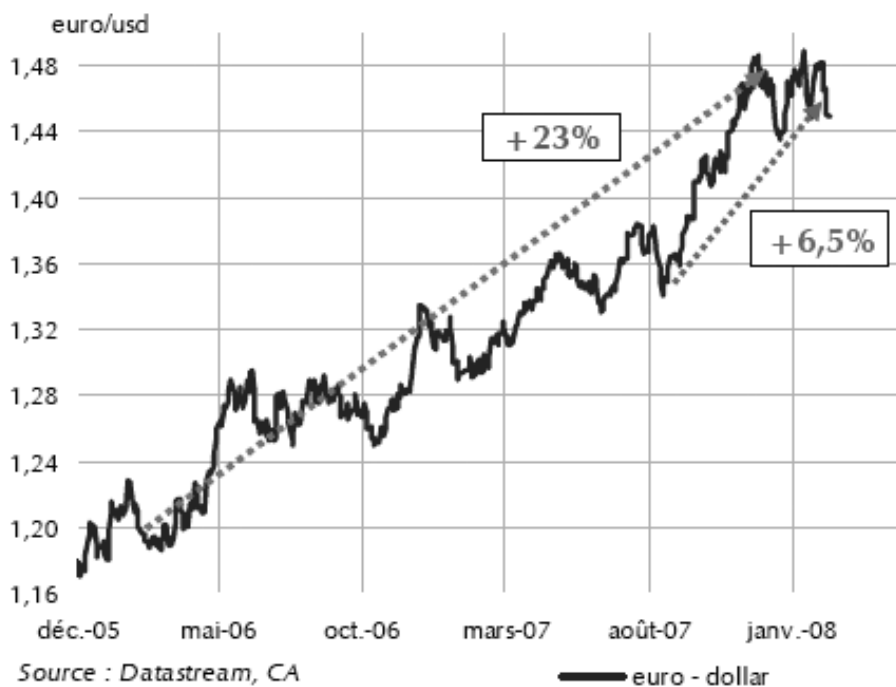
Celles-ci sont définies en tant que : « marges de fluctuation négociées des taux de change réciproques, en rapport avec un taux de change d'équilibre fondamental ».

À son tour, le taux de change d'équilibre fondamental est défini par Williamson comme la valeur du taux capable d'engendrer "un excédent ou un déficit de la balance des comptes courants égal aux flux de capitaux et qui corresponde au meilleur niveau d'équilibre interne qu'un pays peut obtenir faute d'appliquer des barrières commerciales » (d'après Y. Creuzet et autres, 2001).

Graphique 1: Taux de change euro/dollar sur la période 1.1.1999 -1.10.2005



Graphique 2: Taux de change euro/dollar sur la période déc. 2005-janv. 2008



Graphique 3: Taux de change euro/dollar sur la période mai 2008- février 2009

Source : La Banque Centrale Européenne

Bibliographie

- Becker W., *Euro riding high as an international reserve currency*, Deutsche Bank Research, mai 2007.
- Bizimana O., *L'euro/dollar et les fondamentaux: comment expliquer les tendances récentes?*, ECO News n° 88, 19 février 2008, disponible sur <http://credit-agricole.com>
- Chinn M., Frankel J., *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?*, Faculty Research Working Papers Series, Université Harvard, décembre 2005.
- Creel J, Fitoussi J.P., Laurent L., Le Cacheux J., *La zone euro: une enfance difficile*, Lettre de l'OFCE, lundi 22 décembre 2008.
- Crozet Z, Abdekmaki L., *Les grandes questions de l'économie internationale*, Nathan, 2001.
- Guillochon B., *Economie internationale*, Dunod, 1995.
- Hartmann, P., Issing, O., *The International Role of the Euro*, *Journal of Policy Modelling*, 2002.
- Krugman, P., *"Will there be a Dollar Crisis?"*, *Economic Policy*, 2007, disponible sur: <http://www.blackwell-synergy.com/doi/full/10.1111/j.1468/0327.2007.00183.x>
- Lim, Ewe-Ghee, *The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER and Other Data*, IMF Working Paper n° 153, 2006.
- Mundell, R. A., *The International Monetary System and the Case for a World currency*, 2003, sur <http://www.tiger.edu.pl/publikacje/distmundell2.pdf>
- Strange, S., *State și piețe, (États et marches)*, Institutul European, 1997.
- Williamson, J., *Une nouvelle politique de taux de change*, dans Grebjiine A. (direction), *Théories de la crise et politiques économiques*, Du Seuil, 1986.
- ***, *Conjoncture en Europe: analyse de la conjoncture en Europe (économie)*, 5 mars, 16 mai 2008, disponible sur <http://www.gautier/girard.com/>.
- ***, *Turmoil Causes Dollar to Strengthen*, Payden&Rygel Economic Research, november 10, 2008.
- ***, *World Economic Outlook*, IMF, avril 2008, disponible sur <http://www.imf.org/>