



VI/ Un dollar contesté, mais toujours pas détrôné

Carl Grekou*

Le dollar fascine, le dollar rassure. Il est fiable, disponible partout et en abondance. Voilà plus de sept décennies que le billet vert règne en tant que principale monnaie internationale. D'abord consacré comme pivot du système monétaire international (SMI) par les accords de Bretton Woods, le dollar sera plébiscité à l'ère des changes flottants. Il est la devise la plus utilisée pour les transactions commerciales et financières, la plus échangée sur le marché des changes, la principale monnaie de réserve des banques centrales, et de référence plus ou moins explicite pour la conduite des politiques de change de nombreux pays. Il est encore, comme le notait Henri Bourguinat [1987], « le soleil autour duquel gravitent les autres monnaies satellites ».

Avec la financiarisation croissante de l'économie mondiale, cette inertie du SMI n'est pas sans conséquence car la polarisation sur le dollar étend l'influence de la politique monétaire américaine au-delà de ses frontières. Les économies émergentes et en développement subissent de plein fouet les effets de la politique de la Réserve fédérale (Fed) conçue pour les États-Unis avec des conséquences qui peuvent être considérables sur les mouvements de capitaux, les évolutions de leur taux de change et *in fine* leur croissance. À cela s'ajoute la politique extérieure américaine de plus en plus impétueuse (guerres commerciales et sanctions) qui utilise le dollar comme arme.

* Carl Grekou est économiste au CEPII.

Cette primauté du dollar héritée du système de Bretton Woods contraste avec la réalité actuelle, celle d'un monde de plus en plus multipolaire où le poids économique des États-Unis s'amenuise. Dans une économie mondiale en pleine crise sanitaire et dont la croissance garde encore les stigmates des dernières crises (crise financière mondiale, crise des dettes souveraines en zone euro), cette pérennisation du « privilège exorbitant » dont disposent les États-Unis fait ressurgir l'idée d'alternatives. Certaines forces sont déjà à l'œuvre, mais qu'en est-il vraiment ? Sommes-nous en passe d'assister au déclin du dollar ? Quelles alternatives se profilent ?

Le SMI et la naissance du dollar « roi »

Le SMI repose sur deux piliers : le premier formé par un ensemble de règles et de conventions, le second par des institutions. Ensemble, ils ont pour but de faciliter les interactions entre les monnaies, le commerce, les investissements et, de manière générale, les mouvements de capitaux entre les États. En termes simples, le SMI correspond donc au système et aux règles qui régissent l'utilisation de la monnaie, à la fois l'évaluation et l'échange. À cet égard, certains prérequis lui sont indispensables. En effet, le SMI doit : 1) fournir des moyens de paiements acceptables par tous ; 2) inspirer confiance ; 3) fournir des liquidités suffisantes et 4) disposer de mécanismes de correction des déséquilibres.

Cette définition, « moderne », renvoie l'image d'une construction sage et éclairée du SMI au niveau international. La plus connue, celle du système de Bretton Woods, est en effet initialement apparue comme une icône de raison. L'histoire, en revanche, nous rappelle le caractère accidentel des différentes mutations du SMI. Il en est ainsi du passage du bimétallisme au système d'étalon-or, qui tient à une succession d'événements débutant avec l'erreur de conversion or-argent d'Isaac Newton (alors maître de la monnaie royale britannique) et se parachevant, un siècle plus tard, avec le basculement de la Prusse, grâce aux indemnités en or reçues à la suite de la guerre franco-prussienne, dans un système d'étalon-or [Gosh *et al.*, 2003]. La livre sterling joue à cette époque un rôle pivot et la Banque d'Angleterre « conduit » le SMI. Durant la Première Guerre mondiale, la plupart des grandes nations, confrontées à des contraintes de financement,

abandonnent l'étalon-or. Après la guerre, le contexte macroéconomique européen, caractérisé par des niveaux importants de dette et d'inflation — d'hyperinflation dans certains cas —, rend impossible un retour aux parités d'antan pour ces pays.

Malgré les accords de Gênes signés en 1922 et instaurant un système d'étalon-or modifié, l'étalon change-or, la Grande-Bretagne ne rétablit qu'en 1925 la parité de la livre vis-à-vis de l'or à son niveau d'avant guerre. La France, quant à elle, ne parvient à stabiliser réellement sa monnaie, préalable pour intégrer le système, qu'en 1926. Pendant ce temps, le dollar, en raison d'un meilleur contexte macroéconomique aux États-Unis et d'une relative stabilité, devient une monnaie de premier plan en entrant dans les réserves de change. L'étalon change-or fera toutefois long feu. La crise de 1929 va, en effet, exacerber la difficulté d'arbitrer entre l'objectif externe de maintien de la parité et les objectifs économiques internes alors plus que jamais importants. Dans ce contexte, la Grande-Bretagne suspend la convertibilité de la livre en 1931, les États-Unis celle du dollar en 1933, puis les pays du bloc or celle du franc en 1935-1936.

Hantés par les déboires des pays européens, et en particulier par l'expérience française de flottement du change après la Première Guerre, la France, la Grande-Bretagne et les États-Unis signent en 1937 un accord tripartite en vue de rétablir une certaine stabilité des taux de change. Mais la Seconde Guerre mondiale aura raison de cet accord et le nationalisme monétaire s'imposera à nouveau. Aussi, dès 1940, Britanniques et Américains entament des négociations pour une nouvelle mouture du SMI. Ces dernières aboutissent en juillet 1944 à la signature des accords de Bretton Woods. Le « dauphin » dollar est né. Ces accords vont en effet conférer au dollar un rôle pivot dans le SMI : seule monnaie convertible en or, le dollar devient la monnaie d'ancrage des autres monnaies.

Ce rôle central du dollar ne tient alors qu'à la position hégémonique — du point de vue économique et militaire — des États-Unis. Au sortir de la guerre, les États-Unis, en raison d'un boom industriel, dominant le commerce mondial avec des excédents commerciaux considérables et détiennent les trois quarts du stock d'or mondial [Aglietta et Moatti, 2000]. Cette forte asymétrie économique est cependant le talon d'Achille des Américains et du système de Bretton Woods. La situation ne peut être soutenable à long terme que si les économies des grandes puissances,

partenaires commerciaux des États-Unis, redémarrent. Le plan Marshall va le permettre tout en assurant des débouchés aux exportations américaines, par le biais de subventions déguisées. Il va aussi permettre l'émergence d'un ordre économique et politique international positionnant les États-Unis en leader, sur fond d'allégeance au dollar comme monnaie internationale par excellence. Parallèlement, le marché financier américain, devenu central, et les investissements directs, dont les États-Unis sont une source importante, approvisionnent le reste du monde en dollar et renforcent son rôle.

À partir du milieu des années 1960, avec le rattrapage économique des anciens belligérants, la balance courante américaine devient déficitaire alors que, jusque-là, les excédents commerciaux permettaient de réduire les tensions liées aux déficits de la balance des capitaux. Le dollar permet alors aux États-Unis de vivre au-dessus de leurs moyens : monnaie de référence pour le commerce, le pétrole, les marchés et les réserves de change, il confère au pays un « privilège exorbitant » (Valéry Giscard d'Estaing) en lui permettant des « déficits sans pleurs » (Jacques Rueff). Les craintes alors formulées par Robert Triffin dans son célèbre paradoxe, qui met en exergue la contradiction du système de Bretton Woods, vont se confirmer : pour alimenter le monde en dollars, les États-Unis doivent enregistrer des déficits courants, mais ces déficits finiront par entamer la confiance dans le dollar compte tenu du stock limité d'or.

D'ailleurs, à la fin des années 1960, les réserves d'or détenues par les autorités américaines ne couvrent vraisemblablement plus les liquidités en dollar détenues par le reste du monde. Les déficits budgétaires creusés par la guerre du Vietnam entament davantage la confiance dans le dollar et exacerbent le paradoxe de Triffin. Le système de Bretton Woods est alors fragilisé : au sommet, par la connexion distendue entre le dollar et l'or ; à la base, par les difficultés de conduite des politiques monétaires, notamment en Europe, car l'afflux massif de capitaux américains fait augmenter la masse monétaire et alimente des tensions inflationnistes. La décision de la Bundesbank en mai 1971 de laisser flotter le mark va enclencher la spirale qui mènera à la fin du système. En août 1971, le président américain Richard Nixon décide unilatéralement de suspendre la convertibilité du dollar en or. Les accords du Smithsonian en décembre 1971 consacreront ainsi un dollar déconnecté de l'or, toujours dans un système

de changes fixes à parités ajustables. Le dollar est, par ailleurs, dévalué et les marges de fluctuation des devises internationales autour du dollar sont élargies de 1 % à 2,25 %. Délestée de la contrainte de rattachement du dollar à l'or, la Fed met en œuvre une politique expansionniste à la veille des élections de 1972. Inflation et spéculation contre le dollar en résultent, avec pour conséquence des sorties successives du système de changes fixes. En 1973, le système de Bretton Woods est révolu. Seul vestige, le dollar roi. Autrefois statutairement central, il devient *de facto* indispensable et sera même plébiscité dans la nouvelle ère des changes flottants.

Le dollar : aujourd'hui comme autrefois

Le dollar n'a jamais perdu de son attrait. Bien au contraire. Nous vivons encore à une époque où l'économie mondiale est organisée autour du dollar, époque que certains qualifient à juste titre de Bretton Woods II. L'avènement de l'euro n'a rien changé à l'hégémonie du dollar. Il demeure la devise clé.

Servant de cadre de référence pour l'analyse des monnaies à l'échelle internationale, le tableau 1, proposé initialement par Kenen [1983], présente les différentes fonctions associées à la monnaie pour les secteurs public et privé.

Une monnaie internationale doit ainsi être une monnaie d'intervention sur le marché des changes, une monnaie d'ancrage — pour les autres monnaies — et de réserve pour le secteur public. Elle doit aussi être une monnaie véhiculaire, de libellé et d'investissement pour le secteur privé. Théoriquement, des frontières conceptuelles permettent de distinguer ces différentes fonctions de la monnaie. Mais, en réalité, ces fonctions ne

Tableau 1. Les fonctions de la monnaie internationale

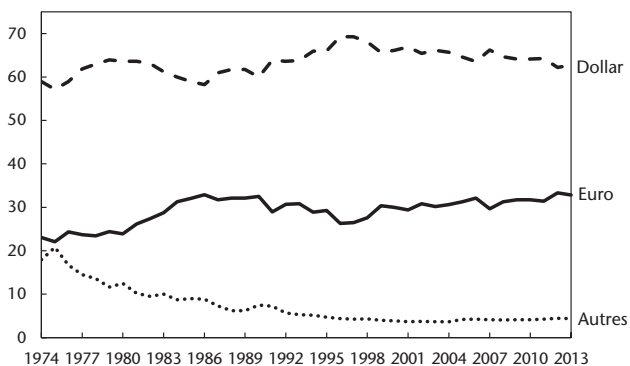
	Intermédiaire des échanges	Unité de compte	Réserve de valeur
Secteur public	Devise pour les interventions de change	Monnaie d'ancrage	Réserves officielles de change
Secteur privé	Monnaie véhiculaire pour les transactions	Monnaie de libellé (commerce, marchés)	Monnaie d'investissement

sont pas indépendantes les unes des autres et il existe un lien fort entre les secteurs public et privé.

Le graphique 1 présente l'évolution du dollar et de l'euro comme monnaies de référence ou d'ancrage. Le constat est clair : le dollar demeure la monnaie de référence, et de loin. L'euro, quant à lui, même vingt ans après sa création, n'a guère plus d'importance que le franc et le mark en leur temps. En moyenne, 63 % des pays sont ancrés au dollar alors que seulement 29 % le sont à l'euro. En revanche, dollar et euro ont la même importance, environ 40 % [Gopinath, 2016], en tant que monnaies de facturation du commerce. Un pourcentage qui concorde avec celui sur les monnaies de règlement du réseau interbancaire de paiements SWIFT. On notera cependant la dimension internationale du dollar : les États-Unis représentent approximativement 11 % du commerce mondial, soit un rapport facturation en dollars/part dans le commerce de 3,7 contre un rapport de seulement 1,2 pour l'euro [Gopinath, 2016].

Sur le marché des changes, le dollar devance à nouveau largement les autres monnaies (graphique 2). Près de 90 % des

Graphique 1. Évolution des monnaies de référence
(en % du nombre de pays)



Note : les données correspondent aux observations consensuelles concernant la monnaie de référence entre les classifications *de facto* de régimes de change de Ilzetzki *et al.* [2019] et de Levy-Yeyati et Sturzenegger [2016]. Avant 1999, la part attribuée à l'euro correspond à la somme des parts du franc français et du mark allemand.

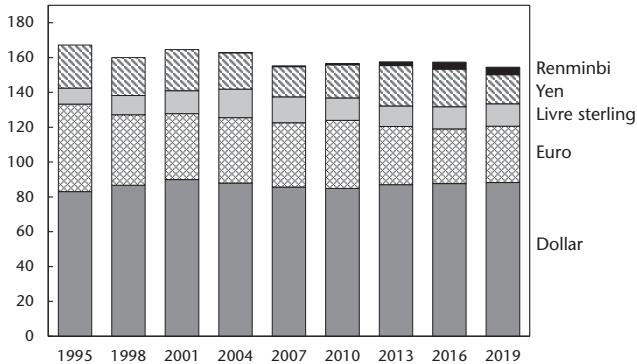
Source : calculs de l'auteur à partir de Ilzetzki *et al.* [2019] et Levy-Yeyati et Sturzenegger [2016].

transactions sur le Forex portent sur des échanges de dollars contre une autre devise — ce qui illustre le caractère central du dollar en tant qu'intermédiaire des échanges. La part des transactions en euro s'établit autour de 38 % en moyenne sur l'ensemble de la période, mais recule après un pic à 40 % en 2010 (32 % en 2019). Cette prépondérance du dollar sur le marché des changes résulte d'externalités de réseau qui font que, plus une monnaie est utilisée, plus il est avantageux de l'utiliser, externalités elles-mêmes étroitement liées à la liquidité du dollar et à son rôle de numéraire sur la plupart des marchés internationaux. Naturellement, le poids de la monnaie en tant qu'unité de compte — monnaie d'ancrage, de facturation du commerce — rejaillit sur sa fonction d'intermédiaire des échanges.

Sans grande surprise, le dollar étant la principale monnaie de référence et de transaction sur le marché des changes, les réserves de change des banques centrales sont encore composées principalement de dollars, 60 % en moyenne en 2019 (graphique 3). La part de l'euro, d'environ 18 % en 1999, a gagné 10 points de pourcentage sur la période allant jusqu'en 2009

Graphique 2. Répartition par devises des transactions sur le marché des changes

(en % du total des transactions sur le Forex)



Note : comme chaque transaction implique nécessairement deux monnaies (l'une vendue, l'autre achetée), la somme des parts de toutes les monnaies dans le total des transactions atteint 200 %, mais la part maximale par devise est de 100 %. Avant 1999, la part des transactions en euro correspond à la somme des parts des transactions en monnaies nationales des pays de la zone.

Source : Banque des règlements internationaux, *Triennial OTC Derivatives Statistics*.

avant d'entamer une baisse — par à-coups — jusqu'à un plateau de 20 % depuis 2017. La livre sterling et le yen apparaissent plutôt stables, autour de 5 %, et le renminbi est en passe d'atteindre les 2 %. Le constat est le même en ce qui concerne la répartition par devises des prêts bancaires internationaux. Le volume des prêts contractés en dollar est, en 2019, plus de trois fois supérieur à celui des prêts contractés en euro (graphique 4). Cette prédominance du dollar, surtout depuis 2008, n'est pas sans lien avec la réduction de l'activité internationale des banques européennes successivement touchées par la crise financière de 2008 et la crise des dettes souveraines de 2010 à 2012.

Quasiment cinquante ans après la fin de Bretton Woods, le bilan est clair. L'émergence d'un système monétaire multipolaire — soutenu notamment par Barry Eichengreen [2011] — tout comme la fin de l'hégémonie du dollar ne sont toujours pas d'actualité.

Graphique 3. Répartition par devises des réserves officielles de change

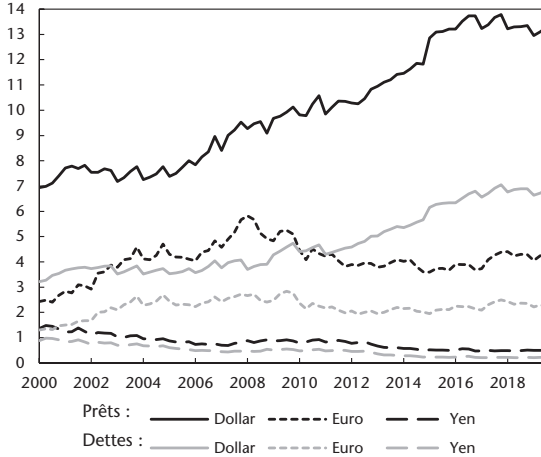
(en %)



Note : avant 1999, la part des réserves en euro correspond à la somme des réserves en ECU et en monnaies des pays qui appartiennent à la zone euro depuis 1999.

Source : Fonds monétaire international, *World Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves*.

Graphique 4. **Dettes et prêts internationaux par monnaies de libellé**
(en % du PIB mondial)



Source : Banque des règlements internationaux, *Global Liquidity Indicators*.

Vers un SMI multipolaire ?

Forces d'inertie, absence d'alternatives ou confiance/allégeance aux États-Unis ? Qu'est-ce qui explique ce statut immuable du dollar alors même que l'économie américaine perd de son importance ?

De façon non exhaustive et abstraction faite des considérations politiques (discutées plus bas), trois facteurs clés expliquent cette persistance : les externalités de réseau, la finance et l'absence de concurrents sérieux.

Ces externalités représentent pour ainsi dire le poids du passé. Elles se définissent comme des gains croissants à mesure qu'il y a plus de participants au réseau et conduisent ainsi à l'installation durable de positions dominantes. Dans le cadre du SMI, elles reflètent les avantages croissants à continuer d'utiliser le dollar à l'échelle internationale. Ces externalités de réseau s'appliquent à toutes les fonctions de la monnaie qui, encore une fois, sont très liées. Bien qu'il soit difficile d'établir le sens de la causalité, prenons par exemple pour point de départ l'usage du dollar dans les transactions sur le marché des changes. Le recours au

dollar comme monnaie véhiculaire permet de réduire le nombre d'échanges bilatéraux de devises et d'améliorer ainsi la liquidité du marché des changes, c'est-à-dire la capacité qu'il fournit aux intervenants d'y réaliser les transactions souhaitées sans délai et à moindre coût. Le rôle central du dollar sur le marché des changes fait aussi que les États et les banques centrales, même lorsqu'ils n'ont pas d'objectif de change explicite, ne laissent pas le cours de leur monnaie vis-à-vis du dollar fluctuer trop amplement.

La profondeur des marchés financiers américains, c'est-à-dire leur faculté à absorber de gros volumes de transactions, et leur liquidité constituent le deuxième pilier de l'hégémonie persistante du dollar. En effet, ces marchés dominent la finance internationale. Cela n'est pas surprenant sachant que les États-Unis ont été les catalyseurs, sinon la source, de la financiarisation de l'économie mondiale. Le dollar est donc tout naturellement le numéraire sur tous les marchés de matières premières, et domine très largement les flux de capitaux. Plus profonds et plus liquides, les marchés américains sont aussi pourvoyeurs d'actifs sûrs, ce qui renforce la demande de dollars surtout en période de turbulences financières.

La persistance de l'hégémonie du dollar tient aussi à l'absence d'alternatives. Maintes fois challengé, en particulier par le mark et le yen dans les années 1980, le billet vert a maintenu son rang.

L'avènement de l'euro a un temps ravivé les espoirs d'un SMI *a minima* bipolaire. On se souvient à ce propos de l'optimisme de Jacques Delors, ancien président de la Commission européenne (1985-1995), déclarant : « Le petit euro deviendra grand. » Mais, plus de vingt ans après la création de la monnaie européenne, on l'a vu, le constat est tout autre. Il faut dire que beaucoup reste à faire pour parachever l'euro et lui permettre ainsi de prétendre au statut de monnaie internationale. Selon Benoît Cœuré [2019], trois grandes lacunes dans la conception institutionnelle de la zone euro plombent la monnaie unique.

La première est la capacité de l'euro à servir de monnaie refuge en période de turbulences financières. Pour atteindre ce statut de monnaie refuge, l'euro doit être perçu comme une réserve de valeur crédible par les investisseurs. Cela implique, en plus d'un cadre macroéconomique soutenable et crédible, l'existence d'actifs sûrs. Mais force est de constater que l'euro apparaît bien chancelant sur ces points. En effet, la zone euro n'offre que très peu d'actifs sûrs : les dettes libellées en euro notées AAA

représentaient 10 % du PIB en 2018 contre plus de 70 % aux États-Unis pour les dettes AAA libellées en dollar. À cet égard, l'absence d'un titre de dette commun aux émetteurs de la zone euro — tels que le seraient des « eurobonds » — qui jouerait le rôle de dette liquide et sans risque, dessert l'euro auprès des investisseurs. Par ailleurs, avec la crise des dettes souveraines en zone euro, les règles budgétaires censées sécuriser les placements dans les titres souverains se sont révélées insuffisantes pour les marchés, d'autant qu'il existait des déséquilibres macroéconomiques importants à l'intérieur de la zone.

La deuxième insuffisance tient, toujours selon Benoît Coeuré, à la segmentation des marchés de capitaux européens, et plus spécifiquement à leur faible profondeur et leur liquidité limitée. Or des marchés financiers profonds et liquides sont essentiels pour conférer une stature internationale à une monnaie. Ils réduisent les coûts de transaction, rendant la monnaie plus attrayante pour les financements et les règlements internationaux, et, comme des marchés plus liquides atténuent le risque de refinancement, ils sont perçus comme plus sûrs par les investisseurs.

Enfin, la troisième faiblesse est la cacophonie européenne sur les questions internationales qui, en réduisant l'influence politique de l'Europe sur la scène internationale, érode la zone d'influence de l'euro. Ce dernier point, et plus précisément l'absence d'une hiérarchie claire entre les gouvernements et les institutions européennes en ce qui concerne la gouvernance — notamment économique — de la zone, constitue selon Cohen [2011] l'obstacle le plus important à l'internationalisation de l'euro. Ilzetzki *et al.* [2020] mettent aussi en avant d'autres facteurs relatifs à la finance et à son futur — tels que l'avance technologique des États-Unis et de la Chine — et reliant, par ailleurs, la faible influence géopolitique de l'Europe et de l'euro, non pas à des dissensions internes, mais à son manque d'autonomie militaire vis-à-vis des États-Unis.

Somme toute, les insuffisances structurelles et institutionnelles de l'euro font qu'on ne peut raisonnablement pas le considérer comme un concurrent sérieux du dollar. Il ne l'a pas été ces vingt dernières années, et ne le sera très probablement toujours pas dans un futur proche. À moins que le plan de relance européen, adopté le 21 juillet 2020, ne soit un tout premier pas vers une union budgétaire dont pourrait émerger un marché de titres de dette mutualisée.

L'horizon d'un éventuel déclin du dollar est d'autant plus éloigné que le renminbi, nouveau concurrent désigné du dollar et dont l'internationalisation est en cours, reste étroitement lié au dollar. L'essentiel des échanges de la Chine se fait en dollar. Ses réserves de change sont aussi majoritairement en dollar et en partie composées de bons du Trésor américain (plus de 1 000 milliards de dollars, soit un peu plus de 15 % de la dette publique américaine détenue par l'étranger). La combinaison de ces deux facteurs rend la Chine très dépendante du dollar d'autant qu'elle ne peut se défaire rapidement de ses stocks de bons du Trésor car la baisse du dollar qui s'ensuivrait — en cas de vente massive — se traduirait pour elle par une perte de richesse nette. Nous touchons là probablement à la principale raison de l'hégémonie du dollar : aucun créancier n'a intérêt à ce que le dollar perde de sa valeur et surtout pas la Chine, qui a beaucoup investi dans le billet vert.

La réduction de cette dépendance au dollar suppose, peu importe la stratégie, un horizon relativement long qui concorde avec celui nécessaire pour atteindre un niveau de développement suffisant des marchés financiers chinois (voir chapitre VII) et étendre la zone d'influence de la Chine et donc le recours au renminbi dans les flux commerciaux, financiers et de dette. Certaines forces sont toutefois déjà à l'œuvre, en témoigne le positionnement de la Chine sur le marché pétrolier mondial avec le lancement de ses propres contrats à terme libellés en renminbi et l'initiative des Nouvelles Routes de la Soie, véritable pierre angulaire de la stratégie de conquête chinoise.

À n'en point douter, le dollar profite de l'absence de concurrents. Le renminbi prendra certainement de l'importance, mais rencontrera l'euro dans son ascension. L'attitude des pays de la zone euro sera donc déterminante pour le futur du SMI. Mais, plus qu'entre les mains de l'Europe ou de la Chine, le sort du dollar a toujours été et reste entre les mains des États-Unis. Ainsi, assez paradoxalement, le plus grand danger immédiat pour le dollar est la politique de plus en plus impétueuse des États-Unis dont le dollar est souvent l'instrument. L'usage abusif de sanctions par les États-Unis sous couvert de l'extraterritorialité du droit américain porte préjudice au dollar. Cette extraterritorialité leur permet d'invoquer le droit américain pour tout lien avec les États-Unis lors d'une transaction, même le plus infime, et donc d'étendre leur zone d'influence. De plus en plus amers

face à des sanctions ressenties comme arbitraires, de nombreux pays expriment leur souhait de voir émerger des alternatives au dollar. La Russie, pour qui le dollar représente une véritable « arme politique » (Vladimir Poutine), a ainsi entrepris une dédollarisation de son économie depuis 2013 (baisse de la part du dollar dans les réserves, vente de la quasi-totalité de ses titres de dette américaine, émissions d'obligations en rouble et en euro) et organise son commerce autour d'autres monnaies (rouble, euro, renminbi). La Chine s'est également inscrite dans cette ligne. Sous le feu américain sur le plan aussi bien commercial, financier que technologique, la Chine développe des moyens pour être plus autonome vis-à-vis du dollar et notamment une alternative au réseau interbancaire SWIFT sous le joug des autorités américaines. Son système interbancaire de paiements, CIPS, lui permet d'effectuer des transactions internationales en renminbi sans subir la contrainte américaine sur les partenaires commerciaux acceptables, ce qui concourt à l'internationalisation de sa monnaie. Un système similaire est également à l'étude au niveau régional avec l'Inde, la Russie et d'autres pays. À pas feutrés, les Européens envisagent également une alternative de plus grande stature que Instex, mécanisme reposant sur des lignes de crédit — et donc ne nécessitant aucun transfert d'argent — et ayant vocation à favoriser les échanges commerciaux de produits non sanctionnés par l'embargo américain avec l'Iran sans utiliser le dollar.

Enfin, un nouveau front semble s'être ouvert, celui des monnaies digitales avec plusieurs concurrents dans les starting-blocks. Les *stable coins* (monnaies stables) portées par les géants du numériques comme la Libra de Facebook auront du mal à voir le jour car un tel projet transfère au secteur privé le pouvoir d'émission monétaire, élément clé de la souveraineté des États. Ce privilège ne saurait échapper aux autorités, en témoigne la riposte des institutions américaines sur les positions dominantes des géants du numérique, les « GAFA », et sur Facebook en particulier. Plus en aval, des questions de protection des données, de financement du terrorisme, d'évasion fiscale et de blanchiment d'argent se posent. Par ailleurs, la Libra se veut stable car adossée à un panier de monnaies. Mais y parviendra-t-elle ? Facebook et les entreprises qui embarqueront dans cette aventure disposeront-elles des moyens suffisants pour défendre sa valeur ? Autant de questions auxquelles s'ajoute celle de l'extraterritorialité du droit

américain. Il n'y a donc rien de fondamentalement nouveau, sinon un maillon supplémentaire, opaque et inutile.

Quid d'un panier de cryptomonnaies officiellement émises par les banques centrales ? Cette proposition, portée par Mark Carney, l'ancien gouverneur de la Banque d'Angleterre, vise très clairement un remplacement du dollar dans les paiements internationaux par une « monnaie hégémonique synthétique ». Malgré un enthousiasme grandissant pour cette initiative, l'expérience des droits de tirage spéciaux (DTS) — assez similaire dans l'idée — peut faire douter de son succès. En effet, les nombreuses tentatives infructueuses pour développer l'usage des DTS s'expliquent par des coûts de transaction plus élevés en DTS qu'en dollar ou en euro qui ne sauraient être fondamentalement réduits avec un panier numérique — on notera également les nombreux doutes quant à l'utilité et à la liquidité des DTS. Par ailleurs, un tel panier de monnaies pose la question de la coordination à l'échelle internationale. De façon similaire, un « e-SMI » avec des cryptomonnaies émises individuellement par des banques centrales (e-dollar, e-euro, e-yen) ne serait-il pas simplement une transposition dans un monde virtuel des monnaies existantes ? À moins de définir de nouvelles règles monétaires, difficile de croire qu'une « nouvelle dématérialisation » des monnaies, déjà si scripturales, suffirait à établir un nouvel ordre monétaire international. La monnaie n'est pas qu'économique, elle est aussi politique et ô combien martiale.

Repères bibliographiques

- AGLIETTA M. et MOATTI S. [2000], *Le FMI. De l'ordre monétaire aux désordres financiers*, Economica, Paris.
- BOURGUINAT H. [1987], *Les Vertiges de la finance internationale*, Economica, Paris.
- CŒURÉ B. [2019], « The euro's global role in a changing world : a monetary policy perspective », *Speech at the Council on Foreign Relations*, New York, 15 février.
- COHEN B. [2011], *The Future of Global Currency*, Routledge, Londres.
- EICHENGREEN B. [2011], *Un privilège exorbitant. Le déclin du dollar et l'avenir du système monétaire international*, Odile Jacob, Paris.
- GOPINATH G. [2016], « The International Price System », *Jackson Hole Symposium Proceedings*.
- GOSH A., GULDE A.-M. et WOLF H. C. [2003], *Exchange Rate Regimes. Choices and Consequences*, MIT Press, Cambridge.
- ILZETZKI E., REINHART C. M. et ROGOFF K. [2019], « Exchange arrangements entering the 21st century : which anchor will hold ? », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 134, n° 2, p. 599-646.

- [2020], « Why is the euro punching below its weight ? », *NBER Working Paper*, n° 26760.
- KENEN P. [1983], « The role of the dollar as an international currency », *Occasional Paper*, n° 13, Group of Thirty.
- LEVY-YEYATI E. et STURZENEGGER F. [2016], « Classifying exchange rate regimes : fifteen years later », *Center for International Development Working Paper*, n° 319.
- The Economist* [2020], « Dethroning the dollar : America's aggressive use of sanctions endangers the dollar's reign », *Briefing*, 18 janvier.