

QUI DÉCIDE DES TAUX DE CHANGE ?

QU'EST-CE QU'UNE "MONNAIE FORTE" ?

JULIEN HENRY - JUILLET 2026



En lien avec cette analyse, nous vous recommandons la lecture de :

- Henry J., Y a-t-il un lien entre taux de change et inflation ?, Financité, 07/2026, (<https://financite.be/publication/y-t-il-un-lien-entre-taux-de-change-et-inflation>)
- Henry J., Ne pas finance la transition nous affaiblit, Financité, 07/2026 (<https://financite.be/publication/ne-pas-financer-la-transition-nous-affaiblit>)

Quelques définitions

Le taux de change d'une devise est le prix d'une monnaie par rapport à une autre. Une devise est une monnaie utilisée dans les échanges internationaux. Par exemple, le taux de change entre l'euro et le dollar peut être exprimé de deux façons : soit le nombre de dollars que l'on obtient avec un euro, soit le nombre d'euros que l'on obtient avec un dollar.

Les monnaies s'échangent sur le **marché des changes** (Forex¹). C'est un marché colossal : chaque jour, plusieurs milliers de milliards de dollars y sont échangés dans le monde. C'est un marché très concentré avec 70 % des volumes échangés réalisés par seulement dix banques². Les fraudes y sont courantes et plusieurs banques ont reçu des amendes de plusieurs centaines de millions de dollars pour y avoir manipulé les cours

1 Zone euro : un système de change flottant

En Europe, la valeur des monnaies évolue librement par rapport au dollar et aux autres monnaies³. On parle alors de *taux de change flottant*. Cela n'a pas toujours été le cas : avant 1971, les monnaies étaient reliées à l'or⁴. Aujourd'hui encore, de nombreuses monnaies n'ont pas adopté le taux de change flottant et restent liées à une autre monnaie de référence, comme les couronnes danoises ou suédoises qui sont ancrées à l'euro. On parle alors d'ancrage souple.

Depuis 1986, les capitaux circulent aussi librement à l'intérieur de l'Union européenne. Ils peuvent entrer et sortir sans restriction.

Dans un système de taux de change flottant, ni les États, ni les banques centrales ne promettent un

¹ En anglais Foreign Exchange Market.

Kubicki M. *Comprendre le Forex : le marché des devises*, Financité, 09/2025, <https://www.financite.be/sites/default/files/references/images/Comprendre%20le%20forex-MK-septembre2025.pdf>

² Euromoney, Etude 2022, <https://www.euromoney.com/markets/competitive-intelligence/foreign-exchange-survey/foreign-exchange-survey-results-2022>

Les fraudes sont courantes sur ce marché : plusieurs banques ont reçu des amendes de plusieurs centaines de millions de dollars pour y avoir manipulé les cours : *Entente sur le marché des changes : l'UE met 5 banques à l'amende pour un milliard d'euros*, Europe 1, 16/05/2019, <https://www.europe1.fr/economie/entente-sur-le-marche-des-changes-lue-met-5-banques-a-lamende-pour-un-milliard-eur-3898884>

³ *Taux de change*, La Finance pour tous, 31/12/2024, <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/fonctionnement-du-marche/taux-de-change/>

⁴ Depuis 1945 et jusqu'en 1971, les monnaies étaient ancrées par rapport au dollar US qui lui-même avait un cours fixe par rapport à l'or. Ce lien fixe par rapport à l'or a été abandonné en 1971 et toutes les monnaies se sont ajustées les unes par rapport aux autres dans un régime de change flottant. En Europe, dès 1972 des réformes monétaires successives (serpent monétaire, système monétaire européen) ont visé à stabiliser les taux de change entre les monnaies pour aboutir à la monnaie unique, l'euro.

niveau précis pour le taux de change. Celui-ci varie en fonction de l'offre et de la demande sur le marché, mais aussi selon les crises ou les décisions de politique monétaire. En pratique, la valeur d'une monnaie repose surtout sur la confiance que l'on a en elle et sur le fait qu'elle est acceptée pour payer les impôts et régler les échanges. Par exemple, si vous détenez un euro, la Banque centrale européenne ne vous garantit pas une quantité d'or ou de dollars en échange : elle vous garantit seulement un euro.

Un taux de change flottant crée un risque financier pour les entreprises. À l'intérieur de l'Europe, les échanges se font souvent en euros, mais à l'international ils peuvent se faire en dollars ou dans d'autres monnaies. Si une entreprise vend en dollars mais paie ses salarié-e-s et ses sociétés fournisseuses européennes en euros, une hausse de l'euro par rapport au dollar réduira sa marge. Elle doit donc se protéger contre ce risque de change.

Le régime de change flottant est relativement récent et ne concerne qu'un nombre limité de grandes monnaies. Il est donc parfois mal compris. En 2008, certain-e-s député-e-s européen-ne-s ont ainsi dit qu'ils-elles ne voulaient ni d'un euro fort ni d'un euro faible, mais d'un « bon taux de change »⁵. Pourtant, avec un change flottant et une banque centrale indépendante du pouvoir politique, les gouvernements ne contrôlent pas directement ce taux.

Cette confusion est compréhensible, car le change flottant ne s'applique en réalité qu'à quelques monnaies de pays développés comme le dollar, l'euro, la livre sterling ou le yen, et seulement depuis les années 1970⁶. En outre, ces pays émetteurs ne posent pas de limites à la quantité qui peut être échangée. La convertibilité n'est pas liée au régime de taux de change, un pays peut laisser flotter sa monnaie tout en limitant les échanges de capitaux. C'est par exemple le cas de pays comme l'Inde ou le Brésil qui veulent se protéger contre les sorties massives d'argent.

1.1 Les effets produits par l'augmentation ou de la baisse d'une monnaie :

Quand la valeur d'une monnaie augmente, on parle d'appréciation. Quand elle baisse, on parle de dépréciation.

Quand une monnaie s'apprécie :

- Les importations deviennent moins chères, mais les exportations deviennent plus difficiles pour les entreprises qui vendent leurs produits en euros. Comme la monnaie du pays devient plus onéreuse pour les étranger-ère-s, ceux-celles-ci ont tendance à réduire leurs achats et autres dépenses, par exemple dans le tourisme. De ce fait, l'activité économique domestique ralentit, ce qui réduit le besoin d'investissement et l'afflux de capitaux et donc de demande de devise nationale. Finalement, cela peut contribuer à stabiliser le taux de change.
- Les investissements réalisés à l'étranger par les habitant-e-s ou les entreprises du pays coûtent aussi moins cher. Une partie des capitaux peut donc sortir du pays pour être placée dans d'autres monnaies. Cela augmente la demande pour ces autres monnaies qui prennent alors de la valeur par rapport à la monnaie nationale. Là aussi, cela contribue à rééquilibrer le taux de change.

Ces mécanismes expliquent pourquoi, sur le long terme, beaucoup d'économistes estiment que le taux

⁵ *L'Euro fort : un coup de pouce ou un frein pour l'Europe*, Parlement européen, Story, 27/06/2008, [https://www.europarl.europa.eu/RegData/presse/pr_post_story/2008/FR/03A-DV-PRESSE_STO\(2008\)06-27\(32879\)_FR.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/presse/pr_post_story/2008/FR/03A-DV-PRESSE_STO(2008)06-27(32879)_FR.pdf)

⁶ *Change fixe, change flottant : les deux types de régime de change*, La Finance pour tous, 21/01/2025, <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/politiques-economiques/theories-economiques/change-fixe-change-flottant-les-deux-types-de-regime-de-change/>

de change reflète les différences structurelles entre les économies des pays ou zones monétaires (comme la zone euro). À court terme, en revanche, la spéculation peut provoquer des mouvements rapides et parfois excessifs.

Comme elle rend les produits importés moins chers, l'appréciation d'une monnaie a aussi tendance à faire baisser l'inflation. Une inflation plus faible peut améliorer les perspectives de bénéfices des entreprises et soutenir les marchés financiers. Mais si le taux de change se rééquilibre ensuite, l'effet inverse peut apparaître.

Enfin, si une partie de la dette publique d'un État est libellée en monnaie étrangère, une monnaie nationale plus forte réduit le coût de cette dette. Le poids de la dette par rapport à la richesse produite peut alors sembler plus faible, ce qui peut donner à l'État une marge de manœuvre supplémentaire. Mais si le taux de change repart ensuite dans l'autre sens, la situation peut vite se dégrader. C'est donc un avantage fragile.

Parler de monnaie « forte » ou « faible » peut donc être trompeur. Un euro supérieur à un dollar, ou au contraire inférieur à un dollar, peut dans les deux cas apporter des avantages et des inconvénients pour l'économie européenne.

1.2 Action des banques centrales dans l'UE et aux USA sur le marché des changes

En théorie, une forte hausse ou une forte baisse du taux de change peut influencer la politique monétaire et pousser les banques centrales à réagir. Mais en dehors des périodes de crise, elles interviennent rarement directement sur le marché des changes. Leur principal levier reste la modification de leurs taux directeurs, c'est-à-dire les taux auxquels elles prêtent de l'argent aux banques. Si elles évitent d'agir directement sur les devises, c'est notamment parce que ce type d'intervention est souvent peu efficace à moyen terme et peut même accroître l'instabilité⁷. Plus précisément :

- Pour la Banque centrale européenne (BCE), la priorité est d'abord de maîtriser l'inflation. Elle relève donc ses taux quand l'inflation est jugée trop forte, et les baisse quand elle est jugée trop faible. Elle surveille aussi le taux de change euro-dollar, car un dollar plus fort rend les importations payées en dollars, notamment l'énergie, plus coûteuses pour l'Europe. Cela peut alimenter l'inflation importée. Dans ce cas, la BCE peut être poussée à relever ses taux pour éviter une hausse durable des prix, même si cela peut freiner les exportations européennes et peser sur l'activité économique. Tant que son objectif de long terme, autour de 2 % d'inflation, ne paraît pas sérieusement menacé, la BCE n'essaie pas de piloter directement le taux de change.
- Pour la Réserve fédérale américaine (Fed), la logique est différente. Comme l'énergie est facturée en dollars, les États-Unis ne subissent pas l'effet d'un dollar fort sur leurs importations énergétiques. La Fed se concentre donc surtout sur ses objectifs pour fixer ses taux directeurs : l'inflation, l'emploi et les conditions de financement de l'État à long terme. Elle tient aussi compte de la manière dont les marchés vont réagir à ses annonces, afin d'éviter des effets contraires à ceux recherchés (voir ci-après). Le fait que l'énergie soit largement payée en dollars donne en pratique un avantage aux États-Unis par rapport à la zone euro. Cela leur permet plus facilement de soutenir leurs exportations, et

⁷ *Études économiques de l'OCDE : République slovaque 2005*, Volume 2005/16 – septembre, OCDE 2006, https://www.oecd.org/content/dam/oecd/fr/publications/reports/2005/09/oecd-economic-surveys-slovak-republic-2005_g1gh496d/eco_surveys-svk-2005-fr.pdf

donc les profits des entreprises américaines, tout en gardant un coût réduit des importations. Lorsque les États-Unis ont imposé le dollar comme monnaie de référence à l'issue de la seconde guerre mondiale, ils se sont ainsi assurés un surplus de compétitivité pour leurs entreprises et un surplus de pouvoir d'achat pour leurs citoyens. La valeur internationale du dollar ne constitue généralement pas une préoccupation essentielle des autorités monétaires américaines⁸. C'est dans ce contexte qu'a été formulée en 1971 la célèbre phrase de John Connolly⁹ : « le dollar est notre monnaie, mais votre problème ».

Les investisseurs financiers essaient donc d'anticiper les décisions des banques centrales sur les taux directeurs. Les marchés montent ou baissent souvent selon l'écart entre ce que les acteurs attendaient et ce qui est réellement annoncé. C'est pourquoi la communication des banques centrales est très préparée : elles cherchent à éviter les surprises, à rassurer les marchés et à limiter les anticipations excessives d'inflation.

Banque centrale : psychologue des marchés de change ?

Imaginons que la BCE décide de relever ses taux directeurs pour lutter contre une inflation trop élevée. En principe, cela rend les placements en euros plus attractifs et peut faire monter l'euro.

Mais si les marchés pensent que cette hausse des taux va trop pénaliser les exportations européennes et réduire les profits des entreprises¹⁰, ils peuvent réagir dans l'autre sens et déplacer leurs capitaux vers d'autres pays ou d'autres monnaies. Cela peut freiner l'investissement et aggraver le ralentissement économique.

Pour éviter ce type de réaction contre-productive, les banques centrales essaient autant que possible d'annoncer leurs intentions à l'avance et d'agir de manière cohérente avec les autres politiques monétaires et budgétaires. Leur crédibilité est essentielle : si les marchés croient en leur capacité à tenir leur ligne, il leur est plus facile de stabiliser les anticipations d'inflation et de mener leur politique monétaire.

On comprend ainsi pourquoi les banques centrales accordent une grande importance à la psychologie des marchés. Beaucoup de responsables de ces banques centrales connaissent d'ailleurs très bien leur fonctionnement, parfois parce qu'ils-elles ont eux-mêmes travaillé auparavant sur le marché des changes. Cela pose toutefois une question récurrente : jusqu'où une banque centrale peut-elle rester indépendante vis-à-vis d'acteurs qu'elle connaît de l'intérieur ?

⁸ Koenig G., *Euro fort, dollar faible, faux problème*, Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe, 2008, HAL open science, <https://hal.science/hal-04058593v1/document>

⁹ Secrétaire d'Etat au Trésor

¹⁰ La théorie économique semble indiquer qu'une surévaluation du taux de change entraînera une baisse de la croissance économique, alors qu'une sous-évaluation a pour effet d'accroître la croissance économique. Source : El Aboudi S., El Bakkouchi M. *L'impact du Taux de Change Réel Effectif et de l'Inflation sur la Croissance Economique des Pays : Une Investigation Empirique en Données de Panel*, *Revue Française d'Economie et de Gestion*, 15/05/2022, <https://www.revuefreg.fr/index.php/home/article/view/653>

2 Déterminants des taux de change

Sur le marché des changes, les taux peuvent bouger en permanence et très rapidement. Plusieurs facteurs expliquent ces variations :

2.1 L'offre et la demande

Le taux de change se forme sur le marché des changes¹¹, c'est-à-dire là où s'échangent chaque jour les monnaies entre différent-e-s acteur-ric-e-s¹² :

- Les banques commerciales et les investisseurs institutionnels qui collectent et placent des fonds, comme les compagnies d'assurance ;
- Les banques centrales qui gèrent leurs réserves en devises et peuvent intervenir si nécessaire sur le cours des devises dont elles ont la charge ;
- Les grandes entreprises qui paient ou reçoivent des sommes dans plusieurs monnaies ;
- Et aussi des particuliers qui boursicotent sur ce marché.

Offre et demande sur le marché des changes, balance des paiements et création monétaire

Prenons un exemple simple. Imaginons qu'un consommateur de la zone euro, qui ne possède que des euros, veuille acheter un produit à une entreprise américaine qui ne veut être payée qu'en dollars. Il doit donc échanger ses euros contre des dollars. Aujourd'hui, cette opération est souvent automatisée par un intermédiaire (banque ou service de paiement) de sorte que le particulier n'a pas à entrer sur le [marché des changes](#) pour effectuer un achat en ligne. Une fois la transaction réalisée, elle apparaît dans le compte courant de la balance des paiements entre la zone euro et les États-Unis.

Le même principe vaut pour les investissements, les prêts ou les autres mouvements de capitaux. Une entreprise américaine attend en général d'être financée en dollars. Un investisseur européen doit donc aussi convertir ses euros en dollars. Ces mouvements sont enregistrés dans la partie du compte de capital de la balance des paiements.

À mesure que les consommateur-ric-e-s européen-ne-s cherchent à se procurer davantage de dollars américains pour leurs achats auprès des entreprises américaines, la demande de conversions d'euros en dollars augmente, ce qui exerce une pression à la hausse sur le prix du dollar américain par rapport à l'euro. Le taux de change dollar-euro augmente. En d'autres termes, il en coûte relativement plus cher d'échanger ses euros pour obtenir des dollars américains.

La compétitivité des entreprises joue un rôle important. Si les entreprises américaines vendent plus facilement leurs produits que les entreprises européennes, les achats en dollars augmentent plus vite que les achats en euros. Cela pousse le dollar à la hausse.

¹¹ *Le taux de change*, Banque de France, EDUCFI, L'Eco en bref, 10/2023, <https://www.banque-france.fr/system/files/2024-08/taux-de-change.pdf>

¹² *Marché des changes (Forex)*, La finance pour tous, 25/02/2026, <https://www.lafinancepourtous.com/decryptages/marches-financiers/fonctionnement-du-marche/marche-des-changes-forex/>

Enfin, on remarquera que l'entrée d'une devise étrangère dans un pays se traduit par de la création monétaire dans ce pays. Quand des euros entrent aux États-Unis pour acheter des produits américains, ils sont échangés contre des dollars. Cela alimente à la fois la création monétaire et les réserves de change. Cette logique a fortement influencé la pensée économique allemande et, par extension, certains choix européens : elle pousse à rechercher des excédents commerciaux durables, donc des entreprises très compétitives et des coûts de production contenus, notamment sur les salaires, la fiscalité et les dépenses sociales ou environnementales.

2.2 Les taux directeurs

Les taux directeurs fixés par une banque centrale influencent l'offre et la demande de monnaie.

C'est le principal outil conventionnel de la politique monétaire : le taux d'intérêt fixé par une banque centrale pour les prêts qu'elle accorde aux banques commerciales qui en ont besoin. Ce taux directeur influence le taux d'intérêt auquel les banques commerciales prêtent à leur tour à leurs clients, notamment les ménages et les entreprises.

En réalité, la BCE utilise, comme d'autres banques centrales, non pas un mais trois taux directeurs différents : le principal taux directeur est celui qui s'applique aux opérations qui permettent aux banques commerciales d'emprunter à la banque centrale des liquidités pour une durée d'une semaine, le deuxième concerne des emprunts pour 24 heures à un taux plus élevé et le troisième s'applique à la situation inverse, à savoir lorsque les banques commerciales disposent d'un excédent de liquidités qu'elles déposent pour 24 heures auprès de la banque centrale – c'est ce que l'on appelle la facilité de dépôt. Dans les deux premiers cas, l'intérêt est payé par la banque commerciale à la banque centrale, c'est le contraire dans le troisième.¹³

Si une banque centrale relève ses taux plus que les autres, les placements dans cette monnaie deviennent plus attractifs. Des capitaux affluent alors vers cette monnaie qui est davantage demandée et tend à s'apprécier par rapport aux autres.

2.3 Les crises

Les crises renforcent souvent le rôle de valeur refuge du dollar. Quand l'incertitude augmente, beaucoup d'investisseurs cherchent à acheter des dollars. Le dollar a donc tendance à monter par rapport aux autres monnaies, comme on l'a vu par exemple pendant la crise des subprimes en 2007 ou la crise sanitaire de 2020.

Cette hausse du dollar réduit le coût des importations pour les États-Unis et peut donc y freiner l'inflation. En revanche, elle rend les exportations américaines plus chères, ce qui peut aggraver le ralentissement économique en pénalisant la production. Dans ce contexte, la Fed devient plus attentive au taux de change. Elle baisse souvent ses taux directeurs pour encourager l'investissement intérieur et relancer l'activité, ce qui tend aussi à faire redescendre le dollar.

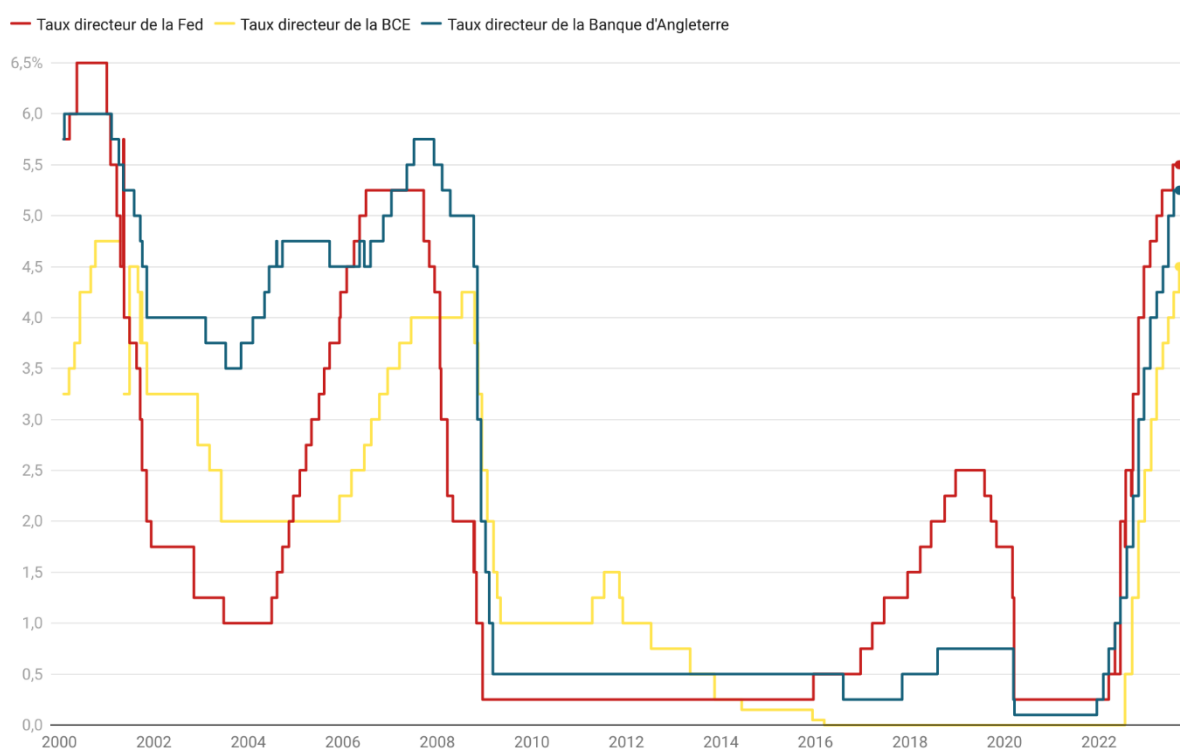
En Europe, l'effet est souvent inverse. Comme l'énergie, et en particulier le pétrole, est payée en dollars, une hausse du dollar renchérit les importations énergétiques et alimente l'inflation importée. Cela réduit aussi la compétitivité des entreprises européennes. La BCE est alors davantage tentée de relever ses taux pour limiter les anticipations d'inflation. C'est ce qui explique qu'après la crise des subprimes, la

¹³ Bayot B. *Une politique monétaire créative, mais à quel prix ?*, 06/2025, https://financite.be/sites/default/files/references/images/politique_monetaire_creative_a_quel_prix-bb-juin2025.pdf

BCE et la Fed n'aient pas toujours réagi de la même manière ni au même rythme. Leurs missions et les réalités économiques qu'elles affrontent ne sont pas identiques.

La BCE a toutefois dû intervenir plus directement lors de la crise de la zone euro en 2012. À ce moment-là, les marchés traitaient les dettes publiques des pays de la zone euro de façon si différente que les écarts de taux d'intérêt devenaient difficiles à tenir et menaçaient la stabilité de l'ensemble. C'est dans ce contexte que Mario Draghi a prononcé son célèbre « Whatever it takes », une formule qui a immédiatement calmé les spéculateur-riche-s.

Évolution des taux directeurs de la Fed, de la BCE et de la Banque d'Angleterre depuis 2000



Fed : borne supérieure de l'intervalle des taux directeurs. BCE : taux MRO.
Graphique: Le Grand Continent - Source: BCE, Fed, Bank of England

2.4 Les décisions politiques

En 1990, l'Allemagne a pris une décision politique dont les effets se font encore sentir en Europe. Lors de la réunification, les autorités allemandes ont décidé que l'ostmark, la monnaie de l'Allemagne de l'Est, serait échangé à parité avec le deutschemark, la monnaie de l'Ouest, alors que sa valeur réelle sur le marché noir était bien plus faible, autour de 4 ou 5 ostmarks pour 1 deutschemark¹⁴.

Après la Seconde Guerre mondiale, le deutschemark symbolisait le retour à la prospérité et à une forme de liberté à la fois politique et consumériste. Le deutschemark symbolisait aussi la victoire économique d'un pays qui s'était fourvoyé dans la pensée nazie et qui avait été battu militairement. Ce symbole

¹⁴ Lenoir L., *Réunification allemande : la désillusion du Deutsche Mark pour tous*, Le Figaro, 09/11/2029, <https://www.lefigaro.fr/economie/le-scan-eco/reunification-allemande-la-desillusion-du-deutsche-mark-pour-tous-20191109>

puissant de l'Allemagne (de l'Ouest) représentait sa capacité à gérer l'économie de manière efficace et à produire des équipements de haute qualité. Ne pas convertir l'ostmark à égalité aurait été perçu comme une manière de considérer les Allemands de l'Est comme des citoyens de second rang. Le choix du 1 pour 1 a donc aussi été un choix politique et symbolique : il s'agissait de préserver l'idée d'une réunification entre égaux.

Mais cette revalorisation artificielle de l'ostmark a alimenté l'inflation. Fidèle à sa doctrine monétaire, la Bundesbank a interprété cette hausse des prix comme un excès de monnaie et a relevé ses taux d'intérêt pour freiner le crédit et l'investissement. Résultat : la croissance allemande a ralenti au début des années 1990 et le chômage a augmenté, surtout dans les Länder de l'Est¹⁵.

Pour les autres pays européens, comme la France ou le Royaume-Uni, cette hausse des taux allemands a été très difficile à gérer. Au même moment, eux cherchaient plutôt à relancer leur économie en abaissant leurs propres taux. Mais avec la libre circulation des capitaux mise en place dans l'Europe de l'époque, l'argent s'est déplacé vers l'Allemagne où les placements rapportaient davantage. Cela a fait monter le deutschemark. Comme les monnaies européennes devaient rester dans une fourchette de change relativement étroite, les autres pays ont été contraints de suivre la politique allemande et d'augmenter eux aussi leurs taux. Cela a freiné l'investissement, la consommation et l'activité, mis les budgets publics sous pression engendrant un cycle d'austérité contraire aux programmes politiques et contribué à une forte hausse du chômage, ce qui fut sanctionné par les électeurs¹⁶.

Cet épisode a montré très clairement aux dirigeants européens qu'avec la libre circulation des capitaux et des taux de change encadrés, les banques centrales nationales ne pouvaient plus mener une politique monétaire vraiment indépendante. En pratique, c'était la Bundesbank qui donnait le ton à toute l'Europe. Le pouvoir politique a donc perdu une grande partie de sa capacité à décider seul s'il fallait soutenir l'activité, financer la transition ou mener une politique plus austère. Ce déplacement du pouvoir vers les autorités monétaires a aussi nourri la défiance démocratique et favorisé la montée des partis extrémistes en Europe.

Face au refus allemand d'interférer avec les décisions de la Bundesbank¹⁷, les dirigeants européens ont accéléré le projet de monnaie unique. Ils-elles ont ainsi créé une Banque centrale européenne installée à Francfort, sur le modèle de la Bundesbank, c'est-à-dire indépendante du pouvoir politique. Autrement dit, c'est au moment où ils-elles ont compris qu'ils-elles ne maîtrisaient plus vraiment leur politique monétaire nationale qu'ils-elles ont accepté d'abandonner leurs monnaies nationales au profit de l'euro.

Le Royaume-Uni a refusé de renoncer à l'indépendance de sa banque centrale et n'a donc pas adopté

¹⁵ Instantanément, les entreprises devaient payer leurs fournisseurs ainsi que les salaires en Deutsche Mark, alors que leur productivité avait pris des décennies de retard. De même, leurs produits ne pouvaient être comparés à ceux de l'ouest, qui pourtant envahissaient les vitrines. Absence de débouchés, coûts d'exploitation démultipliés : dès l'été 1990 et l'entrée en vigueur de l'union monétaire, les faillites se multiplièrent et la production industrielle recula de moitié. Sur un an, le PIB de la RDA baissa d'environ 25% au deuxième semestre 1990, et continuerait à chuter en 1991. Au cours des cinq ans à suivre, une entreprise sur trois sera déclarée en faillite. La dépression inédite qui s'installe à cause de la surévaluation manifeste de la monnaie eut bien sûr des effets sur l'emploi, à rebours des espoirs fédéraux. Sur le seul troisième trimestre 1990, le nombre d'actifs à l'est baissa de 9,6 millions à 8,6 millions. La fuite des citoyens s'accéléra, comme le prédisait la banque fédérale. Par une cruelle ironie, l'arrivée de cette force de travail et de consommation fut particulièrement bien digérée par la RFA, qui connut des croissances de plus de 5% en 1990 et 1991.

¹⁶ En France, la droite remporta largement les élections de 1993 au détriment du parti socialiste alors au pouvoir.
Source : *Elections législatives françaises de 1993*, Wikipédia,
https://fr.wikipedia.org/wiki/%C3%89lections_l%C3%A9gislatives_fran%C3%A7aises_de_1993
[Évolution du chômage – Emploi, chômage, revenus du travail | Insee](#)

¹⁷ L'indépendance de la Banque nationale est un principe de base pour les tenants de la théorie monétariste

l'euro. D'autres pays, comme le Danemark, n'ont pas non plus adopté la monnaie unique, mais ont accepté d'aligner en grande partie leur politique monétaire sur celle de la BCE pour garder un taux de change stable avec l'euro.

L'unification monétaire européenne a ainsi avancé plus vite que l'unification budgétaire et sociale. Cela a accru les écarts entre les économies nationales. Le traité de Maastricht, signé en 1992 et appliqué à partir de 1993, a fixé des règles strictes, comme des limites sur la dette publique, le déficit budgétaire et l'indépendance des banques centrales nationales de la future zone euro.

Cette indépendance des banques centrales signifie aussi que les États doivent se financer principalement auprès des marchés et des banques commerciales, à des taux qui dépendent en partie de la confiance des investisseurs et de la note attribuée par les agences de notation. Le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne justifie depuis lors la rigueur budgétaire car les politiques budgétaires des États sont soumises aux dictats des agences de notation.

Le Japon a suivi une autre stratégie. Comme ce pays dégage depuis longtemps des excédents commerciaux, il reçoit beaucoup de dollars grâce à ses exportations. Au lieu de les convertir massivement en yens, ce qui ferait monter le yen et affaiblirait la compétitivité-prix de ses entreprises, il en réinvestit une grande partie dans des bons du Trésor américain. Cela permet de maintenir un yen relativement bas, mais explique aussi en partie le niveau élevé de la dette publique japonaise.

En maintenant un taux de change yen-dollar bas, le Japon soutient artificiellement la compétitivité de ses produits. Il est ainsi devenu l'un des plus grands détenteurs de dette américaine. Avec plus de 1 000 milliards de dollars investis dans les bons du Trésor des États-Unis, il dispose d'un levier géopolitique important : s'il revendait massivement ces titres ou cessait de les renouveler, les taux d'intérêt américains pourraient remonter fortement et peser sur le financement de l'État américain. Le Japon montre donc qu'une monnaie faible peut aussi être un instrument de puissance.

Cette situation profite aussi aux États-Unis, car elle facilite la vente de leur dette publique et contribue à maintenir des taux d'intérêt relativement bas. En revanche, elle expose leur industrie à une concurrence jugée déloyale. Cet équilibre pourrait devenir plus fragile si le Japon devait rapatrier une partie de ses capitaux en yens pour faire face à ses propres contraintes financières. Une remontée du yen réduirait alors cet avantage.

Laisser le yen monter réduirait pourtant le coût des importations d'énergie du Japon¹⁸ et améliorerait le pouvoir d'achat des ménages. La compétitivité des entreprises japonaises permettrait probablement de supporter un yen plus fort. Néanmoins, dans la culture japonaise, l'harmonie sociale, la collectivité, la coopération et le groupe ont plus d'importance que dans la culture occidentale. Le pouvoir d'achat individuel, et en particulier le prix de l'énergie, y a moins d'importance. Ainsi, le Japon a un réseau de transport public très développé et des limitations de vitesse plus basses que dans la plupart des pays occidentaux, ce qui incite à utiliser les transports publics et réduit l'importance du carburant dans le budget des ménages. Dans cette logique, un yen plus faible peut aussi encourager les économies d'énergie. Au-delà de l'économie, les préférences culturelles peuvent donc aussi influencer la valeur souhaitée d'une monnaie.

La Chine suit, dans une certaine mesure, une stratégie comparable à celle du Japon.

2.5 La spéculation et les attaques spéculatives

Le cas britannique de 1992 est souvent cité pour illustrer la puissance de la spéculation. Refusant de

¹⁸ *Situation énergétique du Japon*, Connaissance des Energies, 10/07/2023, <https://www.connaissancedesenergies.org/situation-energetique-du-japon-241104>

s'aligner complètement sur la politique monétaire allemande, le Royaume-Uni a fini par être poussé hors du système monétaire européen¹⁹. Le 16 septembre 1992, George Soros²⁰ a parié que la livre sterling ne pourrait pas résister à l'écart de taux d'intérêt avec le deutschemark. Il a vendu à découvert une quantité massive de livres sterling, c'est-à-dire qu'il a vendu une monnaie qu'il ne possédait pas encore dans l'espoir de la racheter plus tard à un prix plus bas. Comme une très grande quantité de livres a été mise sur le marché, son cours a chuté. Soros a ensuite racheté les livres à un prix inférieur et a empoché un gain estimé à environ 1,1 milliard de livres. Pour le Royaume-Uni, les conséquences ont été majeures : sortie du système monétaire européen, retour à un taux de change plus libre et hausse du risque de change pour les entreprises actives sur le marché britannique et sur le marché européen. L'épisode a aussi montré qu'un acteur financier privé pouvait, à lui seul, peser très lourd face à un État.

Une fois instaurées la libre circulation des capitaux et l'indépendance des banques centrales, les grands investisseurs ont acquis un poids considérable, parfois au détriment des choix politiques, de la construction européenne et du financement de la transition. Cela a contribué à bloquer l'émergence d'une Europe plus politique et plus sociale.

2.6 Taux de change et prix du pétrole

Comme le pétrole est acheté et vendu en dollars sur les marchés mondiaux, le dollar constitue le premier canal de transmission à l'économie réelle des chocs affectant le prix du brut. En pratique, le prix du dollar influence le prix du pétrole, et le prix du pétrole influence aussi la valeur du dollar, donc notamment le taux de change entre l'euro et le dollar.

2.6.1 L'influence du taux de change du dollar sur le prix du pétrole.

Comme le pétrole s'achète en dollars, toute hausse du dollar rend le pétrole plus cher pour les pays dont la monnaie n'est pas liée au dollar. Pour ces pays, acheter la même quantité de pétrole demande alors plus d'argent. Cela réduit leur pouvoir d'achat réel et pousse souvent ménages, entreprises et États à consommer moins de pétrole²¹. Un dollar plus fort tend donc à freiner la demande mondiale de pétrole. Il peut aussi encourager les économies d'énergie et indirectement rendre la transition énergétique plus nécessaire, même si cette pression pèse davantage sur les économies les plus fragiles. À l'inverse, quand le dollar baisse, le pétrole devient relativement moins cher pour les pays dont les monnaies flottent librement par rapport au dollar comme ceux de la zone euro, le Royaume-Uni ou le Japon. Dans ces pays, la consommation de pétrole peut repartir à la hausse, alors même que la baisse du dollar réduit le pouvoir d'achat des pays producteurs et donc les investissements dans la production. C'est par exemple ce qui s'est produit au début des années 2000 : la baisse du dollar a aidé les exportations chinoises, soutenu la croissance de la Chine, augmenté sa demande d'énergie et contribué à tirer le prix du baril vers le haut.

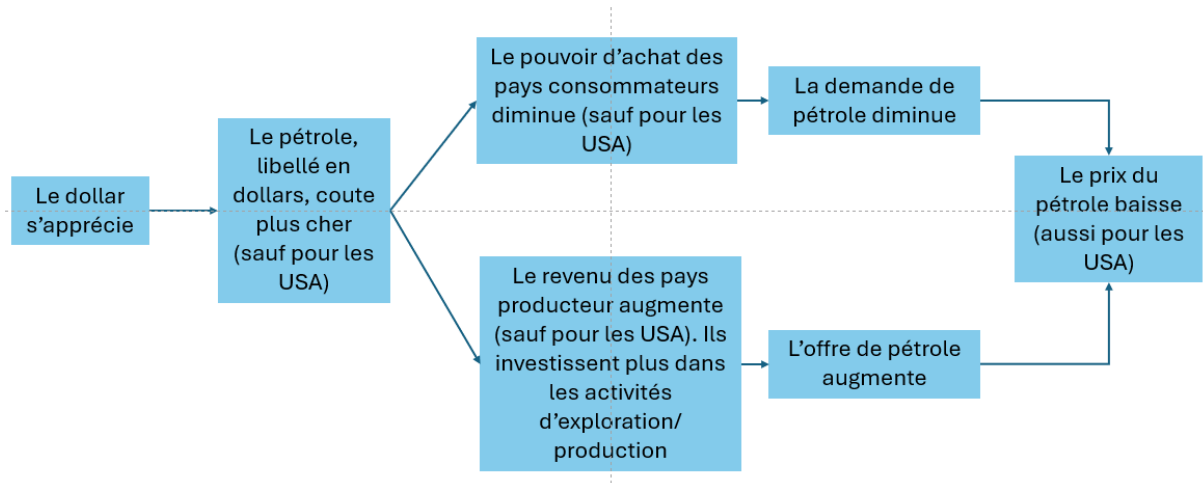
À l'inverse, un dollar plus fort peut améliorer le revenu réel des pays producteurs de pétrole. Comme ils encaissent leurs ventes en dollars, ils disposent alors de davantage de moyens pour financer l'exploration, l'extraction et la production. Autrement dit, la hausse du dollar peut stimuler l'offre de pétrole en encourageant les investissements dans ce secteur.

¹⁹ Le système monétaire européen a été mis en place pour réduire l'exposition au risque de variation des taux de change des entreprises européennes actives dans plusieurs pays, ce qui permet aux entreprises d'avoir plus facilement accès aux marchés des autres pays européens, ce qui accroît leur compétitivité par rapport aux entreprises américaines et japonaises.

²⁰ George Soros, Wikipédia, https://fr.wikipedia.org/wiki/George_Soros

²¹ Cet effet est encore aggravé pour les pays dont la dette publique est libellée en dollars. L'augmentation du dollar augmente la charge des intérêts de la dette publique, ce qui pèse sur le budget et tend à réduire les dépenses publiques

Au total, quand le dollar monte, la demande de pétrole a plutôt tendance à ralentir alors que l'offre peut être soutenue. Ces deux effets vont donc globalement dans le sens d'un pétrole moins cher. À l'inverse, quand le dollar baisse, le pétrole devient plus attractif pour les investisseurs.



Depuis le début des années 2000, le marché du pétrole s'est aussi fortement financiarisé²². Cela signifie que de plus en plus d'acteurs financiers y interviennent. Cette évolution a agrandi le marché et renforcé la relation, souvent inverse, entre le prix du brut et la valeur du dollar.

2.6.2 L'influence du cours du pétrole sur le taux de change du dollar

Depuis les années 1970, le déficit extérieur américain a poussé les pays exportateurs de pétrole, notamment ceux de l'Opep (Organisation des pays exportateurs de pétrole), à diversifier davantage leurs placements²³. Cette diversification passe en particulier par les fonds souverains devenus des acteurs majeurs de la finance mondiale. Pendant longtemps, jusque dans les années 1960, une grande partie des revenus pétroliers était réinvestie aux États-Unis. Quand le prix du pétrole montait, la demande en dollars augmentait aussi, ce qui faisait monter le dollar. À cette époque, le pétrole et le dollar évoluaient donc souvent dans le même sens²⁴.

Le pic pétrolier qui survint à la fin des années 1960 et culmina en 1973 a changé la donne. Pour sortir de la récession, la Fed a maintenu des taux directeurs relativement bas afin d'inciter à l'investissement et relancer l'économie. En Europe, au contraire, plusieurs banques centrales (dont la Banque nationale de Belgique), emmenées par la Bundesbank allemande, ont relevé leurs taux pour lutter contre l'inflation liée à la hausse du pétrole. Cet écart de taux a poussé des capitaux à quitter massivement les États-Unis au profit de l'Europe et du Japon. La confiance dans le dollar s'est affaiblie, la spéculation contre lui s'est accentuée et les États-Unis ont été forcés d'abandonner la convertibilité du dollar en or en 1971.

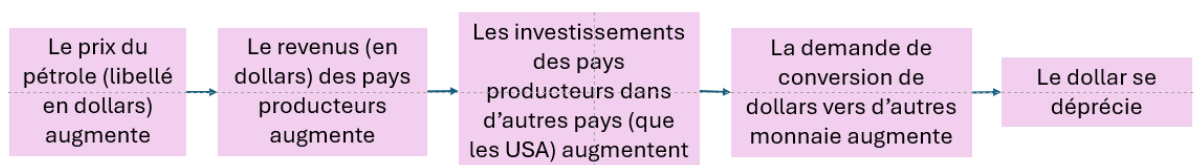
Depuis les années 1970, une part plus importante des revenus pétroliers est investie en Europe et dans

²² Alhaji A., *Comment le cours du dollar affecte-t-il le prix du pétrole ?* Project Syndicate, 26/05/2008, <https://www.project-syndicate.org/commentary/how-does-the-weak-dollar-affect-oil-prices/french>

²³ 1971 est la première année du XX^e siècle pour laquelle les États-Unis ont un déficit commercial, à la suite des dépenses de la conquête spatiale, des coûts générés par la guerre du Viet-Nam et de la perte de compétitivité des entreprises américaines face aux entreprises européennes et japonaises

²⁴ Migon V. *Pétrole et dollar : deux facettes d'un même pouvoir ?* Cairn.info, 12/12/2016, <https://shs.cairn.info/revue-internationale-et-strategique-2016-4-page-91>

les pays émergents. Quand le prix du pétrole augmente, la demande pour d'autres monnaies que le dollar peut donc progresser davantage qu'auparavant. Selon les choix d'investissement des pays producteurs, cela peut contribuer à affaiblir le dollar plutôt qu'à le renforcer.



Les pays producteurs de pétrole cherchent aussi à se protéger contre une baisse du prix du baril en plaçant une partie de leurs pétrodollars dans des obligations en dollars, notamment des titres publics américains. Si le prix du pétrole baisse, les besoins de financement du Trésor américain peuvent diminuer, ce qui permet parfois d'émettre de nouveaux titres avec des taux plus faibles. Quand les nouveaux taux baissent, la valeur des anciennes obligations achetées à des taux plus élevés augmente. Cela soutient donc la valeur des portefeuilles obligataires détenus par les pays producteurs et compense en partie la baisse de leurs revenus pétroliers.

2.6.3 Dangers de la dépendance de l'Europe au pétrole acheté en dollars

La dépendance de l'Europe au pétrole, au gaz ou à l'uranium achetés en dollars expose l'économie européenne à plusieurs risques :

- Risque d'inflation si les ressources deviennent plus rares ou si les pays producteurs augmentent leurs prix. Cette inflation liée aux énergies fossiles est parfois appelée « brownflation ». Elle pèse fortement sur l'économie européenne, même si elle ne modifie pas toujours directement les taux de change lorsque tous les pays subissent en même temps une hausse comparable des prix.
- Risque de hausse ou de baisse de l'euro selon la façon dont les pays producteurs d'énergie choisissent d'investir leurs revenus en Europe ou ailleurs.
- Risque de baisse de l'euro en cas de crise financière déclenchée par une crise énergétique, car dans ces moments-là les investisseurs se réfugient souvent vers le dollar.
- Risque de baisse de l'euro si les entreprises européennes perdent en compétitivité, soit parce qu'elles accusent un retard technologique, soit parce qu'elles dépendent trop des énergies fossiles, soit encore parce que l'énergie coûte plus cher en Europe qu'aux États-Unis.

L'Union européenne doit donc gérer l'ensemble de ces risques. Cela suppose de réduire sa dépendance aux énergies fossiles achetées en dollars, mais aussi sa dépendance aux capitaux liés aux revenus pétroliers. L'UE doit investir davantage dans une politique énergétique et industrielle capable d'accélérer la transition. Il faudrait limiter le recours aux marchés financiers en autorisant la BCE à créer de la monnaie libre de dettes. Cela permettrait un financement plus direct afin et réduirait les mouvements de capitaux susceptibles de fragiliser l'économie européenne et la réalisation de la transition.

2.7 L'hétérogénéité des comportements et anticipations mimétiques

À l'inverse des modèles économiques mathématiques, l'économiste Albert Aftalion²⁵ a développé une approche fondée sur la psychologie humaine. Cette idée s'applique aussi bien aux marchés financiers qu'au marché des changes. Selon lui, les taux de change dépendent beaucoup de la manière dont l'opinion publique et les marchés jugent les politiques économiques menées dans les différents pays.

Voici l'idée, en simplifiant :

1. Les acteur·rice·s du marché des changes ont besoin d'informations fiables pour décider quoi acheter ou vendre. Mais ces informations sont souvent partielles, incomplètes et valables seulement à très court terme. Il est donc très difficile de prévoir avec certitude l'évolution future d'un taux de change, qui reste par nature très instable ;
2. Beaucoup d'acteur·rice·s regardent les mêmes indicateurs économiques, s'appuient sur les mêmes théories et tirent souvent les mêmes conclusions au même moment. Cela favorise des réactions collectives très rapides.

Pour Albert Aftalion, les nouvelles, les dépêches, les rumeurs sur la situation économique, monétaire ou politique des différents pays du monde modifient en permanence la vision qu'ont les marchés de la situation. L'ambiance du marché peut donc changer plusieurs fois dans une même journée, voire dans une même heure.

Dans cette approche, les anticipations se forment donc de manière mimétique : chacun·e essaie d'anticiper ce que la majorité du marché va penser ou faire. Cela va à l'encontre de la vision classique de l'« homo œconomicus », selon laquelle chacun·e agirait de façon parfaitement rationnelle en calculant calmement ses gains futurs. Le mimétisme, ou comportement grégaire, peut au contraire créer de fortes instabilités et à des crises financières. Il peut provoquer aussi bien un enthousiasme excessif qu'une peur disproportionnée, avec à la clé des hausses ou des chutes brutales des prix des actifs et des monnaies, comme on l'a vu sur certains marchés spéculatifs tels que le bitcoin. Ces mouvements peuvent produire des bulles puis des krachs, c'est-à-dire des écarts croissants entre la valeur de marché d'un actif et sa valeur économique réelle. Keynes considérait toutefois que ce mimétisme pouvait aussi être une forme de rationalité pratique : suivre le marché peut permettre de profiter d'informations détenues par d'autres acteur·rice·s mieux informé·e·s.

La théorie d'Albert Aftalion n'est pas traduisible en modèle mathématique. Elle ne permet donc pas de prévoir précisément les taux de change ni de construire facilement des outils financiers pour se couvrir contre le risque. Pourtant, elle décrit de manière assez réaliste le comportement des marchés. C'est aussi pour cela que les économistes et les financier·ère·s ont tant de mal à prévoir les crises avant qu'elles n'éclatent.

Effet Veblen et mimétisme, lorsque les marchés défont la théorie économique classique

La théorie économique classique part du principe que, quand le prix d'un bien augmente, la demande baisse en général. On parle alors d'élasticité négative de la demande. C'est ce que l'on observe pour beaucoup de biens et de services. Dans ce cadre, le prix joue normalement un rôle d'équilibre entre

²⁵ [Albert Aftalion, Wikipédia, https://fr.wikipedia.org/wiki/Albert_Aftalion](https://fr.wikipedia.org/wiki/Albert_Aftalion) ; Albert Aftalion, *Monnaie, prix et change*, p 495

l'offre, la demande et les investissements.

Mais certains produits ne suivent pas cette logique. Leur demande peut au contraire augmenter en même temps que leur prix. C'est ce qu'on appelle l'effet Veblen. On le voit notamment dans le luxe, où un prix élevé peut être perçu comme un signe de prestige, de rareté ou de réussite sociale. Dans ce cas, le prix élevé attire au lieu de repousser. Bien sûr, cela a des limites : si le produit devient trop cher ou perd son image, la demande finit par reculer.

Sur les marchés financiers, un mécanisme comparable peut apparaître à cause du mimétisme. Quand un actif, une monnaie ou un secteur est à la mode, sa hausse peut attirer encore plus d'acheteur·euse·s simplement parce qu'il monte déjà. Cela a été observé sur différents actifs spéculatifs dans l'histoire. Ainsi, certains produits financiers, dont les monnaies ou les actions liées à l'Intelligence artificielle ou encore les bulbes de tulipe au XVII^{ème} siècle, échangés sur les marchés voient et ont vu leur demande augmenter simultanément à leur prix.

Un phénomène similaire pourrait apparaître pour certains biens indispensables à la transition, comme les batteries, les panneaux photovoltaïques ou les éoliennes, si la transition est trop tardive et mal anticipée. Si certaines ressources deviennent rares alors que le besoin de ces équipements explose, leurs prix pourraient grimper en même temps que la demande. Cela rendrait la transition énergétique encore plus difficile au moment même où elle deviendrait urgente

2.8 Compétitivité des entreprises et dépendance énergétique des pays

On peut évaluer la force que doit avoir une monnaie selon la compétitivité et la plus-value apportée par les industries nationales et la dépendance aux énergies fossiles. Selon ces deux critères, un pays aura intérêt à avoir une monnaie faible ou forte.

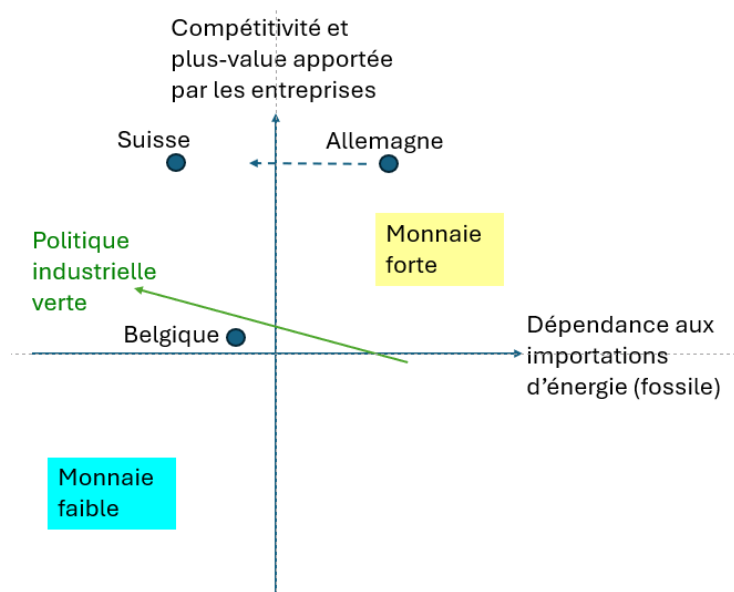
Un pays qui dispose d'entreprises très compétitives, ou capables de vendre des produits à forte valeur ajoutée, et qui dépend beaucoup des importations d'énergie, a souvent intérêt à avoir une monnaie forte. En effet, ses entreprises peuvent vendre cher, tandis qu'une monnaie forte réduit le coût des importations d'énergie et d'autres intrants. Cela allège les coûts de production et améliore aussi le pouvoir d'achat des habitant·e·s.

L'Allemagne correspond assez bien à ce cas. Son économie repose largement sur des produits haut de gamme comme les voitures, les machines-outils ou certains équipements industriels²⁶, tout en restant dépendante des importations d'énergie, surtout depuis sa sortie progressive du nucléaire. Le deutschemark, puis l'euro, ont donc longtemps été associés à l'idée d'une monnaie forte. Si l'Allemagne réduit davantage sa dépendance énergétique, notamment grâce aux renouvelables, au stockage et à d'autres solutions, le besoin d'un euro très fort pourrait devenir moins central pour elle.

La Suisse se trouve dans une situation un peu intermédiaire. Elle produit à la fois des biens de luxe et des produits de haute technologie²⁷, tout en étant relativement moins dépendante sur le plan énergétique grâce à l'hydroélectricité et au nucléaire.

²⁶ Bien que cette gamme de produits développée à la sortie de la seconde guerre mondiale soit sur des marchés régressifs, de plus en plus concurrencés par la Chine et développant moins de marges que les produits IT développés depuis les années 80

²⁷ *La haute technologie, un moteur des exportations suisses*, Swissinfo.ch, 14/01/214, <https://www.swissinfo.ch/fre/la-haute-technologie-un-moteur-des-exportations-suissees/37730312>

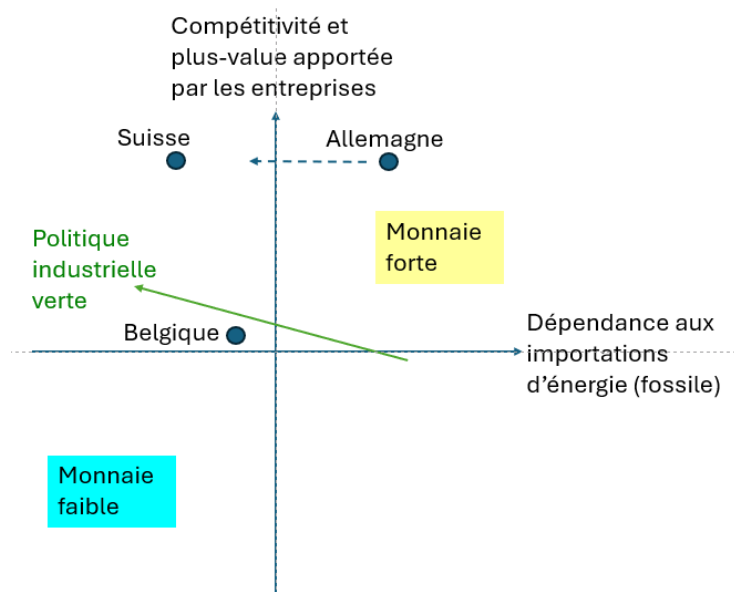


À l'inverse, un pays dont les entreprises sont moins compétitives mais qui dépend peu des importations d'énergie peut avoir intérêt à une monnaie plus faible. Cela rend ses produits moins chers à l'étranger, sans dégrader trop fortement le pouvoir d'achat intérieur ni les coûts de production.

La Belgique se situe elle aussi dans une position intermédiaire. Ses entreprises sont souvent positionnées sur le milieu de gamme, tandis que le pays dispose d'atouts pour limiter sa dépendance énergétique. Dans ce contexte, un euro un peu moins fort pourrait aider les entreprises belges, à condition que cette relative autonomie énergétique soit préservée. Cela explique l'importance des débats sur la stratégie à long terme de la production d'énergie électrique : boucle du Hainaut, développement éolien off-shore et terrestre, stockage de l'électricité par des stations de transfert d'énergie par pompage ou batteries, prolongation /construction de centrales nucléaires, etc.

L'euro facilite clairement les échanges entre les pays européens. Mais il crée aussi des tensions, car les pays de la zone euro n'ont ni le même niveau de compétitivité, ni la même spécialisation industrielle, ni la même dépendance énergétique. Une même monnaie ne peut donc pas correspondre parfaitement aux besoins de tous.

Dans cette perspective, une politique industrielle verte visant d'abord à renforcer l'indépendance énergétique, puis à améliorer la compétitivité des entreprises et la qualité de l'emploi, conduirait plutôt à préférer un euro relativement faible. L'idée est qu'en progressant plus vite sur l'autonomie énergétique que sur les gains de compétitivité, l'Europe aurait moins besoin d'une monnaie très forte.



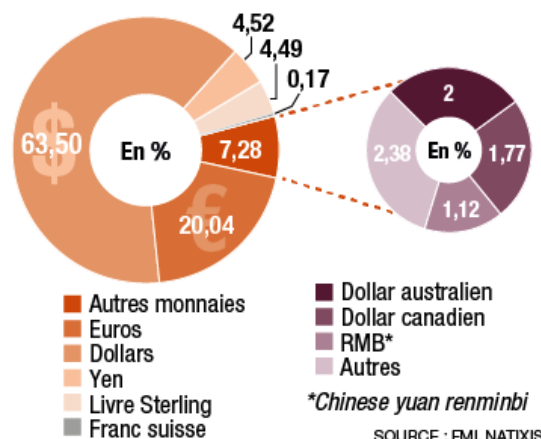
2.9 L'euro est renforcé par son statut de monnaie de réserve

Une monnaie de réserve est une monnaie que les banques centrales gardent en stock pour sécuriser leurs réserves. Autrefois, ce rôle était surtout joué par l'or. Aujourd'hui, certaines monnaies peuvent remplir une fonction similaire.

Depuis la Seconde Guerre mondiale, le dollar est resté la principale monnaie de réserve au niveau mondial, et aussi la monnaie la plus échangée sur le marché des changes :

Le dollar écrase tout

Structure par devises des réserves de change des banques centrales, au 3^e trimestre 2017



Pour les marchés financiers, la dette publique joue le même rôle que la monnaie de banque centrale pour

le système bancaire : la forme ultime de la liquidité ²⁸. Une dette publique sert ainsi de monnaie pour les marchés financiers : elle doit être sûre, sans risque, liquide et disponible en quantité suffisante. Elle permet alors les échanges de titres et l'emprunt financier.

Pour qu'une monnaie puisse servir de monnaie de réserve, la dette publique qui a servi à émettre cette monnaie (la monnaie étant créée à chaque fois qu'un emprunt est réalisé), elle doit inspirer confiance et répondre à plusieurs conditions :

- Être disponible en grande quantité ;
- Être très liquide, c'est-à-dire pouvoir être achetée ou vendue rapidement par les acteur·rice·s financier·ère·s ;
- Présenter un risque de défaut très faible, autrement dit offrir une forte probabilité que l'État rembourse bien ce qu'il doit.

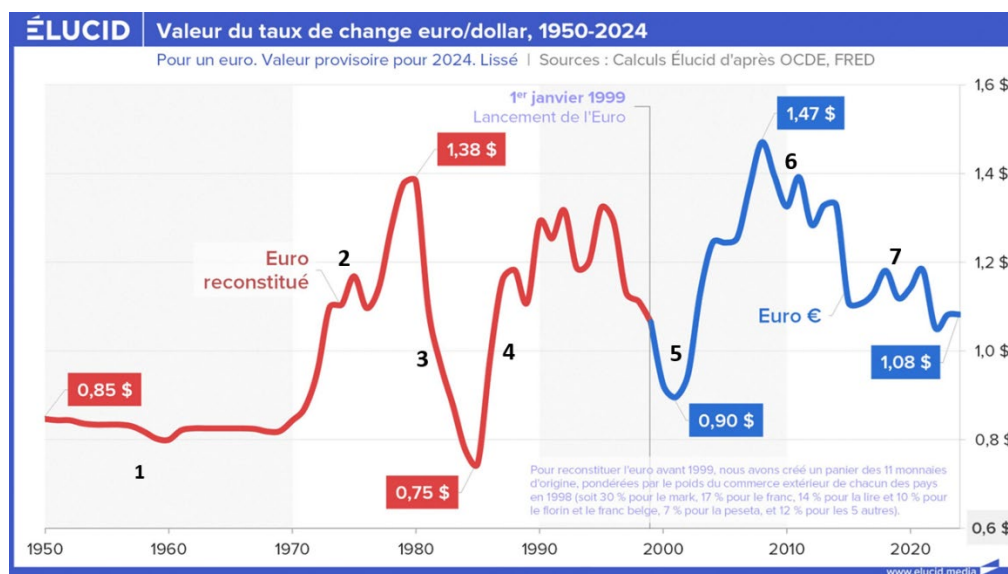
Une monnaie de réserve apporte donc des avantages importants. Les banques centrales étrangères achètent les titres libellés dans cette monnaie pour constituer leurs réserves et, dans certains cas, pour intervenir sur leur propre taux de change. En période de crise, beaucoup d'investisseurs se tournent aussi vers ce type de monnaie jugée plus sûre.

Cette forte demande de dette libellée dans une monnaie de réserve tend à faire monter cette monnaie et donc à la renforcer. Elle permet aussi à l'État émetteur d'emprunter à des taux plus faibles, puisque les investisseurs acceptent des rendements plus bas pour des titres jugés sûrs. Enfin, quand un État s'endette dans sa propre monnaie, une baisse de sa devise n'augmente pas mécaniquement le poids de sa dette publique. Dans cette logique, la solidité de la dette publique joue donc un rôle important dans le maintien d'un euro relativement fort.

²⁸ Hockett R.C., Omarova S.T, *The Finance Franchise*, 09/2016, Cornell University, Law Scoll, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2820176

3 Conclusions : évolution du taux de change euro-dollar

Maintenant que nous avons passé en revue les principaux facteurs qui influencent le taux de change, nous pouvons retracer plus simplement les grandes étapes de l'évolution de l'euro face au dollar :



Source : Graphique d'Elucid²⁹ - évolution du taux de change euro/dollar de 1950 à 2024

Avant 1999, l'euro a été reconstitué (en rouge).

1. De la fin de la Seconde Guerre mondiale jusqu'au début des années 1970, le taux de change euro-dollar reconstitué reste globalement stable, autour de 0,85.
2. Les années 1970 sont marquées par la hausse du pétrole, la baisse des taux de la Fed, la hausse des taux de plusieurs banques centrales européennes et la fin du système de change fixe. Tout cela contribue à affaiblir fortement le dollar et donc à faire monter l'euro reconstitué.
3. Au début des années 1980, la Fed mène une politique monétaire très restrictive avec des taux d'intérêt très élevés. Le dollar se renforce alors fortement, ce qui fait reculer l'euro reconstitué.
4. À la fin des années 1980, le prix du pétrole recule fortement. Une partie des pétrodollars est alors investie dans d'autres monnaies, ce qui affaiblit le dollar et soutient les monnaies européennes.
5. À la fin des années 1990, l'économie américaine repart fortement et la bulle internet attire les capitaux vers les États-Unis. La demande de dollars augmente, ce qui fait monter le dollar et baisser l'euro.

²⁹ www.Elucid.com

6. Au début des années 2000, la création de l'euro, qui devient rapidement une monnaie de réserve, amenuise le rôle de monnaie de réserve du dollar. Des banques centrales diversifient alors leurs réserves, achètent davantage d'euros et contribuent à sa forte appréciation face au dollar.
7. La crise des subprimes, puis celle des dettes souveraines et la perte de compétitivité des entreprises européennes consécutives aux politiques d'austérité font baisser fortement l'euro, même si celui-ci reste à un niveau supérieur à celui observé durant l'époque de Bretton Woods.

Le taux de change euro-dollar résulte donc d'une combinaison complexe de facteurs — taux directeurs, crises, décisions politiques, spéculation, prix du pétrole et statut de monnaie de réserve — qui rend vaine toute idée d'un « bon » niveau de change qui serait piloté par les gouvernements. L'histoire récente montre aussi que ces mécanismes ont largement façonné la construction européenne elle-même, de l'indépendance des banques centrales à la création de l'euro. Comprendre ces déterminants est donc essentiel non seulement pour anticiper les mouvements de l'euro, mais aussi pour éclairer les choix stratégiques de l'Europe en matière d'énergie et de compétitivité industrielle.

Julien Henry
Juillet 2026

Nos recommandations

En lien avec cette analyse, le mémorandum Financité « 52 propositions pour une finance au service de l'intérêt général, proche et adaptée aux citoyen-ne-s »³⁰ plaide pour.

Avoir une politique monétaire en faveur de la collectivité

Financité demande aux autorités européennes d'imposer à la Banque centrale européenne de limiter ses programmes d'achats d'actifs à ceux qui favorisent des activités avec une réelle plus-value sociale et environnementale et de conditionner le refinancement des banques à l'octroi par celles-ci de crédits en faveur de telles activités.

Financité demande aux autorités européennes d'imposer à la Banque centrale européenne de pérenniser et amplifier la détention à son actif d'une partie substantielle des dettes souveraines afin de soustraire celles-ci aux exigences et aléas des marchés financiers.

Financité demande aux autorités européennes de charger la Banque centrale européenne d'étudier en profondeur les possibilités en matière de don monétaire européen de la Banque centrale à l'autorité publique européenne et d'en faire rapport.

Nos actions

Pour aller plus loin, nous vous recommandons l'activité :

« La BCE en bref » : Cette banque imprime notre argent, sauve d'autres banques et décide de taux d'intérêt. Elle vaut bien un peu d'attention, non ? Atelier - 2h00

« Banco : comprendre la Banque centrale européenne et en prendre le pouvoir pour financer la transition » : Ne faites pas sauter la banque, elle pourrait devenir un outil démocratique au service de la transition ! (créé par le groupe citoyen « Plans B pour la BCE ») Jeu - 2h30

« Fresque de la monnaie » : Bien plus étonnant que ses anecdotes historiques, la monnaie révèle des supers pouvoirs. Saurez-vous les dompter et enfin comprendre comment elle fonctionne pour mieux l'utiliser ? Atelier - 3h « Vers la mort du cash ? »

[Organiser une animation](#) / [Consulter nos animations](#)

L'auteur est membre du groupe Plans B pour la BCE, accompagné par Financité, qui étudie et vulgarise les enjeux auxquels est confrontée la Banque centrale européenne. Leurs travaux sont publiés sur le site de Financité ainsi que sur leur compte LinkedIn (#BCEvolution).

³⁰ Mémorandum Financité 2024 / <https://www.financite.be/fr/news/decouvrez-notre-memorandum-en-vue-des-elections-2024>



A propos de Financité

Si vous le souhaitez, vous pouvez nous contacter pour organiser avec votre groupe ou organisation une animation autour d'une ou plusieurs de ces analyses. Cette analyse s'intègre dans une des 5 thématiques traitées par Financité, à savoir :

Environnement : Nous pensons que la finance doit urgemment accompagner la transition écologique. La charge des investissements supplémentaires nécessaires ne pas porter atteinte à la satisfaction des besoins essentiels de la population et, en particulier, des classes populaires. Depuis 2005, nous analysons la qualité des produits d'investissement socialement responsable au travers de listes noires d'investissement et plaidons pour la mise en place d'une norme légale minimale stricte pour qualifier un fonds d'investissement de durable.

Inclusion : L'inclusion financière fait référence à un processus par lequel une personne peut accéder à et/ou utiliser des services et produits financiers proposés par des prestataires classiques, adaptés à ses besoins et lui permettant de mener une vie sociale normale. Financité a développé une activité importante en matière d'inclusion financière depuis le début des années 2000 : études sur l'élaboration d'un service bancaire universel, études sur l'inclusion financière, analyses, animations, plaidoyer... Elle a créé et participé au European Financial Inclusion Network (EFIN) et à divers programmes de microépargne et de prévention du surendettement.

Responsabilité : La finance peut être qualifiée de responsable si elle porte la même attention aux conséquences sociales, environnementales et économiques de son activité ou, pour le dire autrement, si elle ne porte pas atteinte à l'intérêt général. Pour s'assurer que la finance serve l'intérêt général, Financité s'intéresse notamment à la stabilité du secteur et aux deux grands facteurs de production, le capital et le travail. Nous y consacrons des analyses, animations, plaidoyer... mais nous approchons aussi cette dimension au travers de partenariats comme la Coalition Corona ou le Réseau pour la Justice fiscale.

Solidarité : La finance solidaire est une finance responsable plus engagée puisqu'elle consiste à fournir, sans visée spéculative et moyennant une rémunération limitée, l'argent nécessaire à la réalisation d'opérations économiques qui présentent une valeur ajoutée pour l'humain, la culture et/ou l'environnement, en vue de favoriser le bien commun, la cohésion sociale et la gouvernance démocratique. Pour promouvoir cette finance solidaire, Financité est notamment à l'origine du label Finance solidaire et de la coopérative de financement de l'économie sociale F'in Common.

Proximité : Une finance de proximité favorise la création de réseaux d'échanges locaux, resserre les liens entre producteur-riche-s et consommateur-riche-s et soutient financièrement les initiatives au niveau local. Notre objectif est de favoriser les filières de circuit courts et d'économie circulaire ainsi qu'une consommation responsable, notamment à travers la mise en place de systèmes d'échanges comme les monnaies locales et citoyennes.

Depuis 1987, des associations, des citoyen-ne-s et des acteurs sociaux se rassemblent au sein de Financité pour développer et promouvoir la finance responsable et solidaire. L'ASBL Financité est reconnue par la Communauté française pour son travail d'éducation permanente.