

EURO

Renforcer son rôle dans le système monétaire international

PLUS DE DEUX ANS APRÈS SON introduction, l'euro présente un bilan largement positif, trop souvent éclipsé par sa dépréciation contre dollar. Il a aidé la zone euro à résister aux différents chocs exogènes auxquels elle a été confrontée et il a été un catalyseur des transformations et des restructurations des économies européennes. Il a pris une place importante sur



JACQUES DE LAROSIÈRE
Gouverneur honoraire
Banque de France

les marchés financiers internationaux, particulièrement sur le marché obligataire. Même s'il demeure encore des étapes à franchir avant que l'euro n'atteigne un statut de devise mondiale comparable au dollar américain, son existence même est de nature à améliorer en profondeur le fonctionnement du système monétaire international.

L'IMPACT PROGRESSIF DE L'EURO

Sur le marché des biens et services, le dollar demeure la devise de référence avec 60 % du commerce mondial libellé ou financé dans cette devise (soit 4 fois le PIB américain), l'euro occupant la deuxième place avec 15 % (1,9 fois le PIB de la zone¹). Le rôle de l'euro comme monnaie de réserve est encore modeste face au dollar qui représentait les deux tiers des réserves officielles à la fin de 1999². Mais son rôle comme monnaie de réserve pourrait progresser dans l'avenir pour deux raisons essentielles.

Le succès à long terme de l'euro repose en partie sur l'intensification des réformes structurelles dans l'Union européenne, l'harmonisation des réglementations, la libéralisation des marchés. Ces évolutions soutiendraient la monnaie européenne face au dollar.

En premier lieu, le succès de l'euro en matière de stabilité monétaire fera apparaître cette devise, sur longue période, comme un bon conservateur de valeur. Par ailleurs, le développement spectaculaire du marché des instruments libellés en euros favorisera la détention de cette monnaie par les institutions financières à travers le monde.

En second lieu, le processus d'élargissement de l'Union européenne vers l'Europe de l'Est va, à terme, rapprocher un certain nombre de pays de l'euro. D'ores et déjà, Chypre, la Macédoine, la Bosnie Herzégovine, la Bulgarie et l'Estonie ont lié leurs monnaies à l'euro (les trois derniers au moyen d'un *Currency board*). La Hongrie a adopté l'euro comme référence pour son système *crawling peg*. La Slovaquie gère aussi son flottement en se référant à l'euro. Avec l'intégration monétaire, à terme, des pays candidats, l'assise géographique de l'euro est destinée à s'étendre substantiellement.

Mais, de manière plus large, comment peut-on envisager le rôle de l'euro dans le fonctionnement même du système monétaire international ?

UNE MONNAIE D'ANCRAGE

Pour le moment, le système est caractérisé par le flottement des trois plus grandes devises : le dollar, l'euro et le yen. Dans un contexte de capitaux entièrement libres, de déséquilibres massifs des balances des paiements, et dans une situation où il n'existe pas de réelle coordination des politiques économiques entre les trois zones, le flottement des monnaies présente

“ Une monnaie d'ancrage dont la gestion interne ne maîtriserait pas le glissement inflationniste aurait peu de chance de devenir ou de demeurer un aimant puissant. ”

l'avantage de simplifier la conduite de la politique monétaire du G3. Ceci est d'autant plus vrai pour ceux d'entre eux qui sont relativement protégés de l'extérieur par le carac-

tère intégré et continental de leur commerce. C'est le cas en particulier des Etats-Unis et de l'Europe.

Mais pour les autres pays, notamment les pays de taille petite ou moyenne qui sont très ouverts sur l'extérieur, le fonctionnement du système actuel, caractérisé par une grande volatilité des changes, est extrêmement pénalisant. Paradoxalement, cette volatilité est particulièrement négative pour les pays qui se comportent bien sur le plan de la discipline économique. Ceux-ci peuvent se voir littéralement submergés, selon l'humeur des investisseurs, les à-coups politiques et les phénomènes de contagion, par des entrées et des sorties de capitaux à court terme, et cela à tout moment.

En dehors de la création d'une monnaie mondiale qui apparaît aujourd'hui comme un rêve plus que comme une solution, il existe deux manières de sortir d'une telle situation :

- dans une première perspective, les trois grands ensembles monétaires s'organiseraient afin de gérer leur change de manière concertée. Ceci impliquerait que les pays en question acceptent, dans certaines circonstances, de subordonner leurs décisions de politique économique interne à des considérations de caractère externe. Mais cette perspective paraît aujourd'hui peu réaliste ;
- dans une seconde perspective, on assisterait à la formation d'ensembles monétaires régionaux ancrés sur une des trois monnaies de référence (ou, le cas échéant sur un panier de ces devises) choisie notamment en fonction de la composition du commerce extérieur des zones régionales intéressées. C'est cette direction – déjà engagée – qui semble la plus vraisemblable. Elle s'accompagnera sans doute d'une intensification des échanges commerciaux et des mouvements de capitaux entre les ensembles régionaux considérés et la zone émettrice de la monnaie d'ancrage.

...

... Dans ce grand mouvement, vraisemblable, de «polarisation monétaire», la qualité de la monnaie d'ancrage constituera à terme un élément essentiel dans le choix des participants au système. Une monnaie d'ancrage dont la gestion interne ne maîtriserait pas le glissement inflationniste, et qui perdrait de ce fait de son pouvoir d'achat, aurait peu de chance de devenir ou de demeurer un aimant puissant.

C'est dans cette perspective que se situe l'importance, non seulement pour l'Europe elle-même, mais aussi pour la qualité du fonctionnement de notre monde global, d'une gestion anti-inflationniste de l'euro.

DES CONSÉQUENCES
DÉJÀ POSITIVES...

L'Europe a déjà relevé avec succès le défi de l'entrée en vigueur de l'euro. La croissance se situe autour de 3 % depuis trois ans. L'inflation a été maîtrisée : la hausse

Il est vrai que la faiblesse de l'euro face au dollar a été l'occasion pour de nombreux commentateurs de mettre en doute la validité de l'entreprise.

... MALGRÉ LA BAISSÉ
DE LA MONNAIE EUROPÉENNE

Il y a là une complète erreur de perspective. Dans un monde où les mouvements de capitaux sont libres et où les cycles économiques sont désynchronisés, il est inévitable – bien que regrettable – que les variations de change soient amples. Les investissements massifs effectués depuis deux ans aux Etats-Unis par les Européens ont largement contribué à la baisse de l'euro. Mais quand on reprend l'histoire des relations entre dollar et monnaies européennes depuis le début des années 80, on s'aperçoit que le positionnement actuel de l'euro face au dollar reste en ligne avec les évolutions observées depuis vingt ans, et qu'il est, en termes

“ Seul un approfondissement des réformes structurelles en cours, qui concernent les marchés des capitaux, des biens et celui du travail, permettrait d'asseoir durablement le succès de l'euro sur les marchés internationaux. ”

des prix à la consommation aura été inférieure en moyenne à 2 % sur les deux dernières années, face à 2,8 % aux Etats-Unis. N'est-ce pas là le vrai test de succès pour une banque centrale ? C'est, en effet, sur le pilier de la stabilité monétaire que l'Union monétaire et la Banque centrale européenne ont été construites. Cet objectif a été respecté. Les autorités monétaires européennes ont agi avec prudence et efficacité. Les détenteurs d'euros, salariés ou épargnants, qui voient leur pouvoir d'achat préservé, le savent. C'est sur leur jugement quotidien et sur leurs attentes que se forge, au fil du temps, la crédibilité d'une Banque centrale.

réels (PPP), peu éloigné de son point d'équilibre.

Ce qui est important c'est que la baisse de l'euro contre dollar ne se traduise pas par une reprise de l'inflation dans la zone. Or, cela n'a pas été le cas.

De manière plus générale, l'Europe doit apprendre la leçon que nous ont enseignée les Etats-Unis, à savoir de ne pas nous polariser sur les variations au jour le jour du taux de change. L'Europe est la monnaie d'un des ensembles économiques les plus puissants du monde, dont l'inflation est maîtrisée. Les entreprises y sont dans une situation financière saine ; le taux d'épargne des ménages y est

très élevé ; les déficits publics y sont assez faibles et, contrairement à ce qui se passe aux Etats-Unis, la balance courante est équilibrée (-0,4 % du PIB en 2000). Tous ces éléments fondamentaux devraient contribuer à soutenir l'euro.

UNE MEILLEURE INTÉGRATION
EUROPÉENNE

Pour jouer pleinement ce rôle international, tirer tout le parti possible de la monnaie unique, l'Union européenne doit relever un certain nombre de défis qui dépassent le domaine technique.

Seul un approfondissement des réformes structurelles en cours, qui concernent les marchés des capitaux, celui des biens mais également celui du travail, permettrait d'asseoir durablement le succès de l'euro sur les marchés internationaux, en rendant la zone encore plus attrayante pour les investisseurs étrangers. Il y a l'impérieuse nécessité de réduire les prélèvements obligatoires, de prendre des mesures favorisant la demande et l'offre de capitaux, d'une part grâce à une meilleure intégration technique et réglementaire des marchés, et d'autre part au moyen du développement des fonds de pension. Il serait également souhaitable de mettre en place des politiques communes dans les domaines fiscaux et structurels. L'enjeu est de parvenir à augmenter le taux de croissance potentiel de la zone euro de manière à diminuer l'écart avec les Etats-Unis. Les mouvements de capitaux (investissements directs et de portefeuille) et les taux de change sont en effet largement déterminés par les anticipations des écarts de croissance à long terme par les investisseurs. ■

¹ En 1999, le PIB américain a représenté 21,9 % du PIB mondial, contre 15,8 % pour la zone euro.

² Il est, du reste, difficile de mesurer la place de l'euro à cet égard, en raison du biais statistique qui résulte de ce que les anciennes monnaies européennes détenues par les Banques centrales de la zone euro ne sont plus comptabilisées comme des réserves de change.