



# LE FUTUR RÔLE DE L'EURO SUR LA SCÈNE INTERNATIONALE

EDMOND ALPHANDÉRY \*

La naissance de l'euro a été l'événement majeur sur la scène monétaire internationale depuis la disparition du système de Bretton Woods en 1971. Près de trois ans après son lancement, et quelques semaines avant le passage aux billets et aux pièces, il semble intéressant d'analyser sa situation actuelle sur la scène financière internationale et d'essayer de prévoir ce que nous pouvons attendre de son décollage international.

Lorsque l'on fait une rétrospective sur la troisième et dernière phase de l'Union monétaire européenne (UME), on ne peut s'empêcher d'être frappé par deux paradoxes. L'euro, en sa qualité de deuxième monnaie dans le monde, est la devise intérieure de 285 millions de personnes (par rapport à 272 millions pour les États-Unis) dont le Produit Intérieur Brut (PIB) s'est élevé à 6,7 trillions de dollars en 1999 (par rapport à 9,1 trillions pour les États-Unis)<sup>1</sup>. Néanmoins, au cours des trois dernières années, la politique monétaire de la Banque centrale européenne est apparue préoccupée des évolutions internationales concernant l'euro dans la seule éventualité d'un risque pour la stabilité interne de la zone euro. Par ailleurs, bien que l'eurosysteme ait délibérément adopté en la matière une position neutre, ne cherchant ni à entraver ni à encourager l'utilisation internationale de sa monnaie<sup>2</sup>, et n'ait accordé d'importance à son taux de change dans la conduite de sa politique monétaire que dans la mesure où il affecte la stabilité intérieure des prix (Coeuré et Pisani-Ferry)<sup>3</sup>, les médias, et par conséquent le grand public, ont pourtant focalisé leur attention sur sa valeur extérieure.

Cette situation met en lumière un autre paradoxe. Alors que la monnaie unique pouvait prétendre dès le départ à une position internationale de premier plan, elle n'a pas encore progressé de manière significative. Les chiffres publiés récemment par deux économistes<sup>4</sup> de la

\* Ancien Ministre de l'Économie, membre de l'Association pour l'Union monétaire de l'Europe, fondateur et Président de l'Euro 50 group et Président de CNP Assurances.

L'auteur tient à remercier Niels Thygesen pour ses commentaires. Les opinions exprimées dans cet article sont celles de l'auteur et ne sont pas forcément celles de l'AMUE.

BRI montrent que « deux ans et demi après son lancement, le rôle de l'euro ressemble à celui du mark sur les marchés des changes<sup>5</sup>. À l'heure actuelle, l'impact de l'euro sur les marchés financiers est resté confiné à l'intérieur des frontières de la zone euro. Les chiffres confirment aussi l'incidence positive que l'euro a eue sur le marché interbancaire et sur le marché des obligations, et indiquent que son succès réel a été l'afflux d'obligations libellées en euro. Mais ils illustrent aussi qu'en ce qui concerne la gestion des portefeuilles, alors que les actifs libellés en euros ont bénéficié d'un intérêt certain à l'intérieur de la zone euro, les acteurs extérieurs (à l'exception des investisseurs japonais) n'ont pour l'instant guère affiché d'enthousiasme ».

Même si l'euro a stimulé les marchés financiers européens en abaissant les barrières aux transactions transfrontalières, encourageant ainsi l'émergence d'un marché monétaire et d'un marché des obligations privées pan-européens, il ne fait aucun doute que pour les actifs libellés en euros (que ce soit des obligations d'État ou des actifs privés), nous sommes loin des types de marchés internationaux liquides, efficaces et actifs existant pour le dollar. Sur les marchés des changes, l'émergence de l'euro n'a pas vraiment modifié la position relative des anciennes monnaies européennes (principalement le mark) vis-à-vis du dollar et du yen. Et les actions dans les réserves officielles des Banques centrales sont également restées relativement stables.

A l'avenir, trois questions majeures se posent.

1. Les Européens souhaitent-ils en vérité que l'euro devienne une monnaie internationale ?
2. L'euro est-il, par ailleurs, capable d'occuper une telle position ?
3. Et si l'euro pouvait acquérir un statut international pour lui-même, ceci contribuerait-il à l'amélioration de la stabilité du système monétaire international ?

#### *LES EUROPÉENS ONT-ILS ENVIE QUE L'EURO DEVIENNE UNE MONNAIE INTERNATIONALE ?*

En fait, la réponse n'est pas aussi simple qu'elle en a l'air<sup>6</sup>. Il ne faut pas conclure trop hâtivement qu'un rôle de monnaie star sur la scène internationale soit toujours une position très enviable. Le fait qu'une monnaie possède un statut international implique des responsabilités sur le plan mondial avec des inconvénients pour la gestion de la politique monétaire. À une époque d'attentes en matière de change et de taux d'intérêt, nous préviens la BCE<sup>7</sup>, d'importantes détentions étrangères de dépôts en euros à court terme pourraient exposer la zone euro à des chocs de trésorerie. L'accroissement de la détention d'actions dans la zone euro par des étrangers pourrait provoquer davantage de volatilité des cours des actifs.



Après tout, ni le Japon ni l'Allemagne n'ont jamais été très actifs pour promouvoir un statut international pour leurs propres devises. Pas plus qu'il n'y a pas eu d'intention délibérée de la part des pères du Traité de Maastricht de remettre en question la suprématie du dollar.

*L'EURO PEUT-IL DEVENIR UNE MONNAIE  
INTERNATIONALE ?*

Si l'on considère les scénarios pour le futur, la vraie question est de savoir s'il est souhaitable qu'un jour, la devise européenne joue un rôle international en rapport avec l'importance économique de la zone euro dans le monde, l'euro partageant alors avec le dollar les responsabilités monétaires au niveau mondial. Cependant, cette nouvelle situation ne saurait être envisagée que si l'euro est effectivement en mesure d'accéder un jour à ce statut de monnaie internationale.

Le fait que le dollar américain ait été la principale devise mondiale durant plus de la moitié du siècle passé est certainement lié à la taille de l'économie américaine. Mais ce paramètre ne peut expliquer à lui tout seul ce rôle prédominant. En 1998, on estimait en effet que le dollar servait de monnaie de paiement pour environ 48 % du commerce mondial, alors que la part du marché américain ne représentait que 18 % du marché mondial ! L'usage privilégiée du dollar dans le monde entier pour la facturation des transactions internationales privées, les réserves officielles en dollars détenues par les Banques centrales (1,290 Md\$ sur un montant total de 1,869 Md\$ au troisième trimestre 2000)<sup>4</sup>, et son utilisation comme moyen de paiement dans les transactions internationales, sont autant des signes que la position prééminente du dollar dépasse largement la taille relative de l'économie américaine dans le monde.

En revanche, près de trois ans après son lancement, le rôle international de l'euro est loin d'être à la hauteur des attentes qu'on pensait avoir, compte tenu du poids de la zone euro dans le monde. Certains vont même jusqu'à prétendre que tant que la zone euro ne sera pas capable d'assumer politiquement la gestion extérieure de sa devise, elle ne pourra pas acquérir suffisamment de crédibilité internationale pour jouer un rôle majeur dans le monde. Ainsi que le déclarait Jürgen Stark, vice-président de la Bundesbank, « les bases d'un renforcement du rôle international de l'euro ne seront établies qu'au prix d'une meilleure intégration politique de l'union ».

Aujourd'hui, du fait de l'explosion des transactions financières internationales par rapport aux transactions réelles, (mais aussi des transactions transfrontalières en obligations et en actions), la plus grande partie des transactions internationales sont de type financier<sup>8</sup>. Si suivant Richard Portes, « nous acceptons que l'utilisation internationale d'une



devise soit déterminée par les comportements de marché privés, l'usage d'une devise pour la réalisation des transactions financières ainsi que pour la dénomination des avoirs financiers devient un élément déterminant pour qu'une monnaie puisse acquérir un statut international. L'usage d'une monnaie, lorsque les marchés sont très liquides, bénéficie d'un phénomène « d'externalité de réseau » parce qu'il y a de nombreux acheteurs et vendeurs, les coûts de transaction sont faibles... ce qui encourage encore plus de personnes à utiliser ce marché ».

Selon cette approche, l'avenir international de l'euro dépendra sans doute du progrès de l'intégration des marchés financiers en Europe. Il est vrai que ces derniers temps d'énormes flux de capitaux sont passés de la zone euro vers les marchés américains. Pendant les quatre premiers mois de l'année 2001, la zone euro a généré un décaissement net d'investissements de plus de 100 Md€ (la grande majorité étant investie en actions américaines). Il ne fait aucun doute que l'amélioration du fonctionnement des marchés financiers européens contribuera à renverser cette tendance. À cet égard, la politique actuelle au niveau européen (le plan d'action pour les marchés financiers, les propositions du Comité Lamfalussy, les directives en préparation... ) vont dans le bon sens, même si de nombreux experts pensent que l'intégration doit être accélérée.

### *STABILITÉ INTERNATIONALE ?*

Pouvons-nous considérer que l'émergence de l'euro va apporter plus ou moins de stabilité au système monétaire international ? Selon un argument souvent utilisé, la zone euro - où le commerce avec des pays étrangers représente environ 17 % du PIB - se comporte comme une économie fermée si on la compare à des pays qui en font partie, comme l'Allemagne ou la France, où le commerce extérieur représente une part beaucoup plus importante du PNB (plus de 25 %). La politique monétaire dans l'Euroland devrait donc être moins sensible aux évolutions extérieures, notamment aux taux de change. Ce qui déboucherait sur plus de volatilité<sup>9</sup>. Mais pour que cet argument soit entièrement valable, il faudrait que même avant le lancement de l'euro, les 12 pays de l'euro aient adopté un système de taux entièrement flexible. En fait, le système monétaire européen était un système à taux de change fixe entre ses membres et a fonctionné de cette manière même après l'élargissement en 1993 de la bande de fluctuations autorisées<sup>9</sup>. En Allemagne, seul pays fonctionnant en fait à l'époque avec des taux flexibles, la part du commerce extérieur (en dehors du SME ou de la zone euro) n'a guère varié.

Cette remarque va parfaitement dans le sens de l'évolution de l'euro tel qu'il a été observé par les économistes de la BRI<sup>4</sup>. « Rien n'indique



que les modèles de volatilité à court terme de son taux de change aient été très différents de ceux du mark avant 1999 ».

Une autre approche (l'argument hégémonique) soutient que la stabilité monétaire internationale est mieux assurée lorsqu'une devise domine le système monétaire européen. Dans cette politique, l'émergence internationale de l'euro déboucherait en fait sur plus d'instabilité. S'il y a une réponse à la manifestation de ces craintes, elle réside dans le rôle au demeurant controversé des politiques des taux de change coordonnés<sup>9</sup>.

Nous devons reconnaître qu'à l'heure actuelle, il n'y a - parmi ceux qui sont en charge de la politique monétaire - aucune envie de revenir à une gestion des taux de change « à la Bretton Woods » (zones cibles...). Ainsi lorsque Wim Duisenberg, le Président de la BCE, reconnaît que « L'euro et l'eurosystème vont forcément jouer un rôle important dans l'économie mondiale »<sup>10</sup>, il complète son propos en rapportant que « la poursuite d'un objectif de taux de change risquerait fort de compromettre la stabilité des prix, et pourrait de ce fait avoir un impact négatif sur le développement de l'économie réelle ».

Rares sont ceux qui oseraient nier que la meilleure contribution que l'euro puisse apporter à la stabilité internationale est celle qui consiste à préserver la stabilité des prix dans la zone euro. Mais nous pourrions nous demander si la porte n'est pas trop fermement verrouillée lorsque Wim Duisenberg ajoute : « Les tentatives de coordination de la politique internationale au-delà du cadre que je viens de délimiter (autrement dit, celles qui existent aujourd'hui dans les réunions internationales) pourraient aisément aller à l'encontre du but recherché, en compromettant à la fois le mandat de l'eurosystème et la stabilité internationale elle-même ».<sup>10</sup>

Rétrospectivement, il semble probable que cette attitude prudente était au départ inévitable politiquement si l'on voulait donner à l'eurosystème une crédibilité optimale quant à son engagement en faveur de la stabilité des prix ainsi d'ailleurs qu'à l'indépendance de la Banque centrale européenne.

Malgré tout, dans le contexte monétaire international créé par l'émergence de l'euro, il semble légitime de se demander si nous devrions accepter le système tel qu'il fonctionne actuellement, ou si nous devrions nous efforcer de créer un cadre institutionnel mieux adapté au nouvel environnement. Il n'y a pas de réponse évidente à cette question complexe. Après tout, pour la première fois, des fluctuations significatives des taux de change n'ont pas fait obstacle à la prospérité économique. Par ailleurs, comme je l'ai déjà souligné, la condition préalable à un dialogue monétaire équilibré et « fructueux » de part et d'autre de l'Atlantique (c'est-à-dire un euro d'un poids et d'une crédibilité interna-



tionale suffisants par rapport au dollar) ne semble pas encore être pleinement réunie.

En guise de première étape vers une plus grande concertation sur les taux de change, les responsables des principales devises mondiales (États-Unis, la zone euro, Japon) devraient sans doute commencer par procéder - comme l'a suggéré Robert Mundell - à une analyse approfondie de l'interaction et de la coordination dans la conduite des politiques monétaires, entre les objectifs internes (stabilité des prix) et les opérations de change.

Dans la conduite actuelle de la politique monétaire, il existe une dichotomie très marquée entre la gestion interne conçue pour garantir la stabilité intérieure, d'une part, et d'autre part les interventions sur les marchés des changes qui sont uniquement prévues pour remédier aux défauts de déséquilibres excessifs. Robert Mundell a remis en question cette règle traditionnelle de sagesse. Il a mis en évidence qu'une « Banque centrale peut resserrer ou desserrer sa politique monétaire en mobilisant soit ses actifs intérieurs (typiquement, les titres publics ou autres actifs domestiques), soit des actifs « de l'extérieur » (typiquement des devises, mais aussi l'or et les droits de tirage spéciaux)<sup>11</sup> ». Et il a recommandé qu'au lieu d'être sporadiques, les interventions pourraient devenir systématiques, concertées et non stérilisés, afin que les acteurs du marché puissent percevoir la cohérence entre les objectifs internes et externes de la politique monétaire.

Par exemple, aurait-il été judicieux à l'automne 2000, lorsque la BCE a opté pour une politique monétaire plus restrictive à un moment où l'euro était manifestement faible, qu'il aille dans la direction souhaitée par des achats d'euros contre des dollars, enclanchant ainsi tout à la fois une hausse de l'euro et une contraction de la liquidité interne dans la zone euro<sup>12</sup> ? Les évolutions monétaires et économiques actuelles au Japon et aux États-Unis pourraient susciter des questions similaires. Inutile de dire que l'exploration de cette nouvelle approche présuppose une compréhension plus poussée du fonctionnement des marchés des changes.

Plus fondamentalement, en tirant les leçons de l'expérience de ces trois dernières années, nous pouvons indiscutablement affirmer que l'avenir de l'euro sur la scène internationale repose en définitive sur la volonté politique des Européens eux-mêmes. À l'heure actuelle, l'Eurogroupe n'a pas exprimé d'intention claire sur cette question cruciale. À l'inverse des États-Unis, il est resté muet dans le débat sur l'architecture financière internationale. Même sur la question des taux de change qui est déterminante pour leur économie, les dirigeants de la zone euro ont été incapables de parler d'une seule voix<sup>12</sup>.

On peut se demander si cette attitude globale de *benign neglect* est vraiment compatible avec la taille et le poids de l'économie de la zone



euro. Tôt ou tard, les Européens seront obligés de répondre à ces questions. Mais en préalable, ils seront probablement tenus de mettre en place un cadre institutionnel où ils seront en mesure de définir et de suivre une approche cohérente et claire sur des questions financières internationales d'intérêt commun.

### NOTES

1. Chiffres de l'US General Accounting Office « The euro: implications for the United States », mars 2000.
2. « The international role of the euro » bulletin mensuel de la BCE, août 1999.
3. Benoît Coeuré et Jean Pisani-Ferry (1999). « The euro, the yen and the dollar : The case against benign neglect » Conférence du FMI, Washington DC 28-29 mars.
4. Gabriele Galati et Kostas Tatsaronis, (2001) « The impact of the euro on Europe's financial markets » dossiers de la BRI , juillet.
5. Sous 4 aspects : sa part dans le marché des changes dans le monde, l'étroitesse des marges, sa volatilité par rapport au dollar et au yen, et son rôle en tant que monnaie d'ancrage (Gabriele Galati et Kostas Tatsaronis, *op. tit.*)/
6. Richard Portes (2000) : « Le rôle de l'euro dans le monde, évolutions passées et perspectives futures. » Conférence de la BRI/ Bundesbank, Francfort, 28-29 septembre (projet préliminaire).
7. J. Stark (2000) : « Le rôle de l'euro dans le monde, évolutions passées et perspectives futures. » Discours à la conférence de la BRI/ Bundesbank, septembre 2000. Richard Portes 'A Monetary Union in Motion. The European experience » : CEPR, N° 2954, septembre 2001.
8. De 1980 à 1997, le taux d'achats bruts et de ventes d'actions entre résidents et non-résidents par rapport au PNB a explosé passant de 9 à 213 % pour les États-Unis, de 7 % à 253 % pour l'Allemagne et de 5 à 313 % pour la France : Alexandre Lamfalussy, *Financial Crisis in emerging market*. Yale University Press, 2000 page 69.
9. Ces développements sont tirés de ma participation à l'AMUE Annual Meeting, London, juin 2002 « L'euro sur la scène internationale ». Edmond Alphandéry, *Revue d'économie financière*, N° 62.2-2001.
10. Wim Duisenberg (1999) : « The past and the future of European integration : a Central Banker's perspective », the Per Jacobsson lecture, 26 septembre, Washington DC.
11. Robert Mundell (2000) : « One world : threat to prosperity » The *Wall Street Journal Europe*, 30 mars.
12. Niels Thygesen (2000) : « External representation of the euro area in multinational fora ». CEPS, Bruxelles, 25 janvier 2000.

