



L'EURO EN TANT QUE DEVISE INTERNATIONALE

ALAN GREENSPAN *

Aujourd'hui, j'aimerais aborder certaines des considérations de base auxquelles l'euro est confronté dans son émergence en tant que devise internationale clé. Je sais que je fais suite à toute une série de contributions sur ce sujet et des thèmes apparentés, mais j'espère que mes commentaires ne recouperont pas trop ce qui a déjà été dit.

Une devise internationale émerge parce qu'elle constitue la solution à un problème économique. Dans un monde de devises multiples et d'échanges multilatéraux, ceux qui sont engagés dans des transactions transfrontalières sont confrontés à un problème de coordination des achats et des ventes de devises. Étant donné qu'une vente d'une devise donnée à un client n'est pas susceptible d'être jumelée par un achat pratiquement simultané de la même devise d'un autre client, les courtiers en devises doivent faire attendre leurs clients ou doivent garder de coûteux stocks de devises.

Cependant, lorsque le volume des transactions dans une devise donnée est significatif, les délais d'attente entre les ordres d'achat et de vente d'une devise seront habituellement plus courts, et on peut se contenter de garder des stocks plus réduits de devises. Ainsi, on réalise des gains d'efficacité en opérant les transactions internationales en une seule devise, en transférant les demandes et les offres d'autres devises par des transactions adoptant ce qu'on désigne par un véhicule. En outre, comme de plus en plus de transactions passent par une devise véhicule, celle-ci devient sans cesse plus acceptable pour les transactions internationales parce que les fourchettes acheteur-vendeur se rétrécissent et la liquidité augmente.

Puisque l'attrait de toute devise véhicule s'accroît à mesure que sa liquidité augmente, une devise internationale a tendance à devenir un monopole naturel.

* Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve.
À l'occasion de la Table ronde de l'Euro 50 group, Washington, D.C., le 30 novembre 2001.



Si la demande sous-jacente pour l'une des deux devises véhicules concurrentes fléchit pour un motif qui n'est pas clairement perçu comme étant transitoire, et que par conséquent ses fourchettes acheteur-vendeur augmentent par rapport à sa compétitivité, la demande se reportera vers ce concurrent. Mais ce décalage élargira encore davantage à son tour, la fourchette acheteur-vendeur du concurrent faiblissant, ce qui provoque un nouveau décalage des transactions vers une devise alternative. Ce processus prend fin avec la déconfiture de la devise la plus faible en tant que véhicule concurrent, et la plus vigoureuse des deux devient le seul véhicule survivant.

Néanmoins, même lorsqu'une devise internationale émergente supprime une autre, la transition peut traîner en longueur, avec pour conséquence que les deux devises véhicules existent côte à côte pendant une période prolongée. Entre les deux guerres mondiales, par exemple, la livre sterling et le dollar ont été actifs tous les deux comme devises internationales. Cette période était bien entendu clairement transitoire, et le dollar est ensuite devenu prédominant.

Mais le facteur essentiel qui inhibe l'émergence et la persistance d'une devise véhicule unique dans le monde entier est l'attrait de la diversification du portefeuille. Ceci peut être un puissant contre-pouvoir, surtout parce que les devises offrent des opportunités de diversification beaucoup plus grandes que la plupart des autres actifs. Le cours moyen de toutes les devises, de par son établissement, n'a pas de tendance prédéfinie, ce qui tend à accroître la covariance négative dans un portefeuille de devises. À l'inverse, les instruments adossés aux actions sont souvent poussés dans la même direction, tout comme les titres de dette ; et souvent les cours des dettes et des actions évoluent de concert.

Ce point nous amène à nous poser la question : comment une devise devient-elle une devise internationale ? La question est particulièrement intrigante, car sous le règne de monnaies fiduciaires, sa réponse diffère de l'explication de la manière dont une devise devient prédominante dans son propre pays.

Lorsque l'or, l'argent, ou d'autres matières premières étaient les moyens d'échanges normaux, les unités de devises étaient définies par certains poids, connus par tout le monde, de ces commodités en circulation. L'équivalent de reçus d'entrepôt pour les métaux précieux circulaient comme devises. Plus généralement, sous une norme de produit de base, la valeur de la monnaie fiduciaire ou de toute autre créance financière est tirée de la valeur de la norme.

Des contrats peuvent être établis en termes d'onces d'or, ou plus commodément, en termes d'une unité d'échange. À l'origine, la livre sterling était bien entendu une livre d'argent. Le dollar US était défini à



l'origine sur le plan juridique dans le *Coinage Act* de 1792 comme soit 0,05 once d'or, soit 0,77 once d'argent.

Dans le monde actuel de monnaies émises par les gouvernements, l'unité de devise n'est pas définie, et n'a pas besoin de l'être. Elle circule comme monnaie légale selon le bon vouloir du gouvernement. Sa valeur peut uniquement être déduite des valeurs des biens et services actuels et futurs qu'elle peut acquérir.

Néanmoins, sur la scène internationale, il n'y a aucun souverain suprême qui puisse décréter ce qu'est l'argent. Par contre, une multitude d'acteurs privés doivent - d'une façon ou d'une autre - parvenir à un accord sur une devise à utiliser comme devise internationale.

Dans le monde moderne des monnaies fiduciaires, un certain nombre de facteurs peuvent accroître l'attrait d'une devise pour les acteurs privés, ce qui leur facilite la tâche d'opter pour une devise internationale. Avant toutes choses, une devise internationale doit être perçue comme saine. Pour être acceptable, les acteurs du marché doivent être disposés à la conserver comme un « stock » de valeur. Une condition *sine qua non* de leur bon vouloir est que la valeur future d'une devise en termes de biens et services doit être considérée comme prévisible. Les pertes de pouvoir d'achat auront tendance à décourager l'usage d'une devise, mais il en ira de même pour toute fluctuation excessive des prix qui accroît le risque de sa détention. En outre, si une devise est vue comme un « stock » de valeur viable en des temps d'incertitude générale, elle attirera les investisseurs même lorsque les temps seront moins incertains. Manifestement, beaucoup de devises répondent à ce critère ; pourtant, rares sont celles qui émergent comme devises internationales.

D'autres facteurs affecteront le classement parmi le groupe des devises saines. L'un d'entre eux est une économie forte et concurrentielle, active et ouverte aux échanges et à la finance internationale. Une telle économie va, bien entendu, susciter une grande quantité de transactions en devises avec au moins un volet dans une devise nationale pour soutenir son activité commerciale à grande échelle. Ce facteur apporte évidemment une bonne part de l'explication de la dominance du florin hollandais aux XVII^e et XVIII^e siècles, de la livre sterling au XIX^e siècle et au début du XX^e siècle, et du dollar actuellement.

Un autre facteur est la présence d'un système financier ouvert et bien développé, un facteur qui a, bien entendu, tendance à faire partie - peut-être comme élément nécessaire - d'une économie vigoureuse, ouverte et concurrentielle. Un système financier bien développé accroît l'attrait de mener des affaires dans une devise pour au moins deux raisons. Premièrement, un tel système propose un certain nombre de services auxiliaires aux participants aux marchés internationaux qui souhaitent



peut-être emprunter ou investir dans une devise ou couvrir des positions en devises étrangères. Dans la mesure où ces activités peuvent être exercées efficacement dans une devise, celle-ci sera plus attrayante comme devise pour mener des affaires.

Deuxièmement, des marchés financiers profonds et liquides, qui proposent une gamme complète d'instruments et de services attireront des affaires de l'étranger qui auraient été conclues sans cela dans leur pays d'origine. En raison des contraintes des marchés financiers sur le plan national ou d'autres barrières à l'efficacité, par exemple, les emprunts ou les placements à l'étranger dans une devise internationale et l'échange des recettes contre une devise nationale, pourraient être meilleur marché que l'exercice de ces transactions directement dans une devise nationale.

Ainsi, une devise soutenue par un système financier bien développé est susceptible d'encourager une utilisation internationale plus poussée, au-delà des besoins directement associés à l'activité commerciale internationale. Par conséquent, le volume des flux bruts de capitaux internationaux libellés dans la devise sont susceptibles d'être importants, ajoutant à sa désirabilité, peu importe si - en termes nets - ces flux de capitaux sont positifs ou négatifs à un moment donné.

Ces caractéristiques des devises internationales sont évidemment en interrelation les unes avec les autres. Des systèmes financiers vigoureux ont tendance à se développer au sein d'économies vigoureuses, et des systèmes financiers bien développés tendent à favoriser le développement économique. Le développement à la fois des systèmes économiques et financiers renforcent les bases saines de la devise nationale, ce qui alimente à son tour l'activité économique et financière. Ainsi, dans une certaine mesure, il y a ici un élément d'amorçage. Toutefois, au bout du compte le succès d'une devise sur la scène internationale nécessite le succès chez soi, car la vigueur et l'efficacité de l'économie intérieure et du système financier seront les sources de la vigueur de la devise.

Pour en revenir au thème fondamental de cette conférence, l'euro répond manifestement à toutes les qualifications cruciales d'une devise internationale majeure. En fait, il ne peut y avoir le moindre doute que l'euro est une devise saine. Le mandat de la Banque centrale européenne de maintenir un pouvoir d'achat stable de la devise est sans aucun doute plus ferme que celui de la Réserve fédérale ou de toute autre grande Banque centrale. L'économie des douze pays adoptant l'euro est à peu près de la taille de l'économie américaine, et son système financier s'approche rapidement de l'échelle de celle des États-Unis. Des progrès permanents dans les systèmes européens de télécommunications et de paiement ont débouché sur des systèmes financiers qui ont désormais le potentiel d'être hautement intégrés.



Le lancement de l'euro et la mise en œuvre couronnée de succès du système de paiement Target a aussi contribué à ce potentiel, en interconnectant plus solidement les marchés financiers des pays d'Europe Continentale. L'impressionnante croissance des marchés obligataires dans la zone euro au cours de ces trois dernières années montre comment ce potentiel peut être exploité avec succès. En outre, la profondeur et la liquidité accrues des marchés financiers dans la zone euro ont facilité le développement d'instruments financiers tels que des fonds communs de placement et les billets de trésorerie.

Mais dans sa brève histoire, le système financier de la zone euro a aussi eu des difficultés. L'extension par-delà les frontières nationales de vastes marchés financiers tels que les transactions de valeurs boursières et les prêts de titres semble être freinée par des négociations délicates sur des différences réglementaires et juridiques. La résorption de ces différences accroîtrait l'attrait et la stature de l'euro sur la scène internationale.

Néanmoins, bon nombre des inquiétudes causées par l'euro n'ont pas grand-chose à voir avec l'euro lui-même, mais sont le fruit de certaines situations économiques européennes qui ont affecté la valeur de la devise. Après son lancement, contrairement aux attentes, l'euro a fortement baissé par rapport au dollar. Durant la première année de son existence, l'affaiblissement de son taux de change par rapport au dollar a généralement été imputé à un boom de l'économie américaine. Mais là aussi contrairement aux attentes, l'euro ne s'est pas sensiblement redressé au moment où l'économie américaine s'est affaiblie.

Après avoir essayé de prévoir les taux de change pendant plus d'un demi-siècle, on peut comprendre que j'ai acquis une profonde humilité quant à ma capacité dans ce domaine, un sentiment que je soupçonne bon nombre des personnes présentes dans cette salle de partager avec moi.

Sous cette réserve, je suis d'accord avec ceux qui ont formulé l'hypothèse que le renforcement manifeste de la demande pour le dollar par rapport à l'euro est le reflet des attentes du marché que la croissance de la productivité aux États-Unis sera probablement plus forte dans les années à venir que dans l'Europe Continentale. Le flux constant de capital de l'Europe vers les États-Unis durant ces dernières années est sans doute la conséquence du fait que les Européens trouvent beaucoup d'investissements aux États-Unis durablement plus attrayants que chez eux.

Comme je l'ai expliqué au cours d'autres forums, ceci pourrait également être - dans une large mesure - le résultat des structures et coutumes juridiques particulières qui régissent les marchés du travail dans une bonne partie de l'Europe. Par exemple, pendant des décennies, l'Europe s'est efforcée de protéger ses ouvriers contre certains des aspects présumés plus rudes de la concurrence sur le marché libre. Pour



décourager les licenciements de personnel, ils ont été rendus plus difficiles et coûteux par rapport aux États-Unis. En vertu de la loi et de la coutume, les employeurs américains ont été confrontés ces dernières années à beaucoup moins d'obstacles pour réduire leurs effectifs.

Cette différence est de taille dans notre nouveau monde high-tech, car une grande partie, voire l'essentiel, du taux de rendement des dernières technologies résulte de la réduction des coûts, ce qui signifie en grande partie, sur une base consolidée, la réduction des coûts du travail. Par conséquent, les restrictions juridiques imposées à la capacité des entreprises de mettre en œuvre aisément ces réductions de coûts affaiblissent les taux de rendement prévisibles des dernières technologies, et ainsi, l'incitation à les appliquer.

Par conséquent, même si ces technologies sont disponibles à tous, l'intensité de leur application a été plus clairement manifeste aux États-Unis et d'autres pays qui érigent moins d'obstacles à leur mise en œuvre. Au final, le niveau de l'emploi aux États-Unis s'est révélé être plus élevé, tandis que les entreprises trouvent moins risqué de recruter du personnel, et sont donc plus disposées à ajouter des salariés à leur registre du personnel.

La vigueur persistante du dollar face au déficit insupportable des comptes courants aux États-Unis souligne cette impressionnante tendance à accumuler des investissements en dollars par rapport à ceux libellés en euros.

Certains analystes ont prédit, avant son lancement en janvier 1999, que l'euro supplanterait rapidement une partie des détentions en dollars dans beaucoup de portefeuilles, y compris et en particulier les détentions officielles de réserves. Ces attentes ont probablement été excessives. L'histoire nous a montré qu'une fois que les devises accèdent au statut d'une devise véhicule internationale, tout comme le florin et la livre dans les siècles précédents, l'infrastructure établie de marchés profonds et liquides incite à continuer de les utiliser. Nous n'avons pas encore atteint le seuil des trois ans depuis que l'euro est apparu en tant que devise : une période très courte à l'aune de l'histoire monétaire internationale.

Comme je l'ai indiqué auparavant, nous avons vu des évolutions significatives sur les marchés des obligations libellées en euro et des autres instruments à revenu fixe. Les progrès accomplis sur les autres marchés ont été plus lents, mais devraient se concrétiser tôt ou tard.

Je note également que le lancement de l'euro a créé un motif de diversification en dollars pour les investisseurs qui avaient obtenu auparavant un certain équilibre de portefeuille en détenant plusieurs devises européennes. Tandis que la stabilité entre les taux de change de ces devises a augmenté vers la fin des années 1990 avant de devenir



absolue en janvier 1999, certains investisseurs ont été encouragés à remplacer leurs devises en dollars pour rétablir la diversification qu'ils avaient perdue quand les devises de la zone euro sont devenues plus étroitement corrélées.

Nous sommes encore confrontés à la question de savoir comment se manifester le rôle international de l'euro. L'attrait des placements en actifs libellés en dollars dépend des taux de rentabilité relatifs. Dans la mesure où les flux de capitaux de l'Europe vers les États-Unis que nous avons constatés constituent un élément historique crucial, l'avenir sera déterminé, du moins en partie, par la capacité de l'Europe à rivaliser avec le taux de rendement attendu pour les actifs américains. Mais les pressions du marché vers la diversification du portefeuille vont aussi jouer indiscutablement un rôle majeur dans les positions relatives futures du dollar et de l'euro. Le monde ne peut que se féliciter de cette concurrence.

