

# L'EURO 2009-2019 : DE L'ADOLESCENCE À L'ÂGE ADULTE

CHRISTIAN NOYER \*

L'euro vient d'avoir dix ans et il paraît déjà très solide pour son âge. Je vois deux raisons principales à cela : une longue période de gestation et de préparation qui a véritablement débuté lors de la création du système monétaire européen (SME) en 1979 ; un bilan que tout le monde ou presque aujourd'hui s'accorde à considérer comme un succès.

Cependant, avec le recul, l'euro apparaît comme un pari très audacieux, sans précédent historique, ayant suscité beaucoup de scepticisme, et pas seulement dans le monde anglo-saxon. Or, il a apporté en définitive ce que ses promoteurs attendaient de lui : au plan microéconomique, tous les services monétaires et financiers d'une monnaie complète au sein d'une zone de plus de 300 millions d'habitants ; au plan macroéconomique, la stabilité des prix sans « sacrifice » de croissance<sup>1</sup>. L'euro, ultime maillon du marché unique, a été une réponse à l'incompatibilité théorisée par Robert Mundell, entre liberté des mouvements de capitaux, autonomie des politiques monétaires et stabilité des taux de change. On peut d'ailleurs douter que le marché unique et peut-être l'Union européenne aient pu survivre en particulier à tous les chocs que nous avons vécus depuis dix ans : l'éclatement de la bulle Internet, le 11 septembre 2001, les fortes fluctuations du dollar, le choc pétrolier et, bien sûr, la plus grave crise financière depuis la Grande Dépression des années 1930, en tout cas la plus profonde et la plus complexe à gérer qu'aient connue

45

---

\* Gouverneur, Banque de France.

nos économies de marché. On imagine les forces centrifuges qu'auraient exercées ces chocs sur nos économies sans l'euro, qui a joué en l'espèce un rôle de bouclier et a constitué pour ses membres un havre de stabilité.

Cependant, le jeu ne consiste pas ici à faire le bilan des dix premières années de l'euro (Commission européenne, 2008 ; BCE, 2008), mais à tenter d'anticiper ses dix prochaines années. Cet exercice interdit la complaisance dont on peut faire preuve à l'égard d'un enfant précoce, qui plus est serviable. Au contraire, il nous pousse à identifier ses lacunes et ses faiblesses pour lui permettre de mieux répondre aux défis à venir.

Ces défis concernent d'abord le « cœur » de la zone euro et ses modalités de fonctionnement, notamment du point de vue de la gestion macroéconomique et financière. Ils s'adressent aussi aux relations de la zone euro avec ses « marches », en particulier dans la gestion de l'élargissement. Enfin, ils incitent à évoquer la question du rôle de l'euro dans une économie mondiale appelée à connaître de profonds bouleversements.

## LE « CŒUR »

### *Composer avec l'originalité fondamentale du modèle*

46

L'Union économique et monétaire (UEM) européenne repose sur un modèle inédit et complètement original qui, *a priori*, ne facilitait pas la gestion macroéconomique de la zone : une politique monétaire unique confiée à une institution fédérale, l'Eurosystème ; des politiques budgétaires (et structurelles) restant sous la responsabilité des États membres ; un budget « fédéral » limité à environ 1,3 % du PIB communautaire, ayant d'ailleurs vocation à jouer un rôle d'autant plus marginal qu'il doit être, par construction, équilibré et qu'il est, pour l'essentiel, affecté à des dépenses de transfert liées à la Politique agricole commune (PAC) et à la politique régionale.

Il est admis que ce cadre institutionnel asymétrique, qui correspond à la réalité politique de l'Union européenne depuis sa création, ne sera pas substantiellement modifié à l'horizon de 2019. Comme l'a, au demeurant, bien démontré Issing (2006), une monnaie unique ne requiert pas une union politique complète, sous réserve que la gestion collective de cette monnaie unique, bien commun des citoyens de l'Union européenne, se fonde sur des engagements clairs et sur un respect scrupuleux des règles du jeu.

Or, l'expérience des dix premières années de l'euro suggère que cela n'a pas toujours été le cas. Plusieurs raisons à cela :

- la première a trait au régime d'incitation : à leur entrée en UEM, les États membres « troquent » une contrainte de change et d'équilibre

de leur balance des paiements, extrêmement rigoureuse à court terme (qu'on se souvienne de la discipline du SME !) contre une contrainte intertemporelle de solvabilité (perçue comme) ne s'exerçant qu'à long terme. Il en résulte une sorte d'aléa moral que les critères d'entrée et les règles de surveillance macroéconomique ne peuvent complètement éliminer ;

- une deuxième raison réside dans la conception, à certains égards trop étroite, et surtout dans la gestion, qui s'est révélée trop flexible, du Pacte de stabilité et de croissance. Or, ce dernier constitue la clé de voûte du dispositif de coordination des politiques budgétaires et conditionne, à ce titre, la cohérence des politiques économiques et, au-delà, la qualité de notre *policy mix* ;

- enfin, dans ses premières années, plusieurs facteurs n'ont sans doute pas facilité la gestion macroéconomique de la zone euro : des hétérogénéités structurelles persistantes<sup>2</sup>, l'harmonisation incomplète des politiques fiscales<sup>3</sup>, une faible discrimination des politiques budgétaires de la part des marchés, illustrée par des *spreads* peu en rapport avec la disparité des situations relatives de finances publiques (notamment du point de vue de leur soutenabilité et des ratios de dette publique/PIB), en tout cas beaucoup trop faibles pour inciter les États les moins « vertueux » à plus de discipline.

Si l'on se place maintenant du point de vue de la politique monétaire unique, la coordination macroéconomique des États membres doit garantir au minimum trois éléments essentiels :

- la prévention de dérives fortes des déficits publics non compatibles avec les niveaux adéquats d'activité et d'inflation qui, en déséquilibrant le *policy mix* de la zone, peuvent conduire à reporter sur la politique monétaire unique toute la charge de l'ajustement ;

- le maintien de stabilisateurs automatiques efficaces pour faire face à des chocs asymétriques qui ne peuvent être traités par le recours à un budget fédéral ou à des transferts entre États ;

- la cohérence des politiques économiques des États membres, facilitant un dialogue constructif avec les autorités monétaires et une bonne visibilité du *policy mix*. Ce point est en particulier important pour éviter l'apparition de primes de risque spécifiques sur les marchés de dettes souveraines de la zone euro.

### *Améliorer la surveillance macroéconomique et le policy mix*

Au regard de ces exigences et dans la perspective des dix prochaines années, l'efficacité du dispositif apparaît très perfectible : il est d'abord crucial d'éviter des politiques budgétaires procycliques qui réduisent les marges de manœuvre budgétaires en phase de récession et sapent la crédibilité du dispositif (23 des 27 pays de

l'Union européenne, selon les prévisions de printemps pour 2009 de la Commission européenne, pourraient ainsi être soumis à une procédure de déficit excessif en 2010 !). En outre, au-delà des perspectives budgétaires à un an et à deux ans, qui sont au cœur des programmes de stabilité et de croissance, la surveillance macroéconomique devrait être complétée et élargie à des indicateurs clés comme les déséquilibres d'épargne nationaux, dont le financement s'opère de façon trompeusement automatique dans le cadre de l'UEM, ce qui incite à les négliger<sup>4</sup>. Ces évolutions, porteuses de risques et que la crise a bien mises en évidence, étaient pourtant jusqu'à présent largement passées inaperçues. Enfin, le gonflement des dettes publiques, amplifié par les plans de relance mis en place en réponse à la crise, incite à focaliser davantage l'analyse des risques sur la soutenabilité à long terme des finances publiques, compte tenu des contraintes croissantes liées au financement des systèmes de retraite.

S'agissant de la gouvernance, il n'y a sans doute pas de recette miracle pour rendre un dispositif d'essence intergouvernementale à la fois plus prospectif, plus réactif et plus directif. L'institutionnalisation dans le traité de Lisbonne d'une présidence de l'Eurogroupe de deux ans, de même que le renforcement des prérogatives de la Commission dans le déclenchement de la procédure de déficit excessif<sup>5</sup> vont clairement dans le bon sens. Toutefois, l'efficacité et la crédibilité de la coordination reposent fondamentalement sur la volonté politique des États membres. Je reste optimiste quant à leur capacité à prendre la mesure des enjeux.

### *Tirer les principaux enseignements de la crise financière*

Cette crise a constitué le meilleur *stress test* possible pour l'euro et l'Eurosystème, alliant une très forte réactivité de ses instances dirigeantes à une grande flexibilité de son cadre opérationnel décentralisé de politique monétaire. Ce constat découle, de mon point de vue, autant de la puissance de frappe qui a pu être mobilisée aux temps les plus forts de la crise, en particulier après la chute de Lehman Brothers en septembre 2008, que de l'adaptabilité du cadre opérationnel, qu'il s'agisse de l'élargissement de la gamme des interventions, du nombre des contreparties éligibles, du périmètre des titres acceptés en garantie pour les opérations de refinancement, de l'allongement des échéances de refinancement, des accords passés avec les principales banques centrales pour mobiliser des *swaps* en devises...

Ce *satisfecit* concernant la gestion de crise ne doit pas occulter le caractère perfectible de la surveillance macroprudentielle. La crise a mis en exergue les externalités croissantes entre les politiques nationales, les marchés financiers et les systèmes bancaires européens ; elle rend

indispensable la mise en place d'un dispositif d'alerte et de concertation permettant de détecter les risques, de les analyser et de faire des recommandations appropriées dans le cadre européen. À cet égard, les propositions du rapport de Larosière sur la supervision financière dans l'Union européenne constituent une véritable avancée, à la fois innovante et réaliste, car elles contiennent des mesures concrètes et un calendrier de mise en œuvre, dans le cadre d'une architecture générale qui confie un rôle pivot au système européen de banques centrales (SEBC). L'institutionnalisation d'un Conseil européen du risque systémique rattaché à la Banque centrale européenne (BCE), mais connecté avec les autres instances européennes concernées (notamment le Comité économique et financier de l'Union européenne) et les instances internationales (FMI, Financial Stability Board - FSB -, Banque des règlements internationaux - BRI -, G20...), m'apparaît aussi de nature à renforcer la stabilité financière dans l'Union européenne et la zone euro. De façon complémentaire, les propositions du groupe de Larosière dans le domaine de la supervision microprudentielle, qui mettent à court terme l'accent sur le renforcement de la réglementation et prévoient de resserrer la coordination des superviseurs nationaux dans le cadre d'un système européen de superviseurs financiers, me paraissent extrêmement pertinentes.

49

### *Achever le processus d'intégration financière*

Il faut enfin d'ici à 2019 (et j'espère bien avant) poursuivre et achever le processus d'intégration financière de la zone euro. Ce processus a bénéficié de l'impulsion liée au lancement de la monnaie unique, de la mise en place de nouvelles infrastructures de paiement de gros montants (TARGET et TARGET2). La mise en œuvre du projet SEPA (Single Euro Payments Area), espace unique de paiement en euros, va accélérer l'intégration des infrastructures de paiement de détail et, du coup, faciliter celle du marché de la banque de détail qui reste encore aujourd'hui relativement cloisonné. Pour ce qui concerne les marchés, l'intégration du marché monétaire est naturellement quasi parfaite ; celle du marché des actions se poursuit, comme en témoigne le rendement des actions européennes qui devient plus sensible aux chocs provenant de l'Europe, moins à ceux provenant des États-Unis.

S'agissant du marché obligataire, l'opportunité d'une intégration plus poussée soulève une interrogation plus conceptuelle : certes, les rendements des obligations émises par les entreprises européennes convergent et s'expliquent de moins en moins par la localisation géographique du marché d'émissions, ce qui est une bonne chose. En revanche, l'ouverture des *spreads* entre les dettes souveraines de la zone

euro<sup>6</sup> au cours de la crise a suscité des propositions visant à substituer un émetteur souverain unique de la zone euro aux émetteurs nationaux (Soros, 2009 ; Münchau, 2009). Les arguments à l'appui de ces propositions se résument, pour l'essentiel, aux gains de cette mutualisation des risques souverains escomptés pour les émetteurs les moins bien notés et aux avantages qui pourraient découler de la création d'un grand marché large et liquide de la dette souveraine en euros, notamment au regard du marché américain. En ligne avec Issing (2009), je vois cependant plusieurs arguments forts à l'encontre de la mutualisation des émissions souveraines dans la zone euro : dans cette logique d'*averaging* - d'ailleurs contraire à celle de la convergence dans la zone euro, fondée sur le *benchmarking* -, le coût de leur dette augmenterait pour les meilleures signatures et il est d'ailleurs probable que le coût moyen intègre alors une prime de risque additionnelle et qu'il s'avère *in fine* supérieur à la moyenne des coûts pour l'ensemble de la zone. Le jeu serait alors à somme négative. Surtout, la fonction de signal liée à l'ouverture des *spreads*, supposée exercer une discipline de marché qui n'a pas ou peu joué dans les premières années de l'euro, peut, selon moi, constituer un levier complémentaire au Pacte de stabilité et de croissance pour favoriser des politiques budgétaires en ligne avec les objectifs fixés en commun<sup>7</sup>.

50

### *Retendre les ressorts de la croissance*

Une croissance potentielle élevée représente, à plusieurs titres, un enjeu important pour la zone euro à l'horizon de 2019. Elle permet en premier lieu de limiter les pressions sur les finances publiques - et donc à terme sur la stabilité monétaire - liées au vieillissement de la population. Dans un contexte de très faible augmentation de la population en âge de travailler, elle reposera principalement sur la croissance de la productivité, dont dépendra la possibilité d'atteindre une croissance soutenue sans tensions inflationnistes. Gardons à l'esprit que la stagflation, une faible croissance combinée à une inflation élevée, est sans doute le pire des dilemmes pour la politique monétaire...

Or, la crise actuelle constitue une menace pour la croissance potentielle. On peut d'abord craindre que la baisse du PIB supérieure à 5 points de PIB dans la zone euro entre le deuxième trimestre 2008 et la fin de 2009 ne laisse une empreinte durable sur le niveau du PIB potentiel, qu'il sera difficile de rattraper. La croissance potentielle pourrait aussi être durablement affaiblie, comme cela a été le cas pour le Japon dans les années 1990. Elle pourrait en effet pâtir de l'insuffisance de l'investissement, en raison des contraintes de financement, de l'augmentation des primes de risque, ou même d'un effet

d'éviction lié au besoin de financement public. En outre, la forte hausse du chômage pourrait avoir un effet durable de dévalorisation du capital humain lié à un sous-emploi prolongé. Enfin, la productivité globale des facteurs pourrait être affectée par la baisse de la R&D liée aux contraintes de financement (Aghion et *al.*, 2008), par les distorsions liées à l'augmentation de la pression fiscale nécessaire pour financer les déficits actuels et par une allocation moins efficiente des capitaux par le système financier.

Retrouver une croissance potentielle forte n'est pas impossible, à l'instar de la Suède dans les années 1990. Cela implique toutefois la poursuite et l'accélération des réformes structurelles, des marchés des biens et du travail. Il existe en particulier une large réserve de croissance dans la hausse potentielle des taux d'emploi de la zone euro (66,1 % en 2008), très inférieure à celle d'autres pays avancés comme les États-Unis (70,9 %) ou la Suède (74,3 %). Une convergence de la diffusion des technologies de l'information sur les États-Unis, permise par une plus grande flexibilité des marchés (Cette et Lopez, 2009), constituerait également une source de croissance pour la zone euro. La R&D, en particulier celle des entreprises, doit pouvoir être ramenée aux niveaux des États-Unis ou du Japon, ce qui doit aller de pair avec le renforcement du capital humain et de nos systèmes d'éducation. La stratégie de Lisbonne fournit sans doute un cadre pertinent au renforcement de la croissance potentielle, mais son efficacité, comme l'a d'ailleurs souligné la Commission européenne, reste très perfectible et gagnerait en particulier à un suivi plus rigoureux des progrès réalisés et à une intégration plus étroite des politiques structurelles dans le processus de coordination macroéconomique.

51

## LES « MARCHES »

### *Enjeux de l'élargissement*

À première vue, l'impact macroéconomique immédiat de l'élargissement peut apparaître relativement mineur : sur la base des chiffres de 2008, les 7 pays de l'Union européenne, d'Europe centrale non-membres de la zone euro - c'est-à-dire hors Royaume-Uni, Danemark et Suède - pèsent 6,9 % du PIB (en euros courants) de la zone euro et même moins de 4 % sans la Pologne. Ces chiffres peuvent être rapprochés de la baisse du PIB, située entre 2 % et 5 %, attendue en 2009 en France, dans la zone euro et en Allemagne, par exemple. À la marge, un écart de croissance d'un point de PIB ou d'inflation de ces éventuels nouveaux membres peut donc être considéré comme faible, sinon pratiquement négligeable. Même un taux d'inflation dans ces pays deux fois supérieur à celui de la zone euro, soit 4 % au lieu

de 2 %, qui pourrait découler du processus de rattrapage et d'un effet « Balassa » très prononcé, n'impacterait le taux d'inflation moyen de la zone euro que d'un peu plus de 0,1 %. L'impact sur le cycle de la zone euro et la réaction des autorités monétaires (et budgétaires, si elles étaient correctement coordonnées) seraient aussi marginaux.

On perd souvent de vue, en effet, que le principal enjeu est du côté des pays candidats à l'entrée dans la zone euro. Sans possibilité d'ajuster le taux de change et sous l'hypothèse d'égalisation du prix des biens et des services échangés en union monétaire, l'inflation doit être plus forte dans les pays en rattrapage. Cela peut être indolore, c'est-à-dire sans effets nuisibles en termes de compétitivité, qu'à la condition que les progrès de productivité soient aussi en forte progression. Même dans ce cas, et notamment dans les pays où le niveau de PIB par habitant est relativement très bas, l'effet « Balassa », qui résulte des écarts de croissance de productivité entre secteurs exposés et abrités alors que les salaires tendent à s'égaliser dans les deux secteurs, peut avoir plusieurs effets dommageables :

- des pressions inflationnistes durables impliquant une tendance structurelle à l'appréciation du taux de change effectif réel et des pertes récurrentes de compétitivité ;
- des destructions d'emplois ou une moindre capacité à attirer les investissements, eux-mêmes créateurs d'emplois ;
- des conditions monétaires et financières trop accommodantes qui favorisent une forte demande de crédit et alimentent des bulles sur les prix d'actifs (Darvas et Szapary, 2008) ;
- une fragilisation rampante du secteur bancaire et, au bout du compte, des risques forts d'instabilité financière en cas de crise.

À plusieurs égards, on observe ce type d'enchaînement dans des pays qui, sans faire partie de la zone euro, comme la Lettonie par exemple, lui sont *de facto* rattachés par leur régime de *peg* sur l'euro. Au-delà du coût macroéconomique sévère (chute de 18 % du PIB de ce pays en glissement annuel au 1<sup>er</sup> trimestre 2009), il peut y avoir un coût en termes de réputation, mais pas seulement pour ce pays ou les pays dans une situation analogue, mais pour la zone dans son ensemble. Le risque est en effet que de tels accidents soient attribués à une surveillance défectueuse des autorités européennes auprès des nouveaux États membres (NEM) en phase de transition ou à un défaut de doctrine claire sur les conditions d'accès à la zone euro.

### *Quel périmètre pour la zone euro en 2019 ?*

On ne se prêtera pas à l'exercice de prévoir la composition de la zone euro en 2019. Les analystes de marché anticipent, pour la plupart, que la zone pourrait compter 24 membres, soit les 16 membres actuels

et les 8 NEM n'ayant pas adopté l'euro, ce qui est sans doute un peu optimiste<sup>8</sup>. Rappelons que le traité impose de prendre en considération « le caractère durable de la convergence » pour l'entrée dans l'UEM. Dans l'optique d'une « réconciliation » des critères de convergence nominale et des indicateurs de convergence réelle, un marqueur pertinent, largement utilisé dans la littérature sur les zones monétaires optimales, est la vitesse de convergence des niveaux de prix (ou, ce qui est quasi équivalent, du ratio PIB par tête) (Barro et Sala-i-Martin, 1992 ; Frenkel, 2004)<sup>9</sup>. Il est en effet important que les nouveaux membres de l'UEM puissent respecter, non seulement lors de « l'examen de passage » de la convergence nominale mais aussi sur la durée, un rythme d'inflation compatible tant avec le rythme considéré comme tolérable au sein de la zone qu'avec leur processus de rattrapage. Or, on observe que le rattrapage des PIB par tête est très rapide jusqu'à un seuil situé entre 70 % et 80 % (c'est *grosso modo* à ce seuil que se situait l'Espagne, par exemple, lors de son entrée dans la zone euro), avant de ralentir pour suivre une courbe asymptotique. En d'autres termes, le conflit potentiel entre rattrapage du niveau de vie et convergence des rythmes d'inflation, c'est-à-dire entre convergence nominale et convergence réelle, est important en deçà du seuil, beaucoup plus tolérable au-dessus. Il peut donc être instructif de prévoir à quelle échéance les pays candidats pourraient atteindre ce seuil pour déterminer à quelle échéance une entrée dans l'UEM pourrait s'opérer à un coût minimal. Sur la base d'une projection prolongeant la tendance de 1997 à 2008 en utilisant une équation reliant niveau de prix et taux de rattrapage, il ressort que les trois pays baltes, la Pologne, la République tchèque et la Hongrie, atteindraient le seuil de 70 % du niveau de prix de la zone euro entre 2010 et 2018. En revanche, la Roumanie et la Bulgarie ne l'atteindraient sans doute pas avant la fin de la prochaine décennie (Diev et Gueit, 2009).

53

Ce type d'approche doit naturellement s'insérer dans une batterie d'indicateurs complémentaires. Mais il est important de retenir les leçons de l'expérience, non seulement des dix premières années de l'euro, mais aussi de la phase de convergence et de préparation qui a précédé l'euro pour ses membres actuels, pour évaluer le bon *timing* de l'élargissement dans l'intérêt de la zone euro et plus encore de celui de ses futurs membres.

### *Bien gérer la transition*

Deux remarques pour conclure sur ce sujet.

D'une part, les événements récents, parfois dramatiques pour certains NEM, incitent à renforcer non seulement le processus de surveillance et de prévention des risques (le futur Conseil européen

du risque systémique - CERS - a sans doute ici un rôle pilote à jouer en liaison avec la Commission), mais aussi à ce que les autorités de l'Union européenne et de la zone euro soient plus actives dans la gestion des crises (Darvas et Pisani-Ferry, 2008). Est-il logique, en particulier, que le FMI exerce un *leadership* dans la conception, la préparation et le financement de programmes d'ajustement qui concernent des États membres de l'Union européenne candidats à l'entrée en zone euro ?

D'autre part, l'élargissement de la zone euro va soulever la question de la gouvernance. Ce point a été en principe résolu dans le cadre du SEBC : dans le but de faciliter le processus de décision, il est en effet prévu qu'à partir du dix-neuvième membre, un mécanisme de rotation des droits de vote, tenant compte de la taille des pays d'origine des banques centrales nationales, soit appliqué au Conseil des gouverneurs de la BCE. Rien de tel ou presque n'est prévu du côté de l'union économique. Le traité de Lisbonne prévoit bien de limiter à 18 au maximum le nombre de commissaires européens et de réduire le champ de l'unanimité, mais il ne modifie pas fondamentalement le fonctionnement du Conseil. Or, particulièrement dans le domaine macroéconomique, la coordination intergouvernementale a montré ses limites et elle risque de perdre encore de son efficacité dans le cadre d'une zone élargie.

54

## LE MONDE

### *Un « zoom » sur 2019*

Quel sera le poids de la zone euro dans le monde de 2019 ? À composition constante, sa population représenterait 4,4 % de la population mondiale, au lieu de 4,8 % aujourd'hui et 5,2 % en 1999 ; son PIB (en PPA) environ 12 %, au lieu de 15,2 % aujourd'hui et 18,7 % en 1999. La zone euro passerait ainsi du deuxième au troisième rang de l'économie mondiale, toujours derrière les États-Unis et dépassée par la Chine, bien avant l'Inde et le Japon<sup>10</sup>. Dans un scénario d'UEM à 27 (incluant les NEM, le Royaume-Uni, le Danemark et la Suède), la zone euro représenterait, en 2019, 6,7 % de la population mondiale et 17,5 % du PIB mondial et resterait la deuxième économie mondiale. En raison d'un taux d'ouverture sensiblement supérieur à celui des autres grandes zones économiques et monétaires, il est probable, par ailleurs, que cette zone reste la principale puissance commerciale mondiale.

En conclusion, les dix prochaines années verront se poursuivre et même s'accroître (en particulier si la crise devait amplifier le mouvement de « réallocation » des croissances potentielles dans l'économie

mondiale) les grandes tendances observées au cours de la dernière décennie. Cependant, la face du monde et le rôle que pourrait y jouer la zone euro ne devraient pas être fondamentalement changés.

### *Quel rôle international pour l'euro ?*

Ce rôle est déjà important, puisque l'euro est, derrière le dollar, la deuxième monnaie du système monétaire international (SMI). Sa part dans les transactions sur le marché des changes se situe ainsi entre 35 % et 40 % ; elle dépasse 30 % pour les émissions de titres (contre un peu plus de 20 % en 1999) ; sa part dans les réserves de change s'établit à 26 % au début de 2009, mais cette progression s'explique, pour moitié, par les mouvements de change observés depuis dix ans. En outre, on observe que la part de l'euro demeure significativement inférieure aux parts cumulées des réserves en deutsche mark, en franc français et en ECU, notamment, qui atteignaient 27 % en 1995<sup>11</sup>. En d'autres termes, l'euro, en tant qu'actif financier ou instrument de dette, joue d'ores et déjà son rôle de grande monnaie internationale, d'ailleurs conforme à l'importance de sa « base » économique et financière. Mais ce rôle n'a pas évolué de façon très sensible depuis sa création et il n'apparaît pas en mesure de supplanter celui du dollar, du moins à court terme. Cela n'est d'ailleurs pas considéré comme une question pertinente par les autorités de l'Eurosystème, qui sont toujours restées fidèles à leur mot d'ordre « *no compulsion, no prohibition* » pour signaler l'absence de volontarisme vis-à-vis d'évolutions qui relèvent du choix des marchés.

Au demeurant, prévoir ce que sera le rôle de l'euro sur tous ces marchés à l'horizon de 2019 relève très largement de la spéculation. Il y a un large consensus, fondé sur l'expérience historique, sur le fait que la transition d'une monnaie dominante à une autre est un processus assez inerte (Cohen, 1971). Les conclusions des plus éminents auteurs ne convergent d'ailleurs pas. Parmi les études les plus récentes, celle de Chinn et Frankel (2008), par exemple, anticipe le déclin relatif du dollar alors que Posen (2008) ne voit pas l'euro rivaliser avec lui à un horizon proche.

### *L'euro : monnaie-pivot d'un système monétaire plus stable et équilibré*

Une approche pertinente de mon point de vue, si l'on cherche à évaluer quel pourrait être le rôle international de l'euro d'ici à 2019, peut consister à s'interroger sur son rôle comme monnaie de référence pour des pays ou même d'autres zones monétaires. Cette conception rejoint l'idée selon laquelle l'attrait d'une monnaie internationale, au-delà de critères financiers ou même du poids de la zone d'émission

dans l'économie mondiale, repose aussi sur les critères de stabilité et de visibilité de sa politique monétaire (Hartmann et Issing, 2002).

À cet égard, le rôle de l'euro comme monnaie d'ancrage, dans le cadre d'arrangements le reliant de façon plus ou moins étroite aux monnaies nationales, ou bien par le biais de mouvements conjoints sur les marchés de change, est déjà important et se développe rapidement, naturellement dans les pays en transition d'Europe centrale et orientale ou de la zone franc, dans les pays avancés de l'Union européenne (Suède, Danemark) ou à ses « marches » (Norvège ou Suisse). Au total, l'euro est aujourd'hui utilisé comme devise de référence dans 40 pays sur les 150 recensés par le FMI comme ayant une monnaie ancrée sur une devise ou sur un panier de devises. Il semble aussi que l'évolution de monnaies de pays plus lointains, comme les dollars australien, néo-zélandais ou canadien, dérive de moins en moins marginalement de l'évolution de l'euro (Galati et Wooldridge, 2006).

Ce rôle croissant d'ancrage confère *de facto* à l'euro des responsabilités croissantes dans un SMI ayant vocation à devenir multipolaire, surtout si l'on anticipe la montée en puissance des plus grandes économies émergentes, et particulièrement de la Chine. La question de savoir si un tel régime multipolaire sera plus ou moins stable qu'un régime dominé par une monnaie reste d'ailleurs extrêmement controversée (Papaioannou et Portes, 2008).

56

La question à laquelle nous devons répondre peut sembler plus simple : comment l'euro peut-il contribuer à un système monétaire plus stable et plus équilibré ? Je me bornerai ici à en évoquer trois préalables :

- la qualité et la crédibilité de la politique monétaire unique, permettant un ancrage des anticipations d'inflation et des primes de risque faible (la stabilité externe d'une monnaie est fondamentalement dépendante de sa stabilité interne) ;
- la cohérence des signaux émis par les autorités de la zone euro (ce qui suppose une grande discipline et un esprit de responsabilité de la part des uns et des autres) ;
- l'influence optimisée des pays de la zone euro dans les instances internationales, le FMI, le G7/G8 et, sans doute de plus en plus, le G20, afin de convaincre nos partenaires des autres zones des avantages de gérer la stabilité monétaire internationale comme un bien collectif, comme les responsables de la zone euro ont su gérer notre monnaie unique.

## NOTES

1. Ce point a pu être controversé dans les premières années de l'UEM. Il est toutefois apparu, d'une part, que la constitution de l'euro avait entraîné en particulier une convergence des taux d'intérêt courts et longs vers les taux les plus bas des pays ayant constitué la zone euro, d'autre part, que la disparition du risque de change avait favorisé une baisse forte de la volatilité des conditions financières, dont les effets bénéfiques se sont ajoutés à la baisse des coûts de transaction liée à la monnaie unique. Tous ces effets avaient été très bien analysés et anticipés dans le rapport *One Market, One Money* élaboré à la Commission européenne dans le cadre de la préparation du traité de Maastricht presque dix ans avant l'entrée en union monétaire.
2. Les études de l'Eurosystème et de la Commission européenne faisant le bilan des dix premières années de l'euro mettent, par exemple, en évidence une tendance régulière à la convergence des performances macroéconomiques (croissance du PIB, inflation), mais aussi la persistance d'écarts importants d'indicateurs structurels ayant trait aux taux d'emploi, aux niveaux de productivité, à l'éducation...
3. La fiscalité reste du domaine de la souveraineté nationale et son harmonisation relève encore largement de la règle d'unanimité et (totalemment) de l'Union européenne. Il ne peut donc y avoir de fiscalité propre à la zone euro.
4. Les déficits croissants et persistants des balances courantes de certains pays (Grèce, Portugal ou Espagne, par exemple, où ils ont dépassé 10 % en 2008) sont le plus souvent révélateurs d'une croissance fondamentalement déséquilibrée, soit en raison d'une spécialisation structurellement défavorable, soit en raison d'un essor excessivement rapide du crédit alimentant une bulle immobilière et déprimant le taux d'épargne, soit des deux.
5. Envoi par la Commission d'un avis direct aux États membres.
6. Ces *spreads*, généralement inférieurs à 50 points de base avant la crise sur les obligations à dix ans, ont temporairement dépassé, par exemple, 300 points de base pour la Grèce et l'Irlande et frôlé 150 points de base pour l'Italie. On peut toutefois observer que les *spreads* étaient allés encore beaucoup plus haut lors des crises du SME (plus de 500 points de base pour l'Italie en 1992, par exemple, dans un contexte, il est vrai, marqué par le risque de change).
7. Cela suppose toutefois au préalable d'analyser précisément les déterminants des primes de risque pour distinguer l'impact du risque de crédit et du risque de liquidité et pour détecter d'éventuelles aberrations pouvant donner lieu à des primes de risque excessives, telles que l'on a pu en observer à la fin de 2008 et au début de 2009.
8. Un scénario où le Royaume-Uni, le Danemark et la Suède rejoindraient la zone euro conduirait à un ensemble de 27 pays. Cependant, pour ces pays, la question de rattrapage réel ne se pose pas et ils pourraient satisfaire sans difficulté et rapidement les critères de convergence.
9. Barro et Sala-i-Martin (1992) se focalisent sur la convergence du niveau de PIB/tête sur longue période. Frenkel (2004) met aussi en exergue l'importance de la convergence des cycles, largement liée à l'intégration commerciale, en raison de la lenteur du processus de rattrapage des niveaux de vie.
10. Source : *World Economic Outlook* (WEO) et *Economist Intelligence Unit*.
11. Cette chute s'explique initialement par la disparition des réserves « euroisées » entre pays européens, notamment les avoirs en deutsche mark détenus par d'autres membres du SME, qui ont été convertis en euros au 1<sup>er</sup> janvier 1999 et sont devenus des actifs domestiques de la zone euro.

## BIBLIOGRAPHIE

- AGHION *et al.* (2008), « Contraintes de crédit et cyclicité des investissements de R&D : évidence pour la France », Banque de France, *Note d'études et de recherche*, n° 198.
- BARRO R. J. et SALA-I-MARTIN X. (1992), « Convergence », *Journal of Political Economy*, vol. 100, n° 2.
- BCE (2008), « 10<sup>ème</sup> anniversaire de la BCE », *Bulletin mensuel*, n° spécial, mai.

- CETTE G. et LOPEZ J. (2009), « ICT Demand Behavior : an International Comparison », mimeo.
- CHINN M. D. et FRANKEL J. A. (2008), « The Euro May over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency », *La Follette School Working Paper*, n° 2008-007.
- COHEN B. (1971), *The Future of the Sterling as an International Currency*, London : Macmillan.
- COMMISSION EUROPÉENNE (2008), *UEM@10 : bilan de l'Union économique et monétaire dix ans après sa création*, communication de la Commission.
- DARVAS Z. et PISANI-FERRY J. (2008), « Avoiding a New European Divide », *Bruegel Policy Brief*, n° 2008/10.
- DARVAS Z. et SZAPARY G. (2008), *Euro Enlargement and Euro Adoption Strategies*, contribution au projet *Euro@10* de la Commission européenne.
- DIEV P. et GUEIT B. (2009), *Banque de France*, mimeo, juillet.
- FRENKEL J. (2004), « Real Convergence and Euro Adoption », Harvard university, *Faculty Research Working Papers Series*, août.
- GALATI G. et WOOLDRIDGE P. (2006), « The Euro as a Reserve Currency : a Challenge to the Pre-Eminence of the US Dollar », Banque des règlements internationaux, *Working Paper*, n° 218.
- HARTMANN P. et ISSING O. (2002), « The International Role of the Euro », *Journal of Policy Modelling*, vol. 24, pp. 315-345.
- ISSING O. (2006), « The Euro, a Currency without a State », *BIS Review*, n° 23/2006.
- ISSING O. (2009), « Why a Common Eurozone Bond Isn't such a Good Idea », *Balkan Monitor*, juillet.
- MUNCHAU W. (2009), « The Benefits of a Single European Bond », *Financial Times*, 26 janvier.
- PAPAIOANNOU E. et PORTES R. (2008), « The International Role of the Euro : a Status Report », European Economy, *Economic Papers*, vol. 317, avril.
- POSEN A. S. (2008), « Why the Euro Will not Rival the Dollar », *International Finance*, vol. 11, n° 1, pp. 75-100
- SOROS G. (2009), « The Eurozone Needs a Government Bond Market », *Financial Times*, 19 février.