

L'EURO SUR LA SCÈNE INTERNATIONALE**

EDMOND ALPHANDÉRY*

Le Secrétaire général de l'Association pour l'Union économique et monétaire, Bertrand de Maigret a délimité le champ de mon exposé par le biais de deux interrogations : « la parité de l'euro avec le dollar est-elle vraiment importante ? » et « L'euro a-t-il un impact sur les investissements étrangers en Europe, tant financiers qu'industriels ? ». Je réponds par l'affirmative sans hésiter à ces deux questions. Oui, le taux de change de l'euro par rapport au dollar est un paramètre important. Oui, la naissance de la monnaie unique européenne ne peut que générer un afflux d'investissements étrangers grâce à l'intégration des marchés financiers des divers pays européens.

Au-delà de leurs aspects purement techniques, ces deux questions renvoient d'ailleurs aux nombreuses interrogations sur les conséquences internationales de la place de plus en plus grande que tiendra l'euro, interrogations qui avaient été évoquées pour la première fois dès le lancement de la monnaie unique.

Je souhaite tout d'abord exprimer ma gratitude à Bertrand de Maigret, qui me donne l'occasion d'exposer un point de vue optimiste sur ces thèmes cruciaux. Pour ma part, je n'ai jamais partagé le scepticisme de ceux qui n'hésitaient pas à prédire que le lancement de l'euro serait un échec. Je ne crois pas non plus que son entrée sur la scène monétaire internationale fasse peser une menace sérieuse sur sa stabilité. Si, comme certains économistes le prétendent, la volatilité doit augmenter, il faut espérer que nous saurons trouver les moyens d'améliorer la coordination de telle manière que l'euro contribue, au contraire, à une stabilité accrue du système monétaire international.

Afin de répondre du mieux qu'il me sera possible à ces interrogations, je vais m'efforcer de répondre aux arguments fréquemment avancés par

** Discours prononcé à l'occasion de l'Assemblée Générale de l'Association pour l'Union économique et monétaire, Londres, 15-16 juin 2000. Je remercie Niels Thygesen de ses commentaires sur la version initiale de cet exposé. J'assume seul la responsabilité des opinions qui y sont exprimées.

* Président du Conseil de surveillance de CNP Assurances.

ceux qui s'attendent à une instabilité grandissante des taux de change par suite de la création de l'euro¹:

- « l'argument de l'ouverture » : la zone euro fonctionne comme une économie fermée ;
- « l'argument de portefeuille » : en poussant les détenteurs de capitaux à modifier l'allocation d'actifs de leur portefeuille, l'intégration des marchés financiers européens causera une volatilité accrue ;
- « l'argument hégémonique » : un monde dominé par le dollar est plus stable.

LA ZONE EURO ET LE SME : QUELS SONT LES CHANGEMENTS CRUCIAUX ?

S'agissant du premier argument, la question que l'on peut se poser le plus utilement sur le « degré d'ouverture » de la zone euro au commerce extérieur consiste à savoir si elle est plus ou moins fermée que le Système monétaire européen auquel elle succède.

Selon ce raisonnement, la zone euro dont le commerce extérieur représente autour de 15 % du PIB, se comporterait comme une économie fermée, au moins si on la compare aux pays qui en font partie, comme l'Allemagne et la France, dans le PIB desquelles il pèse beaucoup plus lourd (25 %). La politique monétaire de la zone euro devrait donc être moins sensible à l'évolution du monde extérieur, et en particulier au taux de change, d'où une augmentation de sa volatilité.

Mais il faudrait, pour que cet argument soit totalement recevable, que les 12 États membres de la zone euro aient vécu en taux de change flottant avant le lancement de la monnaie unique. En fait, le SME était un mécanisme assurant la fixité des parités monétaires entre ses membres et c'est ainsi qu'il a fonctionné, après même que la bande de fluctuation autorisée eut été élargie, en 1993.

Ce n'est pas le plus ou moins grand degré d'ouverture de l'économie qui est la différence la plus cruciale, mais la responsabilité ultime de la politique monétaire dans une zone qui était centrée sur le deutsche-mark avant l'avènement de l'euro.

On ne voit pas pourquoi l'évolution du dollar devrait avoir une incidence plus limitée aujourd'hui que du temps du SME. Car, en Allemagne, seul pays à disposer à l'époque d'un régime de taux de change flexibles, la part du commerce extérieur (hors des pays membres du SME et de la zone euro) n'a guère varié. En 1992-1993, l'élargissement du différentiel de taux d'intérêt entre l'Allemagne et les États-Unis avait fait s'envoler le DM face au dollar et, à cause du mécanisme du SME, les monnaies de tous les États membres s'étaient appréciées. Cette évolution s'est inversée en 1994-1995.

À mon avis, la sensibilité d'un pays donné à la politique de taux de

change est influencée non seulement par le volume de ses échanges, mais aussi par les perturbations, tant internes qu'externes, qui se dessinent.

Ainsi lorsqu'en 1985 l'administration Reagan a décidé d'abandonner sa doctrine du «*benign neglect*» pour embrasser résolument la cause de la coordination des taux de change, elle l'a fait sous la forte pression exercée par l'aggravation d'un déficit de la balance des transactions courantes, déjà considérable.

Après les accords du Plaza puis du Louvre, alors que le fonctionnement du SME avait été infléchi dans le sens de la prise en compte de la nécessaire stabilité monétaire internationale, de graves chocs, tels que la réunification de l'Allemagne, ont commencé à menacer la stabilité interne de la zone. Les Européens n'ont alors pas hésité à changer de priorité en privilégiant la lutte contre l'inflation.

Si l'on appliquait cette observation aux pays du G3, où la stabilité interne semble assurée alors que leur balance des paiements courants est gravement déséquilibrée et que leur taux de change est sujet à de brusques variations, on ne pourrait exclure qu'une politique de taux de change plus ou moins concertés revienne tôt ou tard au centre des préoccupations. Si l'on complète cette remarque par l'argument du degré d'ouverture, la zone euro plus ouverte aux échanges extérieurs que les États-Unis ou le Japon ne serait certainement pas la dernière concernée.

71

ACCÉLÉRATION DU PROCESSUS D'INTÉGRATION DES MARCHÉS FINANCIERS EN EUROPE

Le deuxième argument invoqué contre l'accession de l'euro au statut de monnaie de réserve, à savoir l'argument de portefeuille, repose sur l'hypothèse que le redéploiement des portefeuilles de chaque côté de l'Atlantique sera facilité par l'intégration grandissante des marchés financiers en Europe. Coeuré et Pisani-Ferry¹ expliquent que « l'accumulation de positions excessives à l'étranger aboutirait à des variations de change plus fortes que dans un régime de monnaie dominante (le dollar) parce que les détenteurs d'actifs officiels et privés auraient alors une alternative aux balances dollar ». Quelle que soit la validité de cet argument, il ne doit pas nous empêcher de hâter le processus d'intégration de nos marchés financiers nationaux.

En effet, comme le montre l'impact des marchés financiers sur la productivité du capital aux États-Unis, il est évident que des marchés financiers vastes, liquides et efficaces sont un facteur décisif de la croissance économique.

En outre, depuis la naissance de l'euro, l'émergence d'un marché financier plus vaste et plus liquide a profité davantage aux emprunteurs qu'aux prêteurs d'euros. Une partie du produit net des émissions a été

investie hors de la zone euro, contribuant à la dépréciation de son taux de change. Il ne fait aucun doute que les réformes des marchés financiers, en favorisant l'investissement dans la zone euro, contribueront à la remontée du taux de change².

Le 22 mai 2000, un groupe composé de personnalités issues des 15 États membres de l'Union européenne s'est réuni à Turin pour discuter de « l'intégration des marchés financiers européens ». La préoccupation principale de cet « Euro 50 group », c'est ainsi qu'on l'appelle, tenait à la nécessité d'accélérer l'ensemble du processus d'intégration des marchés financiers. Le développement de l'activité des Bourses et des émissions d'obligations par les entreprises du secteur privé ainsi que la vague des fusions à laquelle nous avons récemment assisté dans le secteur bancaire en Europe sont autant de signes de la montée en puissance d'un marché financier européen. Il ne fait aucun doute que l'avènement de l'euro a contribué à ces changements structurels.

Cependant, l'euro, dans son élan unificateur, bute sur un obstacle ardu à surmonter, en l'occurrence la diversité persistante des réglementations et des dispositifs institutionnels nationaux.

Dans son communiqué l'Euro 50 Group a souligné la nécessité pour l'Europe de se donner clairement pour objectif la création d'un marché financier qui soit aussi efficient que celui des États-Unis. Il a rappelé que tout progrès accompli sur cette voie aiderait à combler l'écart entre l'économie de l'ancien Continent et celle des États-Unis.

Alors que les marchés disent sans ambages que l'impératif de l'intégration devient de plus en plus pressant pour l'Europe, il est essentiel de donner les signes d'une vraie volonté politique pour surmonter les obstacles tant psychologiques (réflexe du champion national) que techniques qui se dressent en travers de la route.

Les conclusions auxquelles l'Eurogroupe est parvenu à Turin énoncent clairement les conditions requises pour développer le rôle international de l'euro.

Pour les particuliers, l'élimination des entraves à l'investissement dans les fonds de pension doperait nos marchés financiers. Cependant, dans ce domaine particulièrement sensible, la volonté politique, tant de l'Union européenne que des autorités nationales, est capitale.

En ce qui concerne les sociétés, les hommes politiques d'Europe continentale doivent accepter sans réserve que les marchés sont les mieux à même de procurer des financements aux entreprises. Au lieu de mobiliser les fonds publics, il est beaucoup plus sensé de placer le développement d'un cadre institutionnel plus efficace en première priorité.

D'un autre point de vue, il est évident que l'efficacité du système et des procédures judiciaires a un impact direct positif sur les marchés financiers. S'agissant des marchés hypothécaires, les Professeurs

Giovannini et Giavazzi³ montrent que dans les pays où la protection juridique est plus solide, l'achat de biens immobiliers est plus répandu, en particulier chez les jeunes ménages. Renforcer l'efficacité de nos procédures judiciaires en Europe améliorerait donc l'efficience et la « rentabilité sociale » de nos marchés financiers.

Plusieurs autres suggestions utiles méritent aussi d'être mentionnées : l'élaboration d'un référentiel comptable international pour les sociétés cotées et celle de mêmes règles s'appliquant dans toute l'Union européenne pour les offres publiques d'achat...

Enfin, j'aimerais attirer l'attention sur la nécessité d'un système sûr et fiable de régulation des marchés et de surveillance bancaire. Actuellement, ces tâches restent du ressort des autorités nationales. Eu égard à la prédominance des activités nationales, cet arrangement est, à l'heure actuelle, celui qui est le mieux adapté aux réalités du marché. C'est pourquoi, à Turin, nous avons demandé instamment que priorité soit donnée à l'amélioration de la coordination entre les autorités de tutelle nationales.

Cependant, à mesure que le volume des activités transnationales croît, les mécanismes de surveillance existants suscitent des interrogations sur leur capacité à répondre à une crise majeure. Il nous semblerait opportun de donner mandat à une commission pour rédiger des propositions en faveur d'un système plus efficace⁴.

73

VERS UNE MEILLEURE COORDINATION DES TAUX DE CHANGE ?

J'en viens à présent à l'argument « hégémonique » selon lequel la stabilité monétaire internationale est assurée plus efficacement quand une monnaie domine le système monétaire international. Si l'on s'en tient à ce raisonnement, l'euro deviendrait un ferment d'instabilité en acquérant un statut international. La réponse à ces craintes dépend de la gestion de l'euro sur la scène internationale, qui soulève la question controversée de la politique de coordination des taux de change.

Dans la façon dont la Banque centrale européenne conduit sa politique monétaire, il apparaît un contraste frappant entre l'exigence de stabilité des prix, dont elle ne s'est jamais départie, et la discrétion - j'irai jusqu'à dire la timidité - dont elle fait preuve à propos du rôle international de l'euro.

De fait, le président de la BCE reconnaît que « l'euro et l'Eurosystème ont vocation à jouer un rôle important dans l'économie mondiale »⁵. Mais, il ajoute aussitôt qu' « en ce qui concerne le rôle international de l'euro, l'Eurosystème a adopté une position neutre. Nous ne l'empêcherons pas de jouer ce rôle, mais nous ne chercherons pas à le favoriser non plus, et nous nous en remettons aux forces du marché pour assurer son essor ».

S'agissant de politique des changes, la BCE a réaffirmé que la stabilité des prix était sa grande priorité : Wim Duisenberg écrit que « la recherche d'un objectif de taux de change pourrait aisément compromettre la stabilité des prix et, par là, avoir aussi des répercussions dommageables sur la croissance économique ».

Rares sont ceux qui contesteront que la préservation de la stabilité des prix dans les pays membres de la zone euro est l'apport le plus précieux de l'euro à la stabilité internationale. On peut cependant se demander si la porte n'est pas trop cadenassée lorsque Wim Duisenberg ajoute que « les tentatives de coordination allant au-delà du champ que je viens de délimiter [c'est-à-dire le rôle des réunions internationales] pourraient facilement avoir un effet contraire à celui qui est visé, en compromettant à la fois le mandat sur lequel s'appuie l'action de l'Eurosystème et la stabilité internationale elle-même ».

Le traité de Maastricht était déjà fondé sur la priorité à accorder à la stabilité interne et à une saine politique macroéconomique. Si, d'après l'article 111 du traité d'Amsterdam, le « Conseil de l'euro -11» (maintenant appelé Euro-groupe), peut formuler des « orientations générales » sur la politique de taux de change, il n'a pas encore fait usage de cette faculté. En 1997, au sommet de Luxembourg, le Conseil européen avait lui-même fait savoir qu'il répugnait à intervenir, sauf « dans des circonstances exceptionnelles et lorsque la volatilité est excessive ». Dans ces conditions, il n'est pas étonnant que la question de la représentation politique externe de l'euro n'ait pas été traitée de manière adéquate. Les avancées réalisées depuis la conclusion du traité de Maastricht sont minces : Niels Thygesen⁶ remarque que « l'Union européenne a réussi à nommer M. Javier Solana haut représentant pour la politique étrangère et de sécurité commune en 1999 bien que, à ce sujet, les États membres de l'Union défendent des positions souvent plus éloignées que sur la scène économique internationale. Il semble que, à tout le moins, la nomination d'un personnage similaire pour les questions économiques internationales mérite considération ».

Avec le recul, il semble probable que cette attitude de prudence était inévitable du point de vue politique dès lors qu'il fallait donner un maximum de crédibilité à notre engagement au profit de la stabilité des prix et de l'indépendance de la Banque centrale européenne. Le scepticisme quant aux résultats de la coopération monétaire à la fin des années 1980 et la méfiance générale à l'égard de l'activisme en matière de taux de change ont aussi contribué à limiter l'ampleur des interventions sur le marché des changes.

Dans le nouvel ordre monétaire international résultant de l'émergence de l'euro, il paraît légitime de se demander s'il faut accepter le système actuel tel qu'il fonctionne aujourd'hui, ou s'il vaudrait mieux rechercher

un cadre institutionnel mieux adapté à notre environnement. Il est impossible d'apporter une réponse simple à une question aussi complexe. Après tout, les fortes fluctuations des taux de change ne sont actuellement pas incompatibles avec la prospérité économique. Il semble que, des deux côtés de l'Atlantique, la pratique du «*benign neglect*» soit conforme aux besoins de l'économie réelle.

Le dollar fort est la clef de voûte d'une économie américaine caractérisée par un excès de demande globale et un déficit massif de sa balance des transactions courantes. La cherté du billet vert attire les capitaux étrangers dont les États-Unis ont besoin pour compenser l'insuffisance de l'épargne privée. Elle aide en outre à combattre les tensions inflationnistes. Il ne serait pas étonnant certes qu'à long terme, la résorption du déficit extérieur passe par une dépréciation du dollar. Cependant, dans l'immédiat, les États-Unis ont intérêt à un dollar fort. Au contraire, la zone euro, qui reste en proie au chômage dans ses grands pays, notamment la France, l'Allemagne et l'Italie, a besoin durablement d'un taux de croissance suffisant. Ainsi, la faiblesse de l'euro est considérée comme bénéfique.

Cette vision panglossienne des avantages du «*benign neglect*» de part et d'autre de l'Atlantique est obscurcie par deux facteurs susceptibles de jouer un rôle déstabilisateur : le déficit de la balance des paiements courants américaine et la sous-évaluation prononcée de l'euro.

Il va sans dire que, dans ces conditions, l'Europe continentale serait bien avisée de hâter l'application des réformes structurelles si elle veut être prête à faire face sans trop de peine à la hausse de l'euro qui finira bien par se produire un jour.

À mon avis, ces ferments d'instabilité, alors que nous sommes dans une période de prospérité, couplés à l'émergence d'un marché financier intégré en Europe, imposent de rechercher une concertation accrue entre les autorités monétaires et politiques du G3.

Mais qu'il me soit permis de faire à cette occasion deux brefs commentaires.

Premièrement, comme la stabilité interne est, à juste titre, désormais considérée comme une priorité absolue, et cela dans tous les pays à travers le monde, aucune proposition concernant la politique de change ne peut être préjudiciable à cette stabilité. Ceux qui pensent que la nécessité d'une meilleure coordination entre les trois principales monnaies se fera de plus en plus sentir, doivent expliquer comment ils comptent concilier une plus grande stabilité des taux de change avec une politique monétaire conçue pour la lutte contre l'inflation. Selon Mc Kinnon, toute une série de conditions est requise en ce qui concerne la convergence des objectifs en matière d'inflation et d'évolution concertée de la masse monétaire. Il convient cependant de se demander au préalable

comment mieux gérer les interactions entre les opérations sur le marché des changes et la politique monétaire.

Dans un article récemment paru dans le *Wall Street Journal*⁷, Robert Mundell a livré quelques éléments de réponse à cette question complexe. S'interrogeant sur les conditions d'une intervention efficace, il écrit « actuellement, l'opinion la plus répandue veut qu'une grande Banque centrale indépendante doive se borner à modifier la composition de ses actifs domestiques sans toucher à celle de ses avoirs étrangers ». Mais il ne fait aucun doute que le volume des liquidités sur les marchés monétaires peut aussi être affecté par les achats et les ventes d'actifs étrangers. Un cas extrême de cette situation est celui des *«currency boards»*. Et si, comme Mundell le suggère, ces opérations étaient concertées, non stérilisées et systématiques, n'y aurait-il pas lieu de se demander si le G3 ne pourrait recourir à ces interventions des Banques centrales sur le marché des changes, en sus des outils traditionnels de la politique monétaire, dans le but d'atteindre simultanément deux objectifs : la stabilité des prix par le contrôle de la liquidité interne et une meilleure convergence des taux de change vers leur point d'équilibre à long terme ?

Supposons qu'une institution internationale indépendante telle que le FMI soit chargée d'apprécier le niveau de « taux de change à long terme » entre les trois principales monnaies. Supposons encore que pour contrôler l'évolution de la liquidité interne, les trois grandes Banques centrales décident d'agir en intervenant sur les marchés où sont négociés non seulement les actifs nationaux, mais aussi les actifs internationaux. Serait-il concevable, en théorie et en pratique, que l'on obtienne simultanément des résultats meilleurs pour la stabilité interne et externe ? Par exemple, aurait-il été judicieux, à l'automne 2000 pour la BCE qui entendait resserrer sa politique monétaire, d'acheter des euros en vendant des dollars sur les marchés des changes de manière à réduire la liquidité interne de la zone euro tout en faisant simultanément monter l'euro ?

Je suis conscient qu'un changement aussi radical serait lourd de conséquences, y compris pour ce qui concerne l'indépendance des Banques centrales. Il me serait d'ailleurs difficile de répondre à bien des questions que soulèverait une telle orientation. Je crois néanmoins qu'au vu de l'émergence de l'euro, nous devrions étudier plus à fond l'interaction entre les opérations sur le marché des changes et la politique monétaire parce qu'elle est au cœur de toute reprise de la coopération monétaire internationale. Tel est mon premier commentaire.

Ma seconde remarque porte sur la structure institutionnelle qui est nécessaire pour une coopération ou, à tout le moins, pour un dialogue fructueux entre les trois autorités monétaires. Je dois reconnaître que je ne suis pas très heureux du compromis récemment négocié par les États membres du G7. Je ne doute pas que tôt ou tard nous serons obligés de nous

orienter vers un G3. Cela ne signifie pas que le G7 est condamné à disparaître. Chaque forum international a son utilité. Cependant, la naissance de l'euro soulève des questions spécifiques concernant les trois grandes monnaies, qui doivent être débattues au sein d'une institution *ad hoc*.

Le problème se pose dans la zone euro. Comme chacun de ses États membres reste pleinement maître de sa propre politique économique, toute personnalité qui pourrait être susceptible d'assumer la représentation politique de la zone euro au G3 serait paralysée, ou pire encore, courrait le risque d'être désavouée ou contredite par les autorités nationales. Il paraît néanmoins clair, tout au moins à mes yeux, que cette question est liée à la tendance inéluctable à une intégration économique de plus en plus étroite entre les États membres de la zone euro. Il faudra du temps pour que le G3 soit reconnu comme l'instance appropriée, et ce temps doit être employé par les États membres pour mieux coordonner leur politique économique.

Au fond, si aujourd'hui le taux de change de l'euro par rapport au dollar est au centre des préoccupations, ce n'est pas seulement à cause de la controverse sur cette nouvelle monnaie. Il faut aussi y voir le signe d'un changement profond dans les relations monétaires internationales. La zone euro aura le devoir de contribuer à l'élaboration d'un nouveau cadre international favorisant une coopération monétaire plus étroite.

Espérons que, dans un univers où la mondialisation exige tous les jours une plus grande stabilité monétaire, la naissance de l'euro offrira de nouvelles occasions d'avancer dans cette direction.

77

NOTES

1. On en trouvera une description exhaustive dans Benoît Coeuré et Jean Pisani-Ferry (1999) : « The euro, the yen and the dollar : The case against benign neglect » (L'euro, le yen et le dollar : les arguments plaidant contre le « *benign neglect* »), FMI, 28-29 mai.
2. Cette remarque m'a été faite par Niels Thygesen.
3. Francesco Giavazzi et Alberto Giovannini (2000) : « A more efficient financial system for improved economic performance : An attempt at identifying the Priorities » (Un système plus efficace pour améliorer les performances économiques : un essai de recherche des priorités), rapport de l'Euro 50 Group, Turin, 11 mai.
4. Depuis cette réunion de Turin, le Conseil Ecofin a confié une mission à la « commission des Sages » présidée par Alexandre Lamfalussy.
5. Wim Duisenberg (1999) : « The past and the future of European Integration : A Central Banker's perspective, the 1999 Per Jacobsson lecture » (Passé et avenir de l'intégration européenne : le point de vue d'un banquier central ; conférence donnée dans le cadre des *Per Jacobsson lectures* en 1999) 26 septembre, Washington, DC.
6. Niels Thygesen (2000) : « External representation of the euro area in multinational fora » CEPS, Bruxelles, 25 Janvier.
7. Robert Mundell (2000) : « One world : Threat to prosperity » (Un monde unique : menace sur la prospérité) *Wall Street Journal Europe*, 30 mars.