

Quelle « diplomatie » pour l'euro ?

Franck LIRZIN – ancien élève de l'École Polytechnique et de l'École des hautes études en sciences sociales (EHESS)

Résumé – En moins d'une décennie, l'euro a réussi à devenir la deuxième monnaie internationale, mais il reste loin derrière le dollar. La crise financière et structurelle qui fragilise le dollar actuellement est l'occasion pour l'euro de le concurrencer et de renforcer son rôle de monnaie de référence. Ce statut permettrait à la zone euro de dynamiser son économie en attirant les investissements étrangers et en stabilisant ses échanges commerciaux à l'international. Mais, il ferait aussi peser sur elle de nouvelles responsabilités et de nouveaux risques : instabilité du système monétaire international appelant une régulation internationale, nécessité de consolider l'économie européenne pour rester attractif, possibilité de peser sur les équilibres économiques et politiques internationaux. La zone euro ne pourra alors plus se passer d'une politique économique et monétaire cohérente et intégrée qui lui permette de tirer tous les avantages du rôle international de sa monnaie tout en gardant sous contrôle les risques qui en découlent.

Introduction

Si l'euro n'a que neuf ans, il joue déjà dans la cour des grands : deuxième monnaie dans les échanges internationaux, juste derrière le dollar, deuxième monnaie de réserve, première monnaie pour les obligations internationales, l'euro concurrence dorénavant le dollar. Cette situation inédite, avec plusieurs monnaies de référence, oblige à repenser la place que veut occuper l'euro dans le système monétaire international. L'euro, monnaie de référence, permettrait à la zone euro de pouvoir financer facilement la croissance et de sécuriser ses échanges commerciaux, dynamisant ainsi son économie. Mais, la présence de plusieurs monnaies de référence déstabilise les relations monétaires et l'Eurozone ne peut plus se passer d'une politique monétaire de dimension internationale. Nous proposons quelques pistes de réformes et de politiques, combinant une approche de court terme, pour favoriser le développement de l'euro, et une autre de long terme, pour en assurer la pérennité, contribuant à ce que Jean-Pierre Jouyet a appelé une « diplomatie de l'euro ».

1. En neuf ans, l'euro s'est imposé comme deuxième monnaie internationale, derrière un dollar affaibli

1.1 Introduit en 1999, l'euro a réussi en quelques années à s'imposer comme la deuxième monnaie internationale, derrière le dollar.

L'euro a été introduit en 1999 dans le cadre de l'Union économique et monétaire (UEM) comme moyen de coordination des économies européennes. Il est la monnaie officielle de 15 Etats membres de l'Union européenne qui forme la zone euro. Représentant 317 millions d'habitants et 75% du PIB américain, la zone euro est impliquée dans un quart des échanges commerciaux, contre 12,35 % pour les États-Unis, ce qui en fait le premier exportateur et importateur mondial¹ (Données OMC).

Cette situation privilégiée donne à l'euro un rôle prépondérant sur la scène internationale. La Banque centrale européenne (BCE) est responsable de la politique monétaire de la zone euro, dans le cadre défini par le Traité de Maastricht. Elle assure en toute indépendance la liquidité de l'euro et fixe les taux directeurs pour contenir l'inflation à un niveau acceptable. Cette gestion monétaire, indépendante des politiques économiques nationales ou européennes et préférant la stabilité monétaire à toute autre considération, a assuré la crédibilité de l'euro après son lancement. Ainsi, si la BCE ne favorise pas particulièrement l'expansion de l'euro, elle ne la freine pas non plus, adoptant une position de neutralité bienveillante. L'euro a pu sans mal s'imposer comme monnaie internationale, alors que son utilisation dans le monde ne cesse de croître.

Il est d'usage de distinguer trois fonctions pour une monnaie : réserve de valeur (dans les réserves de change), unité de compte (devise de facturation) et moyen d'échange (paiements internationaux). Une monnaie de référence doit s'imposer dans chacune de ces fonctions et nous allons voir que l'importance de l'euro dépend de la fonction monétaire que l'on considère².

Une diversification des réserves de change favorable à l'euro

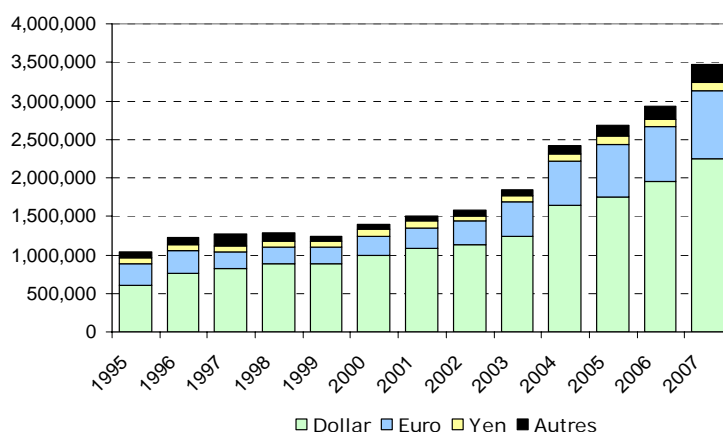
L'euro est de plus en plus utilisé par les banques centrales pour diversifier leurs réserves³. Depuis 2002, les réserves de change mondiales ont considérablement augmenté, principalement dans les pays asiatiques. Le dollar reste la monnaie la plus détenue, mais sa part baisse régulièrement, au profit de l'euro. En 8 ans, la part du dollar est passée de 71,1% à 63,77% quand celle de l'euro montait de 18,1% à 26,4% (voir graphique). L'euro a su profiter de la position privilégiée du deutsche mark, dont il a pris la succession, et, plus récemment, de la volonté des banques centrales de diversifier leur portefeuille en réponse à la baisse continue du dollar. L'euro apparaît comme une monnaie stable constituant à long terme une alternative crédible au dollar.

¹ ECB, « How the Euro became our money », sur la création de l'euro

² FMI, « Les 5 ans de l'euro »

³ Elias Papaioannou, Richard Portes, Gregorios Siourounis, "Optimal Currency Shares in International Reserves: The Impact of the Euro and the Prospects for the Dollar", *NBER Working Paper*, No. 12333, June 2006. Le résumé (www.voxeu.org/index.php?q=node/187) montre que la stabilité de l'euro est utilisée par les Banques centrales pour diversifier leur portefeuille et choisir un actif sans risque, selon le modèle traditionnel de sélection des portefeuilles.

1. Réserves de change (en millions de \$)



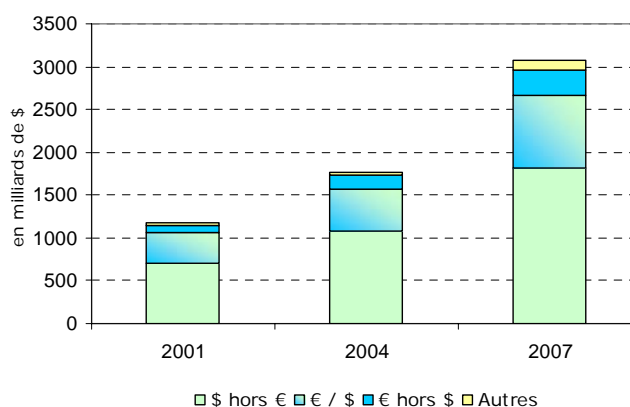
(Source : FMI et BIS. Données mises en forme par l'auteur. La part de l'euro avant 1999 est estimée à partir des parts cumulées des monnaies nationales de la zone euro)

Des relations commerciales libellées en dollar par habitude

La fonction de valeur d'échange est la plus conservatrice. L'euro souffre des effets d'inertie inhérents au commerce international. La part de l'euro dans les échanges internationaux, observée à partir des monnaies échangées sur le marché des changes, stagne, alors que le volume des échanges augmente énormément. Le dollar reste la monnaie la plus utilisée pour les échanges commerciaux internationaux, sa longue expérience lui donnant un avantage important. Pourquoi payer en euro quand on l'a toujours fait en dollar ? L'euro n'apporte pas de réponse à cette question, ce qui explique en partie son faible positionnement dans les échanges internationaux, alors même que l'Union européenne est le premier importateur mondial.

Une autre raison est la limitation géographique de l'utilisation de l'euro aux pays proches de la zone euro comme l'Union européenne et les pays d'Afrique. Sur la scène internationale, notamment en Asie, le dollar reste la monnaie d'échange principale. A titre d'exemple, on échange 7 fois plus de yens contre des dollars que contre des euro. Il faudra de la patience et de la persuasion pour voir l'euro rattraper le dollar, ainsi qu'une accélération des échanges entre l'Eurozone et les pays d'Asie et d'Amérique du Sud.

2. Echanges monétaires sur le marché des changes

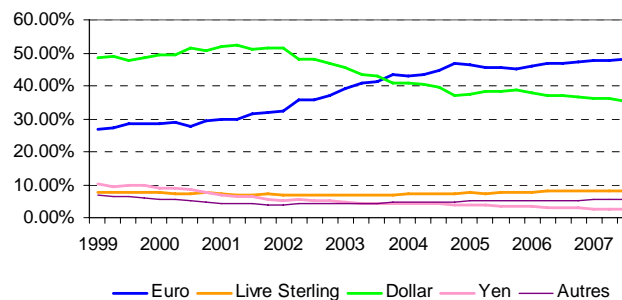


(Source : BIS. Données mises en forme par l'auteur)

L'euro s'est imposé sur les marchés monétaires face au dollar

Les positions sur la fonction d'unité de compte sont, en revanche, beaucoup plus dynamiques et fluides. En quelques années, l'euro a supplanté le dollar sur le marché des émissions obligataires internationales, ainsi que celui des instruments monétaires. La moitié des émissions de dettes internationales est désormais libellée en euro. Le passage d'une monnaie à l'autre est beaucoup plus facile dans ce domaine, sans effet d'inertie ; il ne dépend que des caractéristiques de la monnaie. L'euro, plus stable, est aussi plus crédible que le dollar.

3. Emission d'obligations internationales



(Source : BIS. Données mises en forme par l'auteur)

L'euro, qui concurrence le dollar dans chacune des fonctions qui en faisaient une monnaie internationale, a su s'imposer en quelques années comme la deuxième monnaie internationale. Mais, il reste encore derrière le dollar et ne pourra confirmer son positionnement international qu'en s'appuyant sur deux vertus : la confiance et la liquidité⁴. Cela lui permettra de bénéficier des avantages d'une monnaie de référence : pouvoir facilement emprunter auprès du reste du monde pour financer sa croissance et faciliter les échanges commerciaux en limitant les risques de change. La situation économique actuelle, qui fragilise le dollar, pourrait pourtant lui coûter son statut de référence.

1.2 L'endettement des USA, dans le long terme, et les conséquences de la crise des subprimes, dans le court terme, fragilise la position dominante du dollar au profit de l'euro.

Depuis la fin des accords de Bretton Woods en 1973, le système monétaire international se compose d'un régime de change flexible pour les principales devises internationales (dollar, euro, yen et livre) et d'un régime semi-flexible pour les autres (indexation sur un panier de monnaie et fluctuations de change contrôlées). Le dollar, en tant que monnaie de référence, est le pivot de ce système ; il en assure la stabilité et, en retour, bénéficie d'une situation de « monopole naturel » selon l'expression de Alan Greenspan.

Être une monnaie de référence apporte, en effet, de nombreux bénéfices financiers, dont le principal est de pouvoir s'endetter facilement auprès des autres pays. Les États-Unis ont profité de cette situation de nombreuses fois et, notamment, depuis 1992. Leur économie, fondée sur l'investissement et la consommation, a besoin de capitaux que l'épargne intérieure ne permet pas de fournir. Les États-Unis se sont massivement endettés auprès des investisseurs privés étrangers. Cette situation est instable à long terme, la sensibilité du taux de change aux chocs est extrêmement grande et risque de coûter au dollar son statut de monnaie de réserve⁵. Cette situation érode la confiance

⁴ Michel Aglietta, *La fin des devises clés*, La découverte, 1986.

⁵ Patrick Artus, « Comment changer l'équilibre financier international s'il apparaît une seconde monnaie de réserve ? », *CDC Working Paper*, avril 1997, synthétisant plusieurs opinions sur un système de change avec plusieurs monnaies de référence.

que les investisseurs ont placée dans le dollar et contribue à sa baisse de taux de change.

À court terme, la crise des subprimes et ses conséquences ont fragilisé le système financier américain. Les investissements étrangers dans les crédits immobiliers se sont révélés insolubles et d'autres secteurs économiques pourraient montrer les mêmes faiblesses. Il est trop tôt pour tirer les conséquences d'une crise qui n'est pas encore finie, mais il est possible de supposer que le système financier américain en sera fragilisé. Les taux d'emprunt devront être relevés pour attirer les investissements étrangers sur un marché qui apparaîtra plus risqué qu'auparavant. La dynamique d'endettement des États-Unis pourrait s'accélérer et affaiblir la confiance des investisseurs dans le dollar.

Ces deux chocs affaiblissent la confiance de long terme dans le dollar. Ce phénomène n'est pas nouveau, la pérennité du système de Bretton Woods reposait sur l'utilisation massive du dollar, utilisation qui contribuait à affaiblir le dollar et, donc, à saper les bases du système (paradoxe de Triffin), mais il pourrait avoir des conséquences différentes maintenant que l'euro se pose en concurrent crédible du dollar.

2. Un système à plusieurs monnaies de référence serait très instable et devrait être protégé par des institutions internationales

2.1 Un système multimonétaire serait inédit et instable

Florin néerlandais, livre sterling britannique ou dollar américain, historiquement, il n'y a jamais eu qu'une seule monnaie de référence et les changements ont été rares, l'utilisation d'une monnaie de référence étant soumise à de nombreuses inerties, notamment pour des raisons pratiques. La livre sterling, comme monnaie internationale, a ainsi survécu cinquante ans à la domination britannique. Il a fallu le choc des deux guerres mondiales pour faire basculer le système⁶.

Actuellement, la financiarisation de l'économie, en rendant le système monétaire plus liquide, facilite un changement de référence, comme le montre l'exemple des obligations internationales. La situation actuelle, avec un dollar affaibli et un euro concurrent, pourrait évoluer plus facilement vers une oligarchie monétaire remplaçant le « monopole naturel » du dollar. Cette situation serait alors inédite et ses conséquences difficiles à prévoir.

Avoir deux monnaies de référence suppose qu'il soit possible d'échanger l'une contre l'autre sans difficulté ; il y a parfaite substituabilité des monnaies. Le choix de monnaie ne résulte plus d'habitudes, mais de choix rationnels fondés sur la qualité intrinsèque des monnaies, c'est-à-dire sur la qualité des économies sous-jacentes. Tout déséquilibre macroéconomique appelle d'importantes variations de change⁷. Un choc macroéconomique sur la balance commerciale de l'Union européenne vis-à-vis de l'Asie obligerait les États-Unis et l'Union européenne à fortement dévaluer, ensemble, leurs monnaies, pour maintenir cet équilibre bimonétaire. Les monnaies ne bénéficient plus de la totalité de la rente conférée par le statut de référence, elles ne peuvent plus financer aussi facilement leurs dettes. Les monnaies se déprécient alors fortement pour répondre à une baisse d'attractivité, dépréciation qui entraîne celles des autres monnaies de référence.

⁶ Paul Krugman, « Vehicule currencies and the Structure of International Exchange », *Journal of Money, Credit and Banking*, 12, p.513-26, 1980.

⁷ Patrick Artus, op. cit.

2.2 L'instabilité d'une oligarchie monétaire peut se résoudre par la recréation d'un monopole ou au travers d'une coordination monétaire internationale.

Les économies sous-jacentes sont mises en concurrence par leurs monnaies parfaitement substituables. Tout se passe comme s'il n'y avait qu'une seule monnaie, mais plusieurs économies sans aucune coordination. Les investisseurs peuvent choisir, au travers des monnaies, les placements les plus rentables.

Deux évolutions sont possibles : la monnaie dont l'économie est la plus solide efface les autres monnaies pour devenir la nouvelle monnaie de référence, comme cela s'est produit plusieurs fois déjà, mais cela suppose qu'une économie est prête à assumer la responsabilité de cette situation ; ou un système de coordination à l'image de l'Union économique et monétaire (UEM) est mis en place au niveau international, et aboutit *in fine* à la création d'une monnaie unique internationale, telle que l'imaginait Keynes.

La montée en puissance de l'euro lui donne une nouvelle responsabilité internationale : il n'est plus la monnaie des pays de la seule zone euro, l'horizon de la politique monétaire doit s'étendre au reste du monde. La BCE ne peut rester éternellement indifférente à cette question, car celle-ci concerne aussi bien l'économie européenne que l'équilibre monétaire international. La monnaie n'est plus neutre quand elle devient une référence. L'Union européenne se trouve face à un choix : accepter le nouveau rôle de l'euro et soutenir son ascension, ou revenir en arrière, comme l'avait fait en son temps la Banque Centrale du Japon. Nous pensons que la première solution est la meilleure, car la zone euro a le potentiel économique pour endosser ces responsabilités internationales. Ce choix lui permettrait de financer plus facilement sa croissance et de faciliter ses échanges commerciaux avec le reste du monde, affirmant ainsi son pouvoir économique et son indépendance vis-à-vis du dollar.

3. L'Eurozone doit favoriser l'utilisation de l'euro tout en consolidant l'économie sous-jacente dans le long terme

L'euro n'est pas encore une monnaie de référence, mais il a les atouts pour le devenir. Et, contrairement au dollar, il n'a pas encore le désavantage de voir sa crédibilité de long terme érodée : cet avantage compétitif doit être exploité dans le cadre d'une diplomatie de l'euro. D'un côté, le développement des marchés financiers au cœur des relations monétaires permet à l'euro d'être facilement utilisé comme monnaie de référence ; de l'autre, la zone euro doit se préparer à assumer les responsabilités qui pèsent sur une monnaie internationale⁸.

3.1 La financiarisation des échanges favorise la diversification monétaire et peut accélérer la diffusion internationale de l'euro

La libéralisation financière, dans les années 1980–90, a abouti à la création d'un marché planétaire des capitaux. Les agents sont incités à mettre en concurrence les principales monnaies⁹. Changer de monnaie est très facile et les comportements conservateurs n'ont plus de raison d'être. Face au dollar qui souffre d'un endettement de long terme et d'une perte de confiance, l'euro est une monnaie stable et crédible. C'est sur les marchés financiers que l'euro doit d'abord s'affirmer comme une monnaie de référence : confiance et liquidité sont essentielles.

Asseoir sa crédibilité

L'euro est une monnaie encore jeune et elle doit encore consolider sa crédibilité. La politique monétaire rigoureuse de la BCE, dans la suite de celle de la Bundesbank, a

⁸ Robert Mundell, « The Euro : How Important ? », (cato.org/pubs/journal/cj18n3/cj18n3-13.pdf) explique ce qui fait d'une monnaie une référence.

⁹ Dominique Plihon, *La monnaie et ses mécanismes*, Collection Repères, sur le nouveau rôle des marchés financiers internationaux.

permis d'avoir un euro stable et suffisamment fort pour être rapidement crédible. Cette politique doit être continuée, la neutralité affichée jusqu'à présent par la BCE vis-à-vis de la crise économique confirme cette stratégie ; la BCE ne doit baisser ses taux que si le risque de récession devient plus grave que celui d'une forte inflation.

Dans le long terme, une meilleure régulation des marchés financiers, le renforcement des pouvoirs du président de l'Eurogroupe et une meilleure visibilité de la gouvernance économique et monétaire de la zone euro, en donnant une « âme » à l'euro, seraient des moyens d'inspirer confiance dans la monnaie européenne.

Assurer la liquidité

L'autre qualité d'une monnaie de référence est sa liquidité : l'euro doit être disponible partout et facilement. Une politique monétaire destinée à renforcer le statut international de l'euro, relayée par un système financier européen intégré et simplifié et des banques privées de niveau européen, assurerait cette liquidité. Un système financier européen puissant, intégré et dynamique est la clé pour attirer les capitaux étrangers et diffuser l'euro. Il permet de tirer parti de tous les avantages compétitifs de la monnaie européenne très rapidement. Les coûts de transactions des opérations économiques et financières au sein de la zone euro doivent être suffisamment faibles pour ne pas entrer dans les critères de choix d'investissement : l'euro doit inspirer confiance, donner envie et être disponible.

3.2 La diplomatie de l'euro doit préparer et accompagner la montée en puissance internationale de l'euro

Les responsabilités et la pression économique croissantes qui pèseront sur la zone euro sont la contrepartie de ce développement. La zone euro doit s'y préparer. Elle doit pour cela consolider son économie et l'étendre, mais aussi mener une « diplomatie de l'euro »¹⁰ préparant un nouvel ordre monétaire international.

Consolider l'économie européenne

Dans un système multimonétaire, la parfaite substituabilité des monnaies met les économies sous-jacentes en concurrence : l'euro veut devenir une référence au même titre que le dollar, la zone euro doit rassurer sur ses perspectives de croissance à court et long termes pour soutenir les pressions. La consolidation de l'économie à long terme passe par la mise en place d'une « économie de la connaissance » telle que définie par la stratégie de Lisbonne. Ces politiques structurelles permettront, si elles sont appliquées, de faire de la zone euro une économie compétitive, qui attirera les investissements et valorisera l'euro.

Cette politique ne va pas sans une meilleure intégration des économies nationales qui, en évitant les disparités ou les bulles isolées, évite les tensions intérieures sur l'euro. Elle doit donc s'articuler avec une meilleure gouvernance européenne, réunissant les principales autorités économiques nationales et européenne et conduisant à la définition d'une politique économique européenne.

Élargir la zone d'influence de l'économie européenne

Dorénavant, 10% des billets européens circulent dans les pays situés à l'Est de la zone euro. En élargissant l'utilisation et l'influence de l'euro aux pays voisins de la zone euro, l'Union européenne se soustrairait à une concurrence directe avec le dollar : les pays d'Europe centrale, proches de l'Allemagne, ou ceux d'Afrique du Nord, proches de la France par exemple.

¹⁰ Jean-Pierre Jouyet, « Pour une "diplomatie de l'euro" », *Le Monde*, 3 janvier 2008.

L'entrée du Royaume-Uni dans la zone euro serait également une étape importante, la *city* de Londres étant la principale place financière en Europe. Malgré les bénéfices que l'économie britannique pourrait tirer d'une telle décision¹¹, le scepticisme vis-à-vis de la monnaie unique persiste et il faudra rassurer le Royaume-Uni sur la pérennité de l'euro. Une zone euro élargie atténuerait alors l'instabilité des relations économiques internationales.

Préparer un nouveau système multimonétaire international

En parallèle, la zone euro a, de nos jours, les moyens de peser sur les relations internationales, au travers du G7, pour promouvoir son économie. Une diplomatie de l'euro, articulant politiques monétaires, structurelles et économiques, est donc possible. Un système multimonétaire a besoin d'être stabilisé par une instance internationale. Le FMI pourrait retrouver le rôle de coordinateur qui a été le sien après la Seconde Guerre mondiale. Un renforcement de ses prérogatives et un rapprochement avec les principales instances monétaires internationales seraient autant d'étapes pour préparer et accompagner la montée en puissance de l'euro sur la scène internationale.

Tirer les bénéfices d'une internationalisation de l'euro

L'internationalisation de l'euro ouvre de nouvelles possibilités pour l'économie européenne que celle-ci doit être capable de saisir. Le premier avantage d'une monnaie de référence est de pouvoir profiter de l'épargne du reste du monde pour financer sa propre croissance. Le système financier européen doit être capable de capter ces investissements et l'économie européenne d'offrir des opportunités pour les faire fructifier. Le deuxième avantage est la limitation des risques de change qui favorise les échanges internationaux, l'ouverture de l'économie européenne, en particulier vers les marchés émergents, est essentielle. Une économie européenne ouverte sur le monde, une économie de la connaissance, tirerait tous les avantages de la montée en puissance de l'euro autant qu'elle la favoriserait.

Conclusion

À grands pouvoirs, grandes responsabilités, la zone euro ne peut plus se contenter de garder une relative indifférence face à l'internationalisation de l'euro. L'euro, seconde monnaie internationale et concurrente du dollar, place la zone euro face à un choix : revenir en arrière ou, au contraire, mettre en place une véritable politique économique européenne : utiliser le nouveau système financier monétaire pour asseoir l'euro comme monnaie de référence tout en préparant le nouvel ordre monétaire mondial que cela suppose. L'Union européenne a beaucoup à gagner d'une telle ambition.

Directeur de la publication : Pascale JOANNIN

La Fondation Robert Schuman, créée en 1991 et reconnue d'utilité publique, est le principal centre de recherches français sur l'Europe. Elle développe des études sur l'Union européenne et ses politiques et en promeut le contenu en France, en Europe et à l'étranger. Elle provoque, enrichit et stimule le débat européen par ses recherches, ses publications et l'organisation de conférences. La Fondation est présidée par M. Jean-Dominique GIULIANI.

¹¹ HM Treasury, "UK Membership of the single currency: An assessment of the five economic tests", (Cm 5776), 2003.