

séance du lundi 29 mars 1999

L'EURO ET LE SYSTEME MONETAIRE INTERNATIONAL

Alexandre Lamfalussy

Le fonctionnement - ou, plus exactement, le dysfonctionnement - du système monétaire international soulève de nombreux problèmes, parmi lesquels je voudrais épingler le comportement des cours de change des grandes monnaies flottantes. Nous avons observé, au cours du dernier quart de siècle, des fluctuations longues et profondes des cours de change réels du dollar, du yen, de certaines grandes monnaies européennes, notamment du Deutsche Mark et de la livre sterling, représentant des écarts durables par rapport à la parité des pouvoirs d'achat. Un seul rappel historique : l'appréciation du dollar en termes effectifs de plus de 40 % entre fin 1980 et mars 1985 a été plus qu'annulée au cours des trois années suivantes. Cela a impliqué le doublement des cours de change réels tant du Deutsche Mark que du yen vis-à-vis du dollar entre mars 1985 et les premiers mois de 1988.

Des mouvements de telle ampleur et de telle durée comportent de graves inconvénients. Ils portent atteinte à l'allocation optimale des ressources. En entretenant un climat d'incertitude, ils découragent les investissements. Ils provoquent des réactions protectionnistes. Leur maîtrise est donc souhaitable. Nous n'y sommes pas parvenus jusqu'à présent - même si l'ampleur des fluctuations entre le dollar et les monnaies européennes s'est quelque peu atténuée pendant les années 90. Cela n'a pas été le cas du yen.

Les raisons de cet échec ne sont pas difficiles à déceler. L'intervention dans le marché des changes a une efficacité limitée. Elle peut éventuellement accélérer le retournement des cours, mais elle n'endigera les mouvements de fond que dans la mesure où les agents économiques perçoivent l'intervention comme le signal d'une modification imminente des politiques macro-économiques et, en particulier, des politiques monétaires. Or, un tel « effet de signal » ne sera crédible que si, des deux côtés du marché, la situation interne des économies commande l'inflexion des politiques. Il est rare que coïncident les exigences de l'équilibre intérieur et celles d'une évolution souhaitable des cours de change - et, ce, simultanément des deux côtés du marché.

Il n'est pas impossible que l'introduction de l'euro modifie les données du problème, notamment en ce qui concerne les relations de change entre le dollar et l'euro, en rendant plus probable une convergence d'intérêt entre les États-Unis et l'Europe dans la maîtrise des fluctuations excessives du taux de change dollar/euro. Voici l'esquisse d'un scénario optimiste:

1 / Jusqu'à présent, les autorités américaines ont pratiqué une politique d'indifférence - de *benign neglect* - à l'égard du cours du dollar. On les comprend. L'économie des États-Unis est relativement fermée : un fléchissement du dollar n'a qu'une incidence fort limitée sur le rythme de l'inflation. De même, l'attente d'une baisse de la valeur extérieure du dollar ne déclenche qu'exceptionnellement des sorties de capitaux et, partant, des tensions sur le marché intérieur des capitaux.

Où iraient ces capitaux ? Rien, à l'étranger, ne vaut la liquidité, l'efficacité et la transparence du marché américain, notamment de celui des certificats du Trésor et des fonds publics.

2 / L'euro a, dès maintenant, modifié le degré d'ouverture de nos économies : la part des échanges extérieurs dans le PNB représente à peu de chose près le même pourcentage dans la zone euro qu'aux États-Unis.

3 / Reste l'autre moitié du problème: le développement souhaitable d'un grand marché européen de la dette publique qui, en termes de liquidité, de transparence et d'efficacité, puisse rivaliser avec le marché américain. La cotation de nos titres de la dette publique en euros a constitué un premier pas dans cette direction. Elle doit être suivie de l'harmonisation des conditions d'émission par nos États et de l'organisation d'un marché secondaire efficace. Le processus est enclenché, mais son aboutissement prendra du temps.

4 / L'euro ne sera attrayant comme alternative de placement au dollar que si la BCE remplit correctement le mandat prioritaire qui lui est confié : assurer la stabilité du pouvoir d'achat interne de l'euro. Une telle perspective, conjointement avec le développement d'un vaste marché d'instruments de placement libellés en euro, incitera les gestionnaires tant privés que publics à accorder à l'euro, après une période d'observation dont il est difficile de prévoir la durée, une part croissante dans leurs portefeuilles.

5 / A partir de ce moment, les relations entre les États-Unis et l'Europe seront, en tout cas dans ce domaine, plus équilibrées. La gestion de cette relation exigera beaucoup d'imagination et d'habileté. Elle permettra d'éviter certains inconvénients du présent, mais devra répondre à de nouveaux défis. La stabilité d'un monde financièrement bipolaire n'est pas garantie automatiquement. Il faudra inventer des mécanismes de consultation et de coordination qui n'existent pas aujourd'hui.