

COMMENT ACCROÎTRE LE RAYONNEMENT INTERNATIONAL DE L'EURO ?

Dans le système monétaire international, l'euro reste le « brillant second » et le dollar la devise clé et ce malgré la politique protectionniste de Trump. L'euro pâtit de fait d'une Union bancaire incomplète et d'une Union des marchés de capitaux encore balbutiante. Comment faire en sorte de doter l'euro d'un véritable rôle international ?

Réponse avec **Michel Aglietta**, professeur émérite à l'université Paris Nanterre.



© Galina Peshkova

Quelle est l'importance de l'euro dans le système monétaire international (SMI) ? Il existe plusieurs indicateurs pour évaluer l'importance quantitative d'une devise dans les échanges internationaux. Comme les contreparties monétaires des paiements internationaux sont polarisées par le système de la devise clé, l'usage

des autres devises est réduit ou insignifiant. Il est surtout très stable dans le temps, tant que le système de la devise clé perdure.

Les réserves de change officielles sont une bonne indication de l'importance externe d'une monnaie. Mais les pays n'indiquent pas aisément la composition de leurs réserves. Aussi les estimations du FMI sur les propor-

tions de chaque devise dans les réserves mondiales de change sont-elles délicates. En 2014, la part de l'euro était de 24 % contre 61 % pour le dollar. Le yen et la livre sterling comptaient pour 4 % chacune. L'euro est certainement le « brillant second ». Mais il ne progresse pas, au contraire. En 2010 sa part était 26 % à l'orée de la crise de la zone euro. Surtout, en

1995, si l'on compte la somme des quatre devises (Deutsche Mark, Franc français, Couronne néerlandaise, Ecu) utilisées comme réserves de change parmi les monnaies que l'euro a remplacées, elle était de 27 %. La création de l'euro n'a donc provoqué aucun *momentum*.

Le même constat peut être fait pour les autres fonctions internationales. 26 monnaies sont ancrées sur l'euro contre 72 sur le dollar ; 20 % des prêts bancaires internationaux sont libellés en euros contre 57 % en dollars. Enfin dans les transactions entre devises sur les marchés de change (qu'il faut compter sur 200 % puisqu'il y a deux devises dans chaque transaction), l'euro est contrepartie dans 33 % des devises entrant dans les transactions contre 87 % pour le dollar.

Le développement de l'euro dans l'économie mondiale requiert une intégration bien plus complète de la zone euro.

À l'automne dernier, Mario Draghi a donné une conférence sur la situation actuelle de la zone euro et le besoin de la renforcer⁽¹⁾. On peut replacer son analyse dans les conditions préalables requises par les investisseurs internationaux pour adopter une devise : une stabilité raisonnable du taux de change effectif nominal qui est correctement réalisée pour l'euro, mais surtout la demande d'un actif sûr représentant l'ensemble de la zone euro, analogue au marché des obligations américaines à dix ans. L'émission de l'actif sûr achoppe sur l'incomplétude de la composante économique de l'union monétaire.

Insuffisance de l'Union bancaire

Les investisseurs étrangers à la zone euro ne peuvent qu'être rebutés par l'insuffisance de l'union bancaire qui a entraîné le repli des banques sur leur territoire national et par l'absence de budget commun qui empêche la formation d'un marché d'euro obligations, vaste, profond et résilient. Il s'ensuit, que même en comptant les investisseurs de la zone euro mais extérieurs à leur pays d'origine, seulement 30 % des obligations, 20 % des actions et 10 % des actifs bancaires sont détenus par des filiales bancaires et d'autres acteurs financiers extérieurs à leur pays.

Il faudrait donc compléter l'union bancaire et réaliser l'union des marchés de capitaux qui est encore dans les limbes. Cela veut dire établir

un Fonds commun (*backstop*) pour que la résolution des crises bancaires systémiques ne retombe pas sur les bilans des États les plus faibles. Il faut aussi une assurance des dépôts uniforme pour que les dépôts en euros représentent bien la même monnaie, quelles que soient les banques dans lesquelles ils sont détenus. Sous ces conditions la liquidité pourra circuler avec fluidité dans toute l'union. Quant à l'union des marchés de capitaux, elle est illusoire sans harmonisation de la fiscalité de l'épargne et de

la réglementation commune des marchés sur lesquels interviennent les intermédiaires non bancaires dans leurs allocations de portefeuille. Néanmoins, le partage privé du risque ne peut remplacer, mais seulement compléter le partage public du risque macroéconomique. Or le Semestre européen est un dispositif procyclique qui induit la restriction budgétaire dans les phases récessives du cycle des affaires et qui oppose les pays membres en concentrant les ajustements sur les pays déficitaires, contraints à un seul mécanisme : la dévaluation interne. En retour, de telles distorsions engendrent la fragmentation financière.

Nécessaire budget commun

Il s'ensuit qu'un budget commun de stabilisation macroéconomique, alimenté par les États membres, déclenché à partir d'un indicateur d'emploi observable et complété par une facilité d'emprunt contingente contre les chocs asymétriques qui épuiseront les ressources de certains pays, est l'innovation *sine qua non* pour compléter la zone euro. Cette innovation justifie un ministre des finances issu de l'Euro Groupe et une commission parlementaire composée de députés des parlements nationaux et de députés européens des pays de la zone euro.

La dégradation de la situation géopolitique appelle une puissance publique européenne.

La devise clé s'est imposée historiquement par demande d'une liquidité ultime acceptable par tous les participants aux échanges internationaux. Elle induit une hégémonie monétaire de l'émetteur qui est acceptable si elle est bénéfique, c'est-à-dire si elle est émise et gérée pour favoriser la participation de tous les pays à des échanges globalisés.

26 monnaies sont
ancrées sur l'euro contre
72 sur le dollar

Que signifie alors la devise clé émise par un pays dont le gouvernement est ouvertement protectionniste, se retire de toutes les règles internationales (défense commune de l'OTAN, traités multilatéraux, accord de Paris sur le climat) et profite de l'extra territorialité du système des paiements internationaux en dollars pour ostraciser certains pays ? C'est évidemment contradictoire avec le concept et la logique même de la devise clé. En outre, le pouvoir économique des États-Unis s'érode irrémédiable-

ment face à la montée de puissances continentales qui ne sont pas dans l'orbite politique des États-Unis. Le projet chinois de globalisation (*Belt and Road Initiative*) est en opposition totale avec le modèle « Wall Street » promu depuis près de 40 ans par l'avènement du néolibéralisme en Occident. Pour sauvegarder l'unité d'un monde multiforme et qui doit sauvegarder des biens publics globaux, il faut un multilatéralisme coopératif. Pour y participer pleinement, il faut que l'Europe existe politiquement comme puissance publique au côté des souverainetés nationales ; c'est la double démocratie.

Quelle est la conséquence monétaire pour l'euro de la reconnaissance d'un ordre mondial multilatéral ? Le principe de la devise clé disparaîtra. Un certain nombre de grandes monnaies seront au cœur d'espaces monétaires régionaux. L'euro devra disposer de l'espace financier lui permettant de rayonner au-delà de l'Europe ; ce qui implique les réformes identifiées ci-dessus.

En outre, le FMI redeviendra ce qu'il aurait toujours dû être : l'institution de concertation macroéconomique et monétaire mondiale. Cela implique que l'Europe soit représentée par une entité politique unique au FMI. Il faut donc impérativement fusionner les quotas des pays membres et élire un représentant unique de la zone euro dans un conseil de surveillance du Fonds dont les pouvoirs seront grandement renforcés. Ainsi l'euro deviendra une monnaie internationale de première grandeur dans un système monétaire multilatéral. ☞

Michel Aglietta, professeur émérite à l'université Paris Nanterre et conseiller scientifique au Cepii

1) Mario Draghi, "Economic and Monetary Union: past and present", Hertie School of Governance, Berlin, 19 septembre 2018.