

130

**Discours de Jean-Claude TRICHET -  
Gouverneur de la Banque de France**

**"Les conditions du plein succès de l'euro"**

**Séminaire BID  
16 mars 1999**

Monsieur le Président, Mesdames et Messieurs, c'est un grand plaisir et un honneur pour moi d'intervenir ici, à Paris, en compagnie de conférenciers aussi remarquables, et dans le cadre de l'Assemblée annuelle de cette grande institution qu'est la Banque Interaméricaine de Développement. Aussi, j'en tiens à vous remercier de me donner l'occasion d'évoquer avec vous l'Union monétaire européenne, l'avènement de l'euro et ses conséquences.

Le 1er janvier 1999 s'est produit un événement exceptionnel dans l'histoire de l'Europe. L'euro est né. Un nombre croissant d'acteurs de la scène politique et économique sont aujourd'hui convaincus que le succès de l'euro était une nécessité pour l'Europe. Il parachève le marché unique européen dont il constitue la clé de voûte, et favorise la prospérité de la zone, bénéficiant ainsi au reste du monde.

Mais, pour rendre ce succès complet et durable, nous devons prendre correctement en compte, aujourd'hui et demain, les implications de l'euro. Je souhaiterais attirer en particulier votre attention sur les deux points suivants :

- premièrement, la zone euro devra relever un certain nombre de défis si elle veut que l'euro soit un plein succès (I);
- deuxièmement, ce succès apportera une contribution majeure à l'amélioration de l'équilibre économique et monétaire international (II).

## **IL POUR QUE LE SUCCES DE L'EURO SOIT COMPLET, IL FAUT POURSUIVRE LES EFFORTS ET RELEVER UN CERTAIN NOMBRE DE DEFIS**

La réussite de l'introduction de l'euro constitue en soi une réforme majeure. Mais elle ne portera pleinement ses fruits que si un certain nombre de conditions sont remplies, au-delà de la seule politique monétaire, notamment en matière de réformes structurelles.

Il y a quelques années, il a fallu convaincre un grand nombre de sceptiques, tant en Europe que dans le reste du monde, que le projet de l'euro était cohérent. Nombreux étaient ceux qui en dénonçaient les prétendues contradictions et incohérences : par exemple, l'impossibilité de doser de manière convenable les politiques monétaire et budgétaire en l'absence d'une fédération politique ; l'impossibilité de résister à des "chocs asymétriques" (c'est-à-dire des difficultés frappant l'économie d'un pays membre de l'Union et pas les autres) ; l'insuffisante flexibilité de l'économie et la mobilité relativement faible de la main-d'œuvre dans les pays européens, etc. La conclusion était unanime : l'euro ne se ferait jamais !

Ces critiques ont été démenties par les faits. Mais elles conservent toute leur utilité lorsqu'il s'agit de répondre à la question des conditions à remplir pour une pleine réussite de l'euro. On peut en souligner quatre :

- En premier lieu, celle de la crédibilité de la politique monétaire, garantie par l'indépendance de la Banque centrale européenne (BCE), scellée dans le traité de Maastricht et fondée sur l'indépendance de chacune des banques centrales nationales. Pour que l'euro soit une monnaie crédible, pour que les taux à moyen et long termes soient bas, l'euro doit inspirer confiance aux 290 millions d'Européens de la zone euro, à nos autres partenaires de l'Union, ainsi qu'aux non-Européens avec lesquels nous faisons des affaires. Cette confiance ne peut être gagnée qu'en résistant à toute forme de pression, notamment politique, sur le mode de gestion de la nouvelle monnaie. Le dialogue nécessaire entre les responsables de la politique monétaire et les responsables de la politique économique doit prendre en compte l'indépendance du Système Européen de Banques Centrales (SEBC) et l'objectif de stabilité des prix qui, en vertu du Traité, doit guider la politique monétaire de la zone euro. Le fonctionnement harmonieux de l'équipe monétaire européenne, composée de la BCE et des banques centrales nationales des onze pays fondateurs, facilitera la réalisation de cette première condition relative à la crédibilité et à l'indépendance de la politique monétaire.

- En deuxième lieu, le respect des dispositions du Traité et des orientations du Pacte de stabilité et de croissance en matière de politique budgétaire s'impose. La coordination étroite des politiques budgétaires et la surveillance vigilante des "pairs" sont la responsabilité du conseil informel qui réunit régulièrement les ministres des finances des onze États membres participants — "l'Euro 11" — et du Conseil Ecofin qui réunit les ministres des finances des 15. Cette coordination et cette surveillance sont indispensables pour assurer un "*policy mix*" équilibré dans toute la



zone euro. L'objectif à moyen terme de " finances publiques proches de l'équilibre ou en excédent " signifie que nul ne doit céder à la tentation du déficit budgétaire individuel. Le respect de cet objectif est essentiel si l'Union veut pouvoir faire face collectivement à des périodes de difficultés économiques, et si chaque pays veut pouvoir surmonter des phases de détérioration de la conjoncture qui n'affecteraient que lui.

C'est l'attachement de l'ensemble des gouvernements européens au Pacte de stabilité et de croissance qui a permis à la BCE et aux banques centrales nationales de décider, en décembre dernier, de ramener les taux d'intérêt à 3 % — une baisse des taux qui ne peut manquer de soutenir la croissance dans les mois à venir.

Il faut bien comprendre que la politique monétaire unique ne peut, à elle seule, assurer la stabilité des prix si elle n'est pas accompagnée d'une discipline budgétaire appropriée dans l'ensemble de l'Union économique et monétaire.

Pour ma part, je citerais trois justifications économiques aux dispositions du traité qui ont donné naissance au Pacte de stabilité et de croissance.

Tout d'abord, en coordonnant les politiques budgétaires des États membres de l'Union monétaire, le pacte permet de doser de façon convenable les politiques monétaire et budgétaires (le *policy mix*) au sein de la zone euro. Cet élément est essentiel pour la politique monétaire. Étant donné que l'Europe ne dispose pas d'un budget fédéral important, tout comme elle n'est pas dotée d'un gouvernement

fédéral, la somme des budgets nationaux doit servir de budget global pour l'ensemble de la zone euro. Cette situation rend nécessaire une surveillance mutuelle étroite et la coordination des politiques budgétaires au sein de la zone.

Ensuite, par le biais de l'instauration d'un système de sanctions financières en cas de déficits excessifs, le pacte permet d'éviter que les économies bien gérées aient à supporter des primes de risque injustifiées.

Enfin, le pacte de stabilité nous permet de réfuter l'affirmation selon laquelle la zone euro ne dispose pas de stabilisateurs automatiques en cas de chocs asymétriques subis par un État membre. En réalité, en incitant les États à viser à moyen terme une situation budgétaire proche de l'équilibre ou en excédent, le pacte leur permet de laisser s'accroître les déficits budgétaires durant les récessions sans dépasser la valeur de référence de 3 %. Il leur permet de se constituer, durant les périodes économiques normales, un volant de sécurité budgétaire auquel ils peuvent recourir pour résister à un choc asymétrique.

- En troisième lieu, tous les pays européens doivent résolument s'engager à entreprendre des réformes structurelles. L'Europe continentale connaît un chômage élevé, même si celui-ci a enregistré une légère décrue dans la plupart des économies concernées. Selon le FMI et l'OCDE, ce chômage est, pour environ 80 %, de nature structurelle, c'est-à-dire qu'il est créé par le poids de nos propres lois et règlements. Le Conseil de la politique monétaire de la Banque de France partage cette analyse.

Certains observateurs extérieurs reprochaient à l'Europe, tout récemment encore, de se focaliser sur l'euro au lieu de se consacrer à la tâche, plus urgente à leurs yeux, de mettre en œuvre les réformes structurelles indispensables à une création plus dynamique d'emplois.

Ces critiques avaient tort sur l'inopportunité de l'euro mais ils avaient raison s'agissant du diagnostic sur les maux qui affligent l'économie européenne. L'euro, loin d'entraver les réformes structurelles, les favorise. La monnaie unique facilitera les mouvements de biens, de services et de capitaux au sein de la zone euro, et elle encouragera également la " fertilisation croisée " des meilleures pratiques grâce au renforcement de la coordination entre les politiques structurelles des Etats membres dans des domaines tels que : le fonctionnement du marché du travail, l'éducation et la formation, la meilleure efficacité des systèmes de protection sociale etc. C'est pour prendre en compte cette nécessité que le Conseil européen de Luxembourg a explicitement mentionné les politiques structurelles au nombre des sujets retenus pour la coordination renforcée.

- En quatrième lieu, tous les responsables économiques d'Europe doivent comprendre les nouveaux enjeux relatifs à la question cruciale de la compétitivité. La politique économique de la période antérieure à l'introduction de l'euro consistait à surveiller la balance commerciale, la balance des paiements, les marchés de change et de taux. Les gouvernements recevaient ainsi, en retour, des informations constantes sur les principaux indicateurs de l'évolution de l'économie nationale et pouvaient agir en conséquence. Les indicateurs étaient sensibles, multiples et très réactifs.

Avec l'avènement de l'euro, ces indicateurs ont pour la plupart disparu au niveau national. Naturellement ils subsistent pour la zone euro dans son ensemble: d'où l'importance des dispositions du Traité sur la coordination des politiques budgétaires et des politiques économiques. Néanmoins, les règles de l'économie de marché continuent de s'appliquer à chacune des économies. Les consommateurs créent des emplois lorsqu'ils choisissent les biens et services qu'ils estiment présenter le meilleur rapport qualité/prix. Les chefs d'entreprise peuvent répartir ces emplois sur différents sites et pays en fonction de la compétitivité relative de ces sites. Il faut donc que les dirigeants de chaque économie nationale suivent plus attentivement encore qu'auparavant les indicateurs de compétitivité tels que l'évolution des coûts unitaires de production, des investissements des entreprises, ou encore l'environnement fiscal et réglementaire.

Contrairement à la période antérieure à l'euro, toute perte de compétitivité ne s'affichera pas rapidement sur les écrans radar que sont les comptes extérieurs et les marchés de change. Les dirigeants économiques, politiques et syndicaux doivent donc redoubler de vigilance sur le suivi des autres indicateurs. Les erreurs de politique économique risquent, en effet, d'être sanctionnées d'une façon plus lente et plus insidieuse, par la montée du chômage et le ralentissement de la croissance.



## **II LE SUCCÈS DE L'EURO APPORTERA UNE CONTRIBUTION MAJEURE À L'AMÉLIORATION DE L'ÉQUILIBRE ÉCONOMIQUE ET MONÉTAIRE MONDIAL**

Dans la situation économique globale actuelle, le succès de l'euro va aider non seulement l'Europe mais aussi le reste du monde - et j'en suis persuadé, notamment l'Amérique latine. En effet, nos partenaires vont tirer profit de la prospérité et de la croissance européennes, éléments essentiels de la bonne santé de l'économie mondiale.

Il est clair que le nouveau cadre monétaire européen a et aura des conséquences de grande ampleur non seulement pour l'Europe et sa population, mais aussi pour l'économie mondiale et la communauté internationale.

La contribution de la zone euro à la stabilité internationale passera par l'instauration de relations économiques équilibrées, avec les pays extérieurs à l'Union européenne comme avec ceux situés à l'intérieur de l'Union (A), et par le renforcement de la stabilité monétaire et financière internationale (B).

### **A. L'établissement de relations économiques équilibrées**

a) Les relations entre l'Union monétaire et les autres États européens seront fondées sur la coordination.

La coordination des politiques économiques des 15 États membres est requise par le Traité. Elle est nécessaire au bon fonctionnement économique de la Communauté. Il est important que le dialogue entre

tous les États européens se poursuive, même si le passage à l'euro modifie l'environnement économique traditionnel de l'Union européenne.

En particulier, la coordination entre les 15 pays permettra à ceux qui n'ont pas encore rejoint l'Union monétaire de converger vers la zone euro. Le nouveau mécanisme de change (le MCE2) qui lie à l'euro certaines des monnaies concernées (c'est le cas de la drachme grecque et de la couronne danoise, depuis le 1<sup>er</sup> janvier 1999) apportera sa contribution à ce processus. En favorisant la stabilité des taux de change, le nouveau MCE permettra le bon fonctionnement du marché unique et aidera les pays "pré-ins" à se qualifier pour la monnaie unique.

**b) L'Union monétaire aura aussi des relations étroites avec les pays extérieurs à l'Union européenne.**

L'Union monétaire et l'Union européenne constituent un pôle attractif, notamment pour nos voisins de l'Europe centrale. Les résultats enregistrés par certains d'entre eux au cours de ces dernières années témoignent de progrès remarquables. Ils doivent poursuivre leurs efforts afin d'être capables de rejoindre l'UEM dans de bonnes conditions, ce qui est de leur intérêt et de celui des pays membres de l'Union européenne.

En ce qui concerne la coopération internationale, la zone euro va également jouer un rôle essentiel. Elle représente une zone de stabilité et de croissance économique durable pour quelque 290 millions d'habitants et elle aura certainement une influence déterminante au

sein de la communauté internationale. L'avènement de l'euro va faciliter la coopération internationale en matière économique notamment avec les États-Unis et le Japon. Chacun de ces partenaires est en mesure de parler au nom de régions dont l'importance économique est significative. De même, chacun est individuellement exposé de manière relativement similaire aux chocs pouvant affecter le système financier international. C'est pourquoi l'euro devrait conduire à une relation plus équilibrée dans laquelle chaque partenaire assumera sa part de responsabilité dans la construction d'un environnement mondial stable.

Ce changement institutionnel majeur dans l'architecture du système monétaire international a rendu nécessaire une représentation internationale du SEBC.

#### **c) La représentation internationale du SEBC.**

Héritier des banques centrales qui le composent, le SEBC bénéficie non seulement de relations bilatérales très étroites avec les autres banques centrales, mais il est également déjà représenté auprès des institutions et des forums internationaux. Même si certaines questions spécifiques sont encore en voie de règlement, des accords ont été conclus avec le Fonds monétaire international (FMI), la Banque des règlements internationaux (BRI), l'Organisation pour la coopération et le développement économique (OCDE) et dans le cadre du G7 et du G10. Ainsi, le FMI vient d'accorder le statut d'observateur à la BCE.

**B. L'UEM renforcera la stabilité monétaire et financière.**

**a) Le rôle international que l'euro sera peu à peu appelé à jouer.**

En ce qui concerne le rôle international de l'euro, je voudrais dire que le SEBC adopte une attitude de neutralité.

Le rôle international d'une devise est une question complexe. Une monnaie peut être utilisée par différents groupes d'agents économiques, dans divers desseins, comme monnaie d'ancrage ou comme monnaie de réserve d'une part, et comme monnaie de facturation et de règlement pour le commerce international ainsi que comme monnaie d'expression d'actifs financiers, d'autre part.

En tout état de cause, le rôle de l'euro comme monnaie internationale dans ses différentes fonctions mettra du temps à se développer.

En ce qui concerne la future part de l'euro dans les réserves publiques de change globales, on peut s'attendre à ce que les banques centrales des pays hors zone euro réexaminent progressivement leur stratégie de gestion des réserves en fonction des opportunités de diversification offertes par la nouvelle monnaie. De plus, l'euro pourrait jouer un rôle accru de monnaie d'ancrage pour les autres pays européens envisageant de lier le taux de change de leur monnaie à l'euro.

En ce qui concerne l'usage privé de l'euro, les agents économiques pourraient utiliser celui-ci pour se prémunir contre des risques, en diversifiant la composition de leur portefeuille. Si les investisseurs et les emprunteurs internationaux considèrent que l'euro demeurera une



monnaie stable, ils détiendront des actifs libellés en euros pour réduire au minimum les risques dans le cadre de la diversification internationale de leurs portefeuilles. En outre, un marché financier de l'euro large et liquide peut conduire à un usage étendu de l'euro, usage qui, en retour, pourrait faciliter son développement en tant que monnaie de facturation ou de dénomination sur les marchés, par exemple pour les produits de base. L'euro va progressivement accroître son rôle comme monnaie internationale utilisée par le secteur privé, même si le rythme de son internationalisation peut être variable selon la fonction considérée.

#### **b) Les relations de change entre l'euro et les autres grandes devises mondiales**

En ce qui concerne les relations de change entre l'euro et les autres grandes devises mondiales, à savoir le dollar et le yen, je pense qu'il ne faudrait jamais oublier ceci : dans un régime de changes flottants, la stabilité du taux de change dépend des données fondamentales de l'économie. C'est pourquoi des politiques saines et avisées dans les domaines monétaire et budgétaire sont les meilleurs garants d'un fonctionnement approprié du système monétaire international. Il est encourageant, à cet égard, de noter que, des deux côtés de l'Atlantique, nous partageons la même optique globale au sujet d'une monnaie qui conserve sa valeur et d'un budget tendant à être proche de l'équilibre ou en excédent. En complément de ces données fondamentales saines, qui sont d'une importance décisive, nous devons préserver le processus de la coopération internationale et nous devons renforcer cette coopération. Elle s'est avérée utile au cours de ces quinze dernières années.

En se fondant sur l'expérience, on peut probablement encore améliorer cette coopération internationale, et le fait que trois devises de pays du G7 soient maintenant fondues dans l'euro pourrait et devrait rendre plus facile et de plus en plus efficace cette coopération.

Dans cette perspective, j'aimerais attirer votre attention sur **quatre principes**, qui sont essentiels pour l'efficacité de la coopération internationale.

- Le premier principe, dont nous ne devons pas nous écarter, est le respect du fait que ce sont les données fondamentales qui commandent l'évolution des taux de change dans le moyen et le long termes ;

- le deuxième principe est celui du consensus nécessaire entre les gouvernements et les Banques centrales indépendantes des pays concernés;

- le troisième principe est le respect de ce que j'appellerais la discipline verbale. Les marchés peuvent être troublés par des déclarations audacieuses, hétérogènes ou contradictoires. Au contraire, ils sont impressionnés par la cohésion et par la cohérence de déclarations s'en tenant au plus près à des "termes de référence" agréés d'un commun accord .

- le quatrième principe est la nécessaire préservation de la crédibilité des autorités dans toutes les circonstances.

Permettez-moi de rappeler que durant ces dix dernières années, les communiqués du G7 délivrant un message commun relatif aux taux de change ont toujours fait l'objet de la plus grande attention de la part des investisseurs et des marchés, ce qui est un gage de leur efficacité. Il s'agit là d'un atout inestimable que nous devons préserver avec le plus grand soin.

\*

\*

\*

En conclusion, permettez-moi de souligner trois points :

Premièrement, en ce qui concerne la Banque centrale européenne et le Système européen de banques centrales, j'aimerais revenir sur une métaphore qui peut éclairer mon propos: il y a bien une équipe monétaire européenne, composée de douze joueurs, la BCE et les 11 banques centrales nationales. C'est toute l'équipe monétaire des douze qui joue sur le terrain, avec un seul "esprit d'équipe", qui constitue un des atouts inestimables de l'Europe.

Deuxièmement, le dernier G7 nous a permis de faire de nouveaux progrès dans le renforcement de l'architecture financière

internationale. On a parfois un peu trop tendance, à mon avis, à insister sur les différences de sensibilité qui se manifestent ici et là. Ce qui est beaucoup plus important, c'est que la communauté internationale est en accord profond sur de très nombreux points. Qu'il me suffise de mentionner ce dont nous sommes convenus lors du dernier G7 : le renforcement de la surveillance des institutions financières à hauts risques (y compris les "hedge funds"), la création du forum de stabilité financière, l'organisation de deux séminaires en mars et avril avec les pays émergents, la réunion de préparation du Comité intérimaire. Je suis convaincu que ces décisions vont dans le sens souhaité par de nombreux acteurs de la scène économique internationale et, notamment, par les acteurs économiques latino-américains.

Je voudrais particulièrement souligner un point, à savoir les dangers spécifiques qui sont associés au "comportement moutonnier"; ce que les Américains appellent le "herd instinct" des opérateurs, des investisseurs et des marchés. Ce "comportement moutonnier" a caractérisé, pendant les 18 derniers mois, à la fois l'attitude des investisseurs vis-à-vis des économies émergentes en transition et certainement aussi les marchés des pays industrialisés eux-mêmes. Le "comportement moutonnier" pourrait être un de nos pires ennemis dans notre recherche de la stabilité financière internationale. Selon moi, un des meilleurs moyens de lutter contre ce phénomène est que chaque pays, chaque emprunteur et chaque signature acceptent d'être parfaitement transparents. Seule, une transparence complète et fiable de toutes les entités, qu'elles soient publiques ou privées, permettra d'évaluer correctement les mérites spécifiques de chacun des cas et de convaincre les investisseurs qu'il faut se méfier des raisonnements par



simple analogie. "Comparaison n'est pas raison" dit justement le proverbe.

Troisièmement, en ce qui concerne le niveau actuel de nos taux d'intérêt, je voudrais attirer votre attention sur le fait que, dans toutes les économies de la zone euro, les taux de marché s'établissent au niveau le plus bas observé depuis la seconde guerre mondiale. Nos taux à long terme, notamment, sont extrêmement bas, à 130 points de base environ en dessous du taux le plus bas qui avait été observé historiquement pour le Franc ou pour le DM au cours des cinquante dernières années, ce qui constitue une contribution importante à la préservation de la croissance et à la création d'emplois. Le taux d'intérêt à trois mois sur le marché monétaire de la zone euro s'établit actuellement à 120 points de base au-dessous des taux moyens observés en octobre 1997. Le taux d'intervention de la Banque Centrale Européenne est à 100 points de base environ en dessous de la moyenne des taux d'intervention des banques centrales nationales de la zone euro, observés en juillet 1998. Enfin, il est significatif que les taux d'intérêt réels à court terme soient aujourd'hui, en Europe, à 110 points de base environ en dessous des taux d'intérêt réels à court terme prévalant aux États-Unis.

N'oublions jamais que nous sommes responsables de la confiance que placent dans l'euro les épargnants d'Europe et du monde entier. C'est parce que ces épargnants nous font confiance que nous pouvons avoir de bas taux d'intérêt de marché. En résumé, c'est en inspirant confiance aux épargnants que nous pouvons insuffler confiance aux emprunteurs.

La confiance dans l'euro, c'est notre bien le plus précieux.

## ACTIF

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

## PASSIF

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés

Autres dérivés