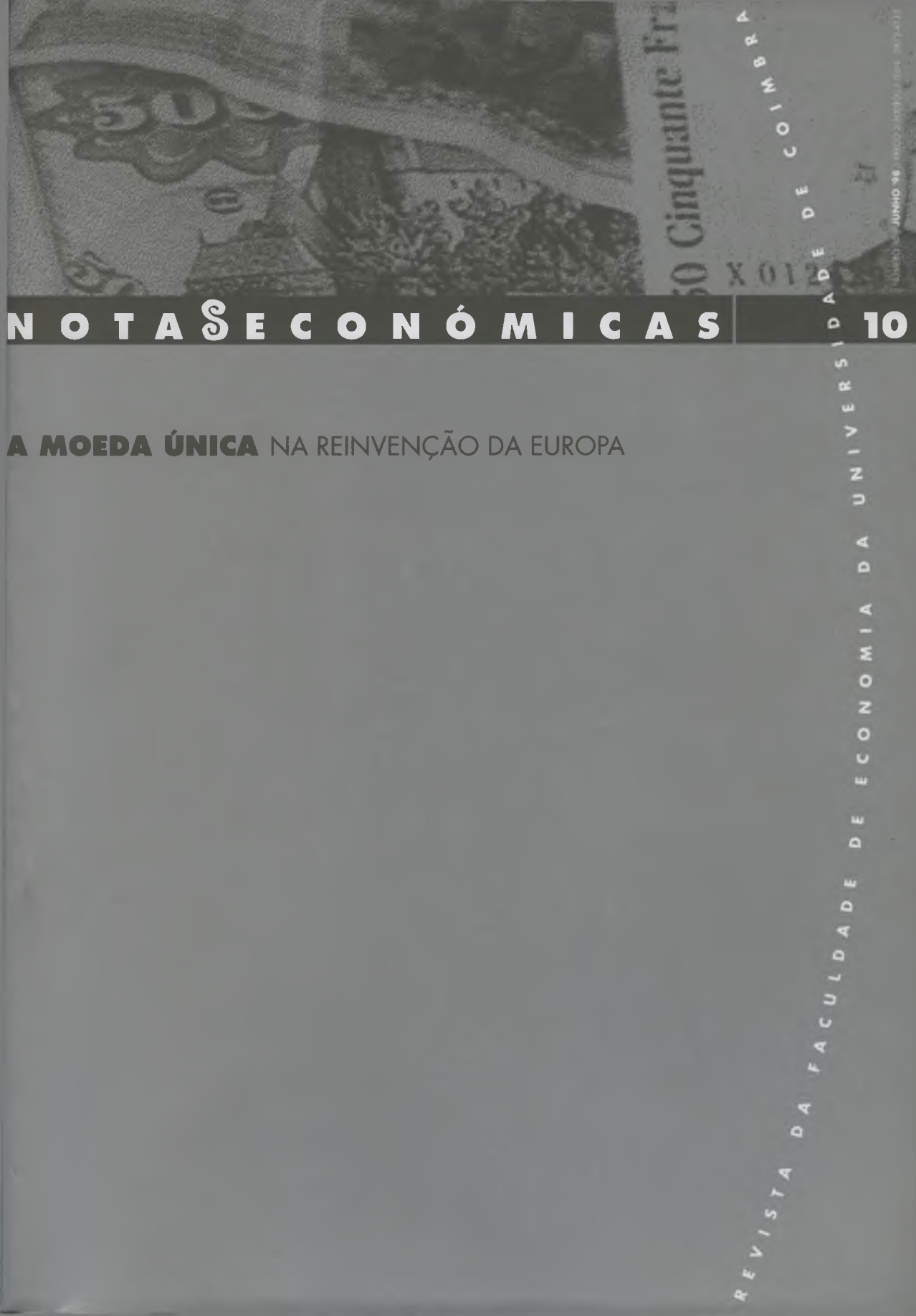




NOTAS ECONÓMICAS 10

A MOEDA ÚNICA NA REINVENÇÃO DA EUROPA

REVISTA DA FACULDADE DE ECONOMIA DA UNIVERSIDADE DE COIMBRA

JUNHO '98 10053-0005/98\$4 207403

Simple conjectures sur le rôle international de l'Euro



Henri Bourguinat Université Montesquieu Bordeaux IV – LAREFI

L'euro, ce couronnement tant recherché de la construction monétaire européenne, paraît bien sur le point d'être lancé. Au printemps de 1998 seront vraisemblablement choisis les "élus" du premier train, et il n'est même pas impossible que l'on n'attende pas janvier 1999 pour fixer les taux de conversion des monnaies participantes. Au-delà de la pesante rhétorique des critères de Maastricht, la monnaie unique, l'euro, "cet obscur objet du désir européen", semble bien devoir aboutir très prochainement¹.

On sait le butoir fixé par le fameux article 109L(4) du traité de Maastricht *"Le jour de l'entrée en vigueur de la troisième phase, le Conseil, statuant à l'unanimité des Etats-membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation, sur proposition de la Commission et après consultation de la Banque Centrale Européenne, arrête les taux de conversion auxquels leurs monnaies sont irrévocablement fixées et le taux irrévocablement fixé auquel l'euro remplace ces monnaies et l'euro est une monnaie à part entière. Cette mesure ne modifie pas en soi la valeur externe de l'écu..."*²

Ce texte — dont la rédaction, on en conviendra, ne brille pas par sa légèreté — pourrait bien, comme l'a montré P. de Grauwe (1997), réserver quelque surprise. Son dernier alinéa, en particulier, paraît bien exiger que la nouvelle monnaie européenne se substitue à l'écu au taux de *un pour un*, et donc, que le taux de conversion des monnaies nationales en euro correspondent au taux de marché de l'écu à la veille de la fixation des taux de conversion. Avec la distinction à faire entre les pays "élus" et les pays "exclus", plusieurs sérieuses difficultés de raccordement sont à prévoir.

Cet aspect ayant été largement étudié, c'est sur le rôle international de l'euro que nous voudrions nous concentrer. Ce qui compte surtout, c'est d'explorer plus avant la question de savoir comment la création de l'euro s'articule avec l'insertion de l'Europe dans l'économie mondiale. Sans doute la réponse dépend-elle du périmètre de l'Europe monétaire en train de se faire. Une zone monétaire avec six ou sept pays n'aurait certainement pas le même impact et ne connaîtrait pas les mêmes problèmes qu'une Europe à 11 ou 12 participants. Cependant, bien au-delà, le problème de base, même s'il n'est pas sans lien avec le précédent, est ailleurs. Il concerne d'abord le *niveau* de l'euro. Celui-ci sera-t-il demain "faible" ou, au contraire "fort"? En second lieu, l'euro sera-t-il plus ou moins *stable* vis-à-vis du dollar que ne le sont actuellement les monnaies nationales?

En fait, bien imprudent serait celui qui, en réponse aux deux questions posées, prétendrait de façon préemptoire détenir dès à présent la vérité. Le professionnel habitué des questions de monnaie internationale qui sait justement tout ce que l'on ignore en cette matière de comportement de la nouvelle unité monétaire de l'Europe, ne saurait qu'être extrêmement prudent. Il se doit ici de proposer, non pas des certitudes mais de simples *conjectures* au sens d'analyses assorties de probabilités ici particulièrement élevées. Cela vaut tant pour le niveau de l'euro que pour la question de sa stabilité.

1. Dilemme sur un euro "fort" ou "faible"

Depuis déjà plusieurs mois, la question est fortement débattue. Euro *fort* ou euro *faible*? Les paris sont ouverts et les discussions fort vives. Au point de départ, on trouve bien entendu la référence au mark allemand, point d'ancrage de la monnaie européenne.

¹ Bourguinat H. (1998).

² En fait, nous remplaçons ici le mot écu utilisé par le traité de Maastricht par celui d'euro préféré par le Conseil de Madrid de décembre 1996 pour désigner la monnaie unique.



2. L'euro aussi fort que le mark?

C'est la thèse qui a longtemps prévalu. On sait que pour "vendre" le projet de l'euro à son opinion publique et lui faire accepter l'euthanasie d'un mark tellement révééré, le gouvernement allemand n'a cessé de se référer à la règle d'un euro "au moins aussi bon que le Deutsche Mark".

Pour savoir, au-delà du slogan, ce que cela signifie, il suffit de se tourner, ne serait-ce qu'un instant, vers le modèle lui-même. Incontestablement, depuis la réforme monétaire du docteur Ehrard de 1948, et plus nettement encore depuis les années 1970, la monnaie allemande *fait prime* vis-à-vis de toutes les autres, à commencer par rapport au dollar américain lui-même. La Bundesbank ne se prive pas, par exemple, de rappeler que de 1970 à 1993, le mark s'est apprécié de 2,7% par an en moyenne contre dollar alors que l'écart d'inflation entre l'Allemagne et les Etats-Unis n'était que de 2%. Son pouvoir d'achat a donc, sur près de vingt-cinq ans, continûment progressé et contribué à donner à l'Allemagne l'un des plus hauts niveaux de vie du monde entier. On sait aussi combien la "*Grande dame*" de Francfort est sans doute honnie par quelques uns — en France, de M. Seguin à M. Chevènement — mais, globalement, estimée et même admirée par ceux qui savent ce que politique monétaire veut dire en termes de sagesse et d'habileté tactique malheureusement trop souvent conçues dans une optique strictement nationale.

Même si l'on peut éprouver quelque agacement vis-à-vis de ceux qui se satisfont simplement de la singer — ou, ce qui est plus grave, de se parer des plumes du paon —, hors d'Allemagne, le bilan net est tout à fait probant. Dès lors si l'euro devait être "au moins aussi fort" que le mark, l'affaire serait, pourrait-on penser dès l'abord, entendue: la monnaie européenne elle-même "surferait" au-dessus des autres et notamment des grandes devises tierces, à commencer par le dollar et le yen.

L'hypothèse d'un euro fort parce que se substituant finalement à l'identique ou presque, à la monnaie allemande est tout à fait sérieuse. Outre la préférence bien établie de Francfort pour les monnaies fortes, plusieurs éléments devraient aller dans ce sens. Tout d'abord le souci de ne pas décevoir les détenteurs de Bunds (les obligations d'Etat allemandes) qui accepteraient difficilement d'être remboursés en euro faibles, non seulement du côté des nationaux mais, surtout, des non-résidents (42% de la dette publique allemande). Par ailleurs, tout donne à penser que les investisseurs institutionnels étrangers, à commencer par les fonds de pension et/ou de déplacements américains ou japonais seront de plus en plus attirés par une diversification de leurs portefeuilles.

Investis hors du dollar à hauteur seulement de 1% en 1980, mais déjà d'environ 10% aujourd'hui, les institutionnels américains ont encore une marge de progression considérable. Les fonds japonais plus encore, puisque, de nos jours, leur coefficient de diversification atteint déjà 15 à 25%. Avec un marché financier européen devenu du fait de l'unification monétaire sans commune mesure avec les marchés nationaux européens préexistants, avec aussi une taille et une profondeur — sans parler de son marché secondaire — beaucoup plus étendues, tout donne à penser que la *demande financière* externe d'euro serait considérable et tirerait vers le haut — toutes choses égales d'ailleurs — les cours de la nouvelle monnaie unique européenne. Selon J.P. Morgan, on pourrait aller assez rapidement vers une demande de ce type d'actifs en euro de l'ordre de 650 milliards de dollars. D'autres spécialistes (Mc Cauley ou F. Bergsten) la situent, quant à eux, entre 500 et 1000 milliards de dollars à un horizon de 10 ans.

Pour peu que la Banque Centrale Européenne (BCE) bénéficie demain de la même "aura" que la Bundesbank ou que — comme le donnent à penser les études théoriques de K. Rogoff sur la *réputation* à se faire par tout nouveau Banquier central, celle-ci devrait probablement passer par une première phase de rigueur caractérisée de la politique monétaire. Ne serait-ce que pour faire accroire sa crédibilité aussi solidement que celle de son modèle, sa politique tendrait alors à aller dans le sens d'un euro fort. Il suffirait que celui-ci fût aussi fortement demandé pour libeller les flux commerciaux externes à la zone (ou se manifestant sur les franges de celle-ci, à l'Est comme au Sud mais aussi en Asie, en Amérique latine ou ailleurs), pour que la boucle se fermât. Cela,

sans parler de l'attraction susceptible d'être exercée par l'euro sur les Banques Centrales tierces toujours soucieuses de ne pas mettre tous les oeufs dans le même panier et donc de ne pas trop consacrer au dollar, ni de la demande nette d'euro provenant des pays de l'Est ou d'institution internationales comme la B.E.R.D..



3. Indéterminations

L'euro, donc monnaie forte de demain? Rien n'est réellement sûr.

A noter d'abord qu'en adoptant le schéma précédent, tout ne serait pas à ce moment sans problème, car la ligne de démarcation entre un euro *fort* et un euro *surévalué* est en effet aisément franchie. Ainsi, encore en 1996, le mark allemand apparaissait très fortement surévalué. Si, en particulier, on calculait un taux effectif réel pondéré par les coûts du travail du secteur industriel, on constatait que sur la base 100 = 1975, à la mi-année 1996, le mark dépassait l'indice 130. L'Allemagne apparaissait bien alors comme le pays ayant le niveau de coût de la main d'oeuvre industrielle le plus élevé du monde entier. Certes, l'appréciation apparaissait moindre en calculant le taux de change réel à partir des prix à la consommation et, surtout, encore faut-il tenir compte de ce que la hausse postérieure du dollar avait effacé 12% de l'appréciation réelle à la mi-année 1997. Cependant, aujourd'hui³ encore, le mark paraît surévalué de plus de 10% en termes réels (sur la base 100 au 1er janvier 1990. Graphique 1) sur la base de coûts salariaux.

Taux de change réel effectif du DEM basé sur...

les coûts unitaires de travail industriel et sur les indices des prix à la consommation



source: FMI et Datastream

LAREFI (M.H.)



Dès lors, un euro suivant le mark dans cette trajectoire poserait alors bien des problèmes à des économies européennes encore trop souvent lourdement frappées par la récession et le chômage. La compétitivité de leurs exportations en souffrirait à un moment particulièrement inopportun. Et qu'on ne nous oppose pas ici le fait qu'environ 65% des échanges commerciaux de l'Europe sont désormais *intra-européens* et, que donc devrait désormais prévaloir une certaine "indifférence" à la parité de l'euro vis-à-vis du dollar. En effet, nombreuses sont encore en Amérique latine, en Asie ou ailleurs les monnaies qui ont d'abord trop longtemps suivi — *de jure ou de facto* — les fluctuations du dollar et perdu ensuite parfois près de la moitié de leur valeur. Le fait d'avoir un euro fort sinon surévalué vis-à-vis du billet vert, créerait indirectement un handicap tout à fait préjudiciable à nos produits, en particulier vis-à-vis de toute une série de pays concurrents à bas salaires. A un moment où il importe plus que jamais de ne pas perdre des parts de marché sur les marchés lointains, le résultat serait à la longue peu supportable pour l'Europe.

La hausse récente du dollar, de ce point de vue, ne résoud pas tout, non seulement parce que le mouvement sera réversible dès l'instant que le gouvernement américain et les marchés jugeront que les seuils critiques de valorisation sont atteints. De plus, n'oublions pas que les marchés émergents asiatiques (Thaïlande, Philippines, Malaisie, etc...) sont en train de décrocher du dollar et donc de devenir plus dangereux encore pour nos produits en termes de compétitivité.

Cependant, toute l'argumentation précédente ne garantit en rien pour demain (1999 ou 2000) la force de l'euro. Bien malin en fait — ou bien imprudent — celui qui en préjugerait. Car toute une série d'éléments peut venir infirmer le scénario précédent. Et d'abord, le fait que la crédibilité originelle de l'euro ne soit pas celle que l'on avait imaginée au point de départ. Ce sont, en premier lieu, les conditions — y compris psychologiques du lancement — qui joueront ici le plus grand rôle. A supposer seulement que l'installation de l'euro donne lieu à plus de difficultés que prévu pour le choix des pays *habilités* — ou même simplement pour la définition des *taux de conversion* internes prévue au plus tard le 1er janvier 1999 — et voilà le "train" de l'euro déjà moins bien parti. Le dilemme entre un périmètre *étroit* et un périmètre *large* du premier convoi aura aussi son prix en termes de crédibilité et donc de force de l'euro, à son point de départ. Le problème de l'adhésion de pays comme ceux dits — de façon d'ailleurs bien peu aimable — du "Club Med", rétroagira. Le fait d'avoir un groupe de pays initialement "élus" large, n'aura-t-il pas à se payer par une politique monétaire plus stricte pour regagner de la crédibilité? Rien ne l'exclut. Mais laisser à l'écart un pays fondateur comme l'Italie ne se solderait-il pas, à l'inverse, par des amertumes et des frictions susceptibles de provoquer très vite des attaques spéculatives accentuant la coupure entre "élus" et "exclus"? Après tout, l'Italie vient de faire des progrès spectaculaires en matière d'assainissement de ses finances publiques et est l'un des rares participants potentiels à dégager un important solde courant qui sera bien utile lorsqu'on voudra disposer d'une capacité de financement de l'Union européenne vis-à-vis de l'extérieur.

En dehors même de cette hypothèse, des difficultés politiques internes dues à la concomitance du passage à la 11ème étape et aux élections allemandes, ne seront-elles pas, encore autant susceptibles d'entraîner un vaste mouvement d'évasion des avoirs en marks détenus à l'extérieur? Mais pourquoi pas, tout autant, à l'intérieur de la zone européenne elle-même comme en témoignent certains transferts récents de fonds détenus en marks par les résidents allemands vers le franc suisse. Cette possibilité mentionnée par exemple par O. Pöhl, l'ex-président de la Bundesbank, n'est pas entièrement un cas d'école. Il pourrait d'ailleurs s'agir ici de montants considérables et fortement déstabilisateurs.

Ajoutons encore que ces mouvements seraient éventuellement susceptibles d'être amplifiés par les Banques centrales qui, dans le cadre de ce scénario catastrophe, pourraient refuser de voir convertir leurs avoirs de réserve détenus préalablement en monnaies européennes participantes (mark, franc français, etc...) et devenant automatiquement des euros. En se portant par exemple, sur le dollar, elles accentueraient la tendance à la baisse de l'euro. En supposant encore que les déficits publics, après avoir été comprimés artificiellement et durement pour satisfaire aux critères

de convergence au moment du passage à la III^{ème} étape, ne puissent, ensuite, qu'être relâchés si la reprise n'intervenait pas, — quelles que soient les obligations du *Pacte de stabilité et de croissance* —, il est bien certain alors que la phase transitoire serait tout autre chose que celle d'un euro fort.

On voit combien il est hasardeux de préjuger sans nuances de la force (externe) de l'euro dès son lancement. Rien ne dit que la tendance la plus communément prévue — celle d'un euro plutôt fort — sera finalement le cas confirmé par les événements et les marchés.

4. Faire pièce au dollar américain?

Autre antienne, plus insistante encore que la précédente: celle d'un euro qui permettrait enfin de s'opposer au monopole du dollar en tant que monnaie internationale. Que n'entend-on, à ce propos, particulièrement au niveau des politiques, presque exclusivement d'ailleurs, remarquons-le, en France! L'euro, répète-t-on ici à l'envi, ce serait enfin après presque un demi-siècle de "privilège exorbitant" du billet vert, le moyen décisif de notre émancipation monétaire. Depuis Bretton Woods (1944), que ne l'avons-nous en effet subie, cette hégémonie d'un dollar dont on n'a cessé à plusieurs reprises d'annoncer le crépuscule mais qui, tel le phoenix, a toujours réussi à renaître de ses cendres! Ce dollar qui, après cinquante trois ans de règne, libelle encore plus de 60% des exportations mondiales, alors que celles qui sont propres aux Etats-Unis n'en représentent pas 20%. Cette devise-clé intervient pour plus de 80% des opérations de change même lorsque celles-ci pour une partie importante, ne concernent pas les Etats-Unis et alors que près des 60% de la richesse financière mondiale se trouvent encore détenus en dollar.

Ne sommes-nous pas enfin, nous dit-on, à la veille d'une profonde redistribution des cartes qui devrait nous permettre de ne plus accepter une détermination des taux d'intérêt à long terme presque entièrement américaine et, plus généralement, de pratiquer en Europe une politique monétaire plus autonome? L'euro, en un mot, serait le moyen tant attendu de faire cesser une hégémonie monétaire et financière américaine qui n'a que trop duré.

Outre peut-être que cette vue par trop combattante fait un peu trop aisément litière des services éminents rendus en contrepartie par la monnaie américaine à l'économie mondiale durant des décennies, il n'est pas sûr qu'elle doive être acceptée sans inventaire. Car si l'euro paraît avoir, au point de départ, un bon potentiel qui devrait lui permettre d'accéder au rang de monnaie "véhiculaire", cette internationalisation passe par certaines conditions précises et, surtout, elle exige du temps.

5. Une base potentielle forte

Une monnaie internationale (véhiculaire), c'est, d'abord, on le sait, prioritairement, une monnaie bénéficiant d'une bonne *liquidité* et donc suffisamment diffusée au point de vue international. Avec une Union Européenne qui, prise dans son ensemble, contrôlerait⁴, respectivement, 38,5% du PNB des pays de l'OCDE et 20,9% du commerce mondial, la base de départ est impressionnante. Pas seulement en elle-même mais aussi comparativement, puisque les Etats-Unis eux-mêmes, se situent à des pourcentages inférieurs (respectivement 37,5% et 19,6%).

Encore faudrait-il que l'euro soit aussi une monnaie *stable* ou que, tout au moins, ses variations de valeur soient suffisamment prévisibles. Si rien ne peut être ici garanti dès l'abord, on peut au moins raisonnablement faire l'hypothèse d'une monnaie européenne sensiblement plus stable que les monnaies européennes pré-existantes. Elle aurait en effet à bénéficier d'un *effet de dimension* incontestable lui donnant en principe vocation à mieux résister aux chocs spéculatifs. Il est vrai que l'attribut de *stabilité* devrait faire intervenir un bon niveau de *crédibilité* de la Banque centrale européenne, lui-même fondé sur une politique maîtrisée de réglage de la quantité de

4 Chiffres de 1996 de la Commission de la CEE.



monnaie émise. En amont, aussi, d'un bon contrôle des politiques budgétaires et fiscales (niveau des déficits publics).

Si les deux attributs précédents (*liquidité et stabilité*) devaient être réunis, l'euro aurait alors vocation naturelle à assumer les fonctions habituelles des monnaies internationales. A savoir: à être un bon *numéraire* et, à ce titre, non seulement, aptitude à "décompter" la valeur sur les marchés (y compris tiers) mais aussi à être un *point d'ancrage* recherché pour définir la valeur de monnaies "autres" que celles de l'Union européenne décidées à s'y rattacher. Si, dans l'immédiat, il n'y a guère que les 14 monnaies de la zone franc et les trois devises (Bosnie-Herzégovine, Estonie, Yougoslavie) rattachées *de jure* au mark qui se trouvent concernées, tout donne à penser que bien d'autres pays, en particulier au niveau des P.E.C.O.⁵ et de ceux des franges de l'Europe du Sud (Afrique du Nord et Proche Orient) pourraient se trouver rapidement intéressés par ce lien.

Plus déterminant, pour l'internationalisation de l'euro, serait en second lieu le champ de sa *fonction commerciale*. Certes, un double mouvement aurait ici à être considéré, avec d'un côté, des encaisses de transaction antérieurement détenues en monnaie étrangère (par exemple, mark, lire, peseta, etc... par les résidents français commerçant avec ces pays) désormais réalisés en euro, ce commerce étant à "reclassifier" comme étant en quelque sorte "domestique". Mais, dans l'autre sens, tout porte à considérer que des transactions "externes" (à l'importation comme à l'exportation) seraient, pour une part importante, libellées en euro. Non seulement la monnaie unique se substituerait à due proportion aux monnaies européennes actuellement utilisées mais encore est-il raisonnable de penser que les pays non européens pourraient être tentés de faire davantage usage de la monnaie d'une zone européenne devenue le premier pôle commercial du monde.

Les extrapolations, réalisées (Ph. Hartmann, 1996) en considérant que le pourcentage du commerce avec l'extérieur libellé en euro serait le même que celui fait en Allemagne pour la part libellée en marks, aboutissent à considérer que 24% des exportations mondiales pourraient alors être libellées en euro.

En ce qui concerne l'*internationalisation financière* de l'euro, les perspectives sont plus ouvertes encore. En effet, le potentiel de diversification est considérable. Au niveau privé, on admet, sur la base des chiffres de la BRI que ce que l'on pourrait appeler le *portefeuille mondial d'actifs transfrontières* (obligations internationales, dépôts détenus dans les banques étrangères, dépôts détenus en devises par les résidents dans les banques nationales, euro-notes) s'élevait déjà à 4300 milliards de dollars en 1993. Sur ce total, un peu moins de 45% étaient libellés en dollars contre environ 35% en monnaies européennes. Déjà, mécaniquement, l'euro remplaçant dans ce libellé les devises européennes, le potentiel de diversification devrait atteindre ce dernier chiffre. Mais, bien au-delà, il conviendrait de ré-introduire l'attractivité inédite introduite par un marché financier européen désormais unifié par l'existence d'une seule monnaie. L'intérêt manifesté un peu partout dans le monde par les investisseurs institutionnels, laisse bien augurer — toutes choses égales par ailleurs en particulier du côté de la crédibilité de l'euro —, de la puissance d'appel de la diversification internationale en faveur de l'euro.

Si l'on se tourne, toujours au chapitre financier, vers l'attitude des Banques centrales, on ne tarde pas à rencontrer une autre source potentielle importante de demande internationale d'euro. Lorsqu'on sait que si le dollar libellait 61,5% des réserves officielles en devises à la fin de 1995 contre 76,1% à la fin de 1973 les devises européennes comptaient pour 20,1% (dont 14,2% en marks)⁶ on voit combien l'euro part d'une bonne base pour accélérer la tendance à la diversification déjà amorcée. Tout dépendra ici encore de la fameuse crédibilité de la monnaie européenne et aussi de son degré d'utilisation comme monnaie d'intervention vis-à-vis du dollar

⁵ Pays de l'Europe Centrale e Orientale.

⁶ La part des monnaies européennes n'était que de 14,3 % à la fin de 1973.

(et, accessoirement, du yen). La tendance à la régression du dollar devrait, très probablement, s'accélérer dès lors que les Banques centrales voudront elles aussi diversifier davantage leurs avoirs de réserve en faveur d'une monnaie ayant une assise économique et commerciale désormais fort large. Cette extension devrait plus que compenser la réduction arithmétique automatique tenant à la transformation en monnaie "domestique" des avoirs des pays partenaires détenus antérieurement par les différents pays européens membres.

Si l'on tient compte enfin du fait que, sur le marché des changes, les coûts de transaction d'un marché de l'euro devenu beaucoup plus profond que ne l'étaient celui de la monnaie nationale devraient baisser, on identifie un autre canal de l'internationalisation de l'euro. Si, aujourd'hui, pour passer d'une monnaie comme la couronne danoise au yen, il faut presque nécessairement faire intervenir le dollar et jouer sur les *parités croisées*, rien n'interdit de penser que demain l'euro constituera l'intermédiaire tout désigné. S'il est vrai, comme le dit P. Kenen (1994) que *"l'internationalisation d'une monnaie n'augmente pas son prix, alors que l'utilité qu'elle procure augmente avec son usage"*, il y a tout lieu de considérer que, sur le marché des changes aussi, joueront des économies d'échelle favorables à la diffusion internationale de l'euro, du fait d'un marché interbancaire beaucoup plus étendu.

Qu'il s'agisse du numéraire, du rôle d'instrument de transaction ou de la fonction financière, l'euro semble promis à un avenir brillant.

Reconnaissons toutefois deux choses: 1) Que cet avenir est conditionnel. 2) Qu'il ne saurait être question de faire de l'euro une monnaie internationale susceptible de concurrencer le dollar immédiatement après son lancement.

6. Le temps comme seul juge

On n'aura pas en effet manqué de noter, à chaque niveau, que l'usage international de l'euro — et, donc, sa capacité à disputer en dollar son monopole de devise-clé — dépendra de la confiance qui lui sera accordée par les marchés. Or celle-ci n'est pas tout à fait garantie. Et on retrouve ici l'incontournable question de la crédibilité. D'abord, celle de la Banque centrale européenne (BCE). Quand bien même celle-ci sera une institution lourde à manier avec son triple niveau de compétences (Directoire, Conseil, Système Européen des Banques Centrales), on peut augurer favorablement de l'avenir. Le travail a été bien préparé par l'Institut monétaire européen installé par M. Lamfalussy et, par ailleurs, les Banquiers centraux ont l'habitude de travailler de conserve. (C'est en particulier le cas depuis toujours à la BRI). Néanmoins, c'est la capacité de réaction rapide face aux événements imprévus qui pourra faire problème et aussi, bien sûr, la répartition fort peu nette des tâches entre le Conseil des Ministres chargé de négocier les accords de change et la BCE responsable de leur mise en oeuvre (en particulier des interventions). Mais, au-delà de la BCE, la crédibilité de l'euro, ce sera d'abord la situation économique des pays-membres et l'action gouvernementale menée. L'erreur serait de croire que la crédibilité se *partage* et se limite aux seules questions monétaires. L'avenir montrera sans doute que la tenue de l'euro "notera" l'ensemble des politiques nationales et la capacité pour l'Union Européenne à dégager des positions et des politiques homogènes et soutenables.

A supposer même que la condition précédente soit satisfaite et que le processus d'internationalisation se déroule harmonieusement, ce n'est pourtant pas demain que l'euro deviendra devise-clé. Il lui faudra du temps. Combien? Il est difficile, sinon impossible, de le dire. Mais n'oublions pas que le dollar n'a remplacé le Sterling que sur trente ou quarante ans et que, alors même que la Grande-Bretagne avait renoncé depuis déjà longtemps à son rôle d'économie impériale, la livre servait encore aux opérations commerciales et financières tierces encore après 1945. Derrière la montée en puissance éventuelle de l'euro, il y a des comportements et, certains de ceux-ci ne se modifient que sur des périodes longues. Le plus bel exemple est celui du choix des monnaies de facturation des exportations et importations. Ce n'est pas du jour au lendemain qu'on substituera l'euro au dollar au niveau des pays asiatiques ou de ceux d'Amérique latine. D'ailleurs, les extrapolations concernant les échanges commerciaux, en particulier celles faites en





considérant que les pourcentages d'utilisation de l'euro seraient identiques à ceux du mark⁷ sont pour le moins optimistes. Si, par exemple, on considère que l'euro a dans les exportations et importations le même coefficient que le franc vis-à-vis des transactions commerciales françaises, la diffusion internationale de l'euro regresse sensiblement (Ph. Hartmann, 1996): de 24% du total du commerce mondial utilisant l'euro, on tombe à 19% seulement. Encore qu'en ces matières, répétons-le, il y ait à tenir compte d'une inertie forte — beaucoup plus qu'en matière financière — des comportements commerciaux.

Au total, même en retenant une hypothèse optimiste sur les chances de l'euro de devenir monnaie internationale, le pronostic doit être nuancé. Sans doute parvient-on à une base économique potentielle forte, en égard à un commerce intra et extra européen qui, les deux parts cumulées, représentera presque la moitié du commerce mondial. On doit encore tenir le plus grand compte d'une attractivité financière considérable et, sans doute, plus rapidement révélée par les marchés. Il suffira que le dollar s'engage demain, comme il sait si bien le faire, dans un cycle descendant pour que l'euro, devenu inévitablement monnaie de "face à face" avec celui-ci — car lui seul en aura la capacité — vienne servir de recueil à des montants considérables de fonds en quête d'une diversification plus ou moins durable. Le yen, quant à lui, n'en a pas encore les moyens. Bien que le Japon soit un géant financier par ses banques, la monnaie nipponne est encore très en retrait par rapport aux exigences d'une monnaie internationale car l'ouverture réelle de son marché financier reste trop limitée.

Pour l'euro, quelle que soit l'assise commerciale et financière de départ, les premières années de son lancement pèseront lourd et même si tout se passe bien, il y faudra du temps, sans doute plus d'une décennie pour qu'ensuite dans le monde, on travaille en euro comme on le fait aujourd'hui en dollar. Prudence donc par rapport à ces mâles discours sur un avenir non seulement radieux de l'euro mais encore sa capacité de conquête vis-à-vis du billet vert. L'histoire des monnaies internationales est là pour confirmer qu'il n'y a en fait de monnaie mondiale que s'il y a domination économique du pays qui l'émet. Faut-il rêver à une Europe disputant à l'Amérique le magistère économique mondial? Convenons que nous n'en sommes pas tout à fait à ce stade. D'ailleurs peut-être n'y a-t-il un véritable avenir de l'euro monnaie internationale non pas *contre* mais *avec* le dollar.

7. La stabilité de l'euro: l'incertitude des modèles

L'avenir international de la monnaie européenne passe par une condition *sine qua non*: celle de la stabilité de sa parité. Mais à supposer que le passage délicat de la mise en place ait été convenablement négocié, restera un problème majeur: celui de la *valeur externe* de l'euro, contre dollar, yen ou, demain, peut-être le yuan chinois lui-même; en d'autres termes, celui de son *taux de change*. Et, en ces matières, ce seront les marchés qui diront le vrai. Ecofin, la Commission ou la BCE devront ici céder le pas aux opérateurs, à leurs calculs, prévisions et, autres supputations. Ce sont les marchés qui, sur ce terrain, reprendront la main et nul doute que les premiers temps de cotation de l'euro seront passionnants mais agités. La question de base qui ne cesse de préoccuper les économistes est celle de la *stabilité* de l'euro. Verra-t-on, sur un marché des changes singulièrement restructuré, une monnaie européenne *plus* ou *moins* stable vis-à-vis du dollar, du yen ou de toute autre monnaie tierce que ne le furent hier le mark, le florin ou le franc?

C'est ici que le dilemme apparaît car, au-delà de la force ou de la faiblesse — peu prévisibles, répétons-le, de l'euro, ce qui importe davantage, est de savoir si son introduction stabilisera enfin un Système monétaire international qui, s'il a toujours digéré tous les chocs subis depuis cinquante ans, n'a jamais réussi à ni éviter les allers et retours brusqués, ni les emballements. Avec comme chef d'orchestre un dollar tantôt à son zénith (1985 et 1997), tantôt à son nadir (1978 et 1987) mais qui, à chaque va-et-vient, laisse des entreprises durement déstabilisées et

⁷ Les exportations allemandes sont facturées à 77% en marks ; celles de la France à seulement 55% en francs.

des marchés constamment pris à contre-pied. Va-t-on, enfin, en fixant irrévocablement les parités de cinq ou six des principaux pays industrialisés du marché "autres" que les Etats-Unis, donner au Système des paiements internationaux, ce contre-poids qui, sent-on confusément, lui a toujours manqué pour on le sent réussir à le stabiliser ?

Cette fois encore, la réponse n'est pas simple, peut-être moins simple encore depuis que les économistes (Colloque du FMI de mars 1997) se sont mis à le traiter. On retrouve ici un peu les propos de W. Churchill qui, consultant quatre économistes, obtenait non pas quatre mais... cinq réponses, J.M. Keynes en ayant généralement deux ! Ici aussi les modèles, tous plus sophistiqués les uns que les autres, ne convergent pas.

8. Un effet de dimension favorable

D'aucuns (Ph. Martin, 1997) privilégient par exemple la taille de l'Union Européenne pour postuler un effet plutôt stabilisateur de l'émergence de la monnaie unique sur le marché des changes. Plus l'aire de la zone d'émission de l'euro sera grande plus, soutiennent-ils plus la volatilité externe du prix de l'euro sera elle-même en voie de réduction. En simplifiant le raisonnement, Ph. Martin se fonde sur l'intuition selon laquelle, plus un pays est "petit", plus il a tendance à user de sa politique monétaire pour stabiliser son taux de change. Par ailleurs, avec un degré d'ouverture (rapport exportations/PNB) qui, commerce intra-européen exclu, tomberait à environ 10,2% et rejoindrait vers le bas ceux des Etats-Unis et du Japon, l'interdépendance économique au sein de la zone se trouverait renforcée par rapport aux liens avec l'extérieur.

La performance économique moyenne serait moins sensible aux fluctuations des taux de change et donc la politique monétaire deviendrait susceptible d'être davantage utilisée à d'autres fins, notamment pour agir sur le taux d'activité économique. On voit que tout cela milite dans le sens d'une inclusion de pays comme l'Italie, l'Espagne — ou même la Grande-Bretagne — aussi rapide que possible. Enfin, le risque de conflits entre les gouvernements et la BCE en ce qui concerne la responsabilité de la politique de change et, par voie de conséquence, pour la politique monétaire, pourrait lui-même se voir atténué dans la mesure où l'accroissement de la taille de l'union rendrait les manipulations de taux de change moins probables.

Pour d'autres (A. Benassy-Quéré *et al.*, 1997 et P. Artus, 1997), au contraire, c'est une accentuation des fluctuations du cours de l'euro par rapport à celles enregistrées avant l'union qui serait susceptible d'intervenir. Pour deux motifs principaux.

9. Négligence bienveillante

La formation de la zone euro réduirait sensiblement, disent-ils, le degré d'ouverture de l'ensemble européen par rapport à la situation antérieure. Ainsi d'un coefficient d'ouverture calculé, cette fois, sur la base du total (Exportations + Importations/PNB) qui serait de l'ordre de 22-23%, la zone euro retrouverait celui d'une économie comme celle des Etats-Unis (23,1%) et se rapprocherait de celui du Japon (19%). L'incidence sur le change serait évidente: sur la base d'une moindre ouverture sur l'extérieur, l'interdépendance des économies européennes progresserait et les cycles y seraient mieux synchronisés. Dès lors, la performance économique des pays de la zone deviendrait moins sensible aux fluctuations du change, alors que, simultanément, la soudure des parités internes aurait fait disparaître toutes les sources internes de tension sur les rapports bilatéraux entre pays partenaires.

D'où l'idée d'une certaine "indifférence" aux fluctuations du change et même, à l'image des Etats-Unis, une tendance à la "négligence bienveillante" (Benign Neglect) des autorités par rapport à celles-ci. Les conséquences, en effet, des variations de la valeur externe de la monnaie se révéleraient moindres qu'auparavant; de même, leurs conséquences par rapport au taux d'inflation et à la balance commerciale. On en infère enfin qu'il y aurait lieu de s'attendre à des ajustements fréquents, et sans doute amples, de la relation dollar-euro.

On remarquera toutefois que cette perspective d'indifférence au change est loin d'être évidente.





D'un côté, il y a tout lieu de penser que pas plus l'Europe que les Etats-Unis ne devraient se désintéresser d'un rapport de parité dollar-euro qui, très vraisemblablement deviendra — avec accessoirement la parité dollar-yen — l'un des principaux *baromètres* du marché; pas seulement pour les échanges directs Etats-Unis-Europe, mais également, à cause de l'incidence de cette relation sur la compétitivité de tous les pays neufs eux-mêmes toujours plus ou moins subordonnés au dollar. Par ailleurs, cette relation sera le point de concentration principal des anticipations et, du fait des restructurations de portefeuilles, elle sera toujours sensible à la formation de bulles spéculatives. Enfin, on ne peut tout à fait exclure, en cas par exemple de guerre commerciale, l'hypothèse de manipulations agressives de ce taux par les parties en présence.

Autre justification d'une instabilité accrue, la possibilité de variations excessives par rapport à celles des fondamentaux.

10. Surréactions

Particulièrement au début de la période transitoire, nombreux (notamment Alagoskoufis G. et R. Portes, 1997 au Colloque du FMI, mars 1997) sont ceux qui n'excluent pas de fortes variations du cours du dollar-euro sur la base de surréactions éventuelles.

Rien n'interdira, en particulier, si l'offre d'actifs en euro n'est pas suffisamment élastique au point de départ — du fait, par exemple, d'une gestion "serrée" de l'endettement public due au respect du Pacte de stabilité et de croissance —, que l'on enregistre, dans un premier temps, une forte appréciation de l'euro. Celle-ci devrait, en ce cas, provoquer une détérioration de la balance commerciale de la zone mais, celle-ci sera décalée du fait de la viscosité des flux commerciaux. Cependant, on peut penser que la demande excédentaire d'euro pourrait — après que l'effet d'impact en forme de courbe en J (inversé) se sera normalisé — être compensée par le compte capital. Celui-ci devrait donc être positif (entrées de capitaux) si l'on voulait que l'euro pût être diffusé dans les portefeuilles des non résidents et, par là, s'internationaliser. Ce n'est qu'au bout d'un certain temps que les taux d'intérêt réels baisseraient et que le cours de l'euro, en se dépréciant, retrouverait sa trajectoire d'équilibre. Il y aurait bien, alors, illustration d'un schéma classique de surréaction, l'effet d'impact à la sur-appréciation laissant place aux anticipations d'une dépréciation ultérieure pour bientôt retourner à l'équilibre.

La probabilité d'un schéma d'évolution aussi heurté paraît loin d'être nulle. D'autant que les contre-mesures de la Banque centrale européenne pourront quelque peu tarder du fait de l'inévitable rodage des méthodes d'intervention qu'aura à connaître la BCE en ce qui concerne ses méthodes de réglage de l'émission de monnaie (règle de la norme d'inflation ou celle d'un agrégat cible).

D'ailleurs, d'autres indéterminations seront susceptibles de se manifester. Ainsi, conviendrait-il de ré-intégrer la répercussion sur les schémas précédents de l'existence non d'un *duo* dollar-euro mais, en fait, d'un *trio* dollar-yen-euro, les deux premières monnaies étant elles-mêmes engagées dans un colloque singulier, à la fois commercial mais aussi depuis peu, financier (menaces de désinvestissement du Japon en titres américains). La ré-intégration du yen devrait constituer un facteur supplémentaire d'instabilité.

On a même — preuve d'une indétermination considérable — évoqué (F. Bergsten, 1997 et A. Benassy-Quéré) un scénario plus instable que d'autres parce que reproduisant un engagement du type "Reaganomics" avec une politique monétaire stricte associée à un réglage budgétaire relâché. Il faut avouer que si l'on voit bien le premier terme de la combinaison (politique monétaire rigoureuse pour renforcer la crédibilité de la BCE nouvellement créée), on a plus de mal à imaginer une politique budgétaire laxiste après la campagne anti-déficits publics de la phase préparatoire. Mais, il est vrai, qu'en cas de récession prolongée des revirements ne sont pas tout à fait à exclure.

11. L'inévitable coopération de l'euro avec le dollar

En définitive, les cheminements de l'après euro sont multiples. Bien imprudent celui qui, dans un sens ou dans l'autre, prétendrait aujourd'hui être capable de définir précisément la place de l'euro vis-à-vis du dollar, plus encore d'en fixer les dates. Alors, l'euro substitut du dollar? Certainement pas, au moins au point de départ. Partenaire de celui-ci? Voilà une perspectiva sans doute plus probable. Mais sans qu'il soit réellement possible de fixer le partage des rôles, étant entendu que le marché financier international et celui du change subissent, périodiquement, une sorte de loi de respiration. Ils ont besoin d'une soupape par rapport au dollar. Seul le marché de l'euro est — sera — à même de la fournir. On voit, cependant, le type de répartition des tâches à éviter: si, l'euro aspire à être autre chose demain qu'une sorte de réceptacle passif des humeurs du dollar et de ses va-et-vient périodiques —, il aura à s'organiser en tant que second pivot du système autour d'un marché financier réellement unifié et où les primes de risque ne continueront pas à venir sanctionner les mauvais emprunteurs nets; à partir aussi d'une politique monétaire de la BCE associant étroitement réglage de la quantité de monnaie, dette publique et interventions sur le marché des changes.

Quoi qu'il doive en être, c'est à une situation d'ajustements fréquents et sans doute amples de la parité dollar-euro qu'il faut s'attendre. Cela n'aurait rien de choquant entre deux blocs régionaux d'une telle importance. Le change doit retrouver le rôle de *variable tampon* qu'ont toujours recommandé (Salant, 1966) les spécialistes des relations de change entre grandes régions. Tout le problème, cependant, sera d'éviter les crises spéculatives qui, eu égard aux énormes montants en présence, pourront être tout à fait déséquilibrantes et même coûteuses pour les économies. Les taux de change reflétant, de plus en plus, autant les anticipations auto-réalisatrices que les déterminants fondamentaux, on parvient ainsi à une conclusion finalement assez robuste: en cas d'internationalisation — probable — de l'euro, celui-ci n'aura pas à être opposé au dollar. Sauf à risquer les mouvements les plus brusques des cours et les phases longues de sur (sous)évaluations, le duopole dollar-euro devra être *coordonné*. Hors d'une coopération organisée (en relation étroite aussi avec le yen), c'est, à notre sens, à une instabilité aggravée et non à un partenariat harmonieux spontané qu'il y a lieu de s'attendre. Tout cela nous met bien loin de la thèse un peu "cocardière" d'un euro évinçant rapidement le dollar américain. Ce qu'il faut souhaiter à la monnaie européenne, c'est qu'elle se définisse pour elle-même et non pour faire pièce au dollar. Il y faudra nécessairement du temps.

Au total, l'euro constitue un catalyseur d'intégration beaucoup plus puissant qu'on ne veut généralement l'admettre. Il est même une des pièces maîtresses du parachèvement du marché unique. Au-delà des traités et des réformes institutionnelles à venir, il crée une force d'appel peu résistible. A terme, prétendre accéder à une monnaie unique sans harmonisation fiscale poussée et sans politiques d'endettement public étroitement coordonnées — et même, sans doute, plus vite qu'on ne le croit — sans harmonisation poussée des marchés du travail, relève de l'illusion pure et simple.

Vouloir l'euro et, en même temps, le maintien de politiques économiques autonomes ne pourrait que conduire à des incohérences ou à des blocages. Cela, seuls en fait les fédéralistes l'ont bien compris. Ceux qui prétendraient avoir à la fois l'Europe des patries et la monnaie unique ont quelques soucis à se faire. Le pire pour la construction européenne serait de s'engager dans l'aventure de l'euro et ne pas évaluer correctement sa signification profonde.





12. Références

- Alogoskoufis, G.; R. Portes (1997) The Euro-dollar and the International Monetary System, *IMF Conferences on EMU and the dollar*, Washington, 17-18 mars.
- Artus, P. (1997) Comment changer l'équilibre international s'il apparait une seconde monnaie de réserve, *Colloque du GDR "EFIQ" et LAREFI*, Bordeaux, 2 juillet.
- Benassy-Quéré, A. et al (1997) L'euro et le dollar, *Lettre du CEPII*, juin.
- Bergsten, F. (1997) The impact of Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation, *IMF Conference on EMU and the dollar*, Washington, 17-18 mars.
- Bourguinat, H. (1998) *L'économie morale. Le marché contre les acquis?*, Arléa.
- De Grauwe, P. (1997) The Indeterminacy of the Euro Conversion. What it matters and how it can be solved, *Colloque du GDR "EFIQ" et LAREFI*, Bordeaux, 2 juillet.
- Hartmann, Ph. (1996) *The Role of the Euro as an International Currency: The Transactions Perspectives*, CEPS Research Report, 17.
- Kenen, P. (1994) *The International Economy*, 2^e éd., Cambridge University Press.
- Martin, Ph. (1997) La politique du taux de change de l'euro: une question de taille, *Colloque du GDR "EFIQ" et LAREFI*, Bordeaux, 2 juillet.
- Rogoff, K. (1985) The Optimal Degree of Commitment to an International Intermediate Monetary Target, *Quarterly Journal of Economics*, novembre.