

L'EURO ET LE DOLLAR

La question des incidences externes de l'union monétaire européenne a longtemps été un sujet de préoccupation quasi-exclusivement français. Elle fait depuis peu l'objet d'un intérêt croissant hors d'Europe. En se dotant d'une monnaie commune, les pays de l'UE mettront en effet à disposition du reste du monde un instrument attrayant d'échange et de placement : la constitution monétaire qu'ils ont choisie garantira la stabilité interne de l'euro ; celui-ci prendra appui sur une économie puissante, et donnera accès à un grand marché financier. La création de l'euro sera donc un événement monétaire d'ampleur mondiale.

Il faut cependant se garder des espoirs excessifs que suscite inmanquablement l'évocation du rôle international de l'euro. Il ne faut pas attendre de la nouvelle monnaie qu'elle supplante le dollar dans ses fonctions de monnaie internationale ; et quand bien même le ferait-elle, il ne faudrait pas en escompter des bénéfices très significatifs. L'utilisation d'une monnaie par des non-résidents se paie en outre d'une instabilité de sa demande, au moins au cours de la phase de réaménagement des portefeuilles qui suit son introduction ; la Banque centrale européenne devra donc dans un premier temps parer au risque d'une appréciation excessive de l'euro, ou du moins de fortes fluctuations des taux de change. A plus long terme, en l'absence d'un renforcement de la coopération internationale, il n'y a guère de raisons de penser que l'unification monétaire européenne induira une plus grande stabilité entre les grandes monnaies. Dans ce contexte par nature incertain, il importe que la future Banque centrale européenne, ainsi que le Conseil, se préparent à répondre efficacement à des risques d'instabilité d'origine externe.

1

■ L'euro va-t-il concurrencer le dollar ?

Près de 25 ans après l'abandon du régime de Bretton Woods, le dollar demeure la principale monnaie internationale (tableau 1). La diversification au profit d'autres monnaies n'est marquée que dans la composition des portefeuilles privés, et la domination du dollar est particulièrement tenace dans les transactions sur le marché des changes.

L'euro va-t-il modifier cet état de fait ? Il disposera d'emblée d'avantages significatifs : son marché financier gagnera en liquidité et en profondeur, et il sera utilisé comme monnaie interne sur un vaste territoire (représentant entre 50 et 100% du PIB américain selon le nombre de participants à l'Union monétaire). L'Union exercera aussi un effet d'attraction pour les pays européens restés à l'extérieur : s'ils souhaitent y participer à terme, ces derniers seront incités à ancrer leurs monnaies sur l'euro et à financer leurs éventuels déficits extérieurs dans cette monnaie, d'autant que la structure de leur commerce les y pousse.

L'euro ne sera cependant un concurrent sérieux pour le dollar que si son usage s'impose à l'extérieur de l'Union monétaire pour les trois fonctions usuellement admises de la monnaie internationale : réserve de valeur, pour les banques centrales (réserves) comme pour les portefeuilles privés (actifs

financiers) ; moyen de paiement pour les échanges ou les interventions des banques centrales ; unité de compte enfin, qu'il s'agisse de libellé et de facturation des échanges, de cotation des matières premières, de dénomination de la dette, ou d'ancrage de la monnaie. Ces fonctions sont fortement interdépendantes. Par exemple, une monnaie véhiculaire, c'est-à-dire largement utilisée dans les échanges, attire les investisseurs internationaux car son marché offre naturellement une plus grande liquidité et une plus large panoplie d'instruments. De même, un pays qui ancre sa monnaie à une devise est incité à l'utiliser aussi comme réserve de valeur ou comme moyen d'échange ; en outre, les autorités monétaires sont incitées à ancrer la monnaie à la devise utilisée par les agents privés pour les échanges extérieurs.

Or, l'usage d'une monnaie comme intermédiaire des échanges est soumis à une forte inertie. Chacun choisit en effet la monnaie la plus utilisée, car elle lui procure un maximum de liquidité pour un minimum de coûts de transactions. A cet égard, l'euro sera utilisé pour toutes les transactions commerciales internes à la zone, ce qui lui donnera une assise solide. Mais sur les marchés des changes, les flux de capitaux sont bien plus importants que les flux de biens et services. Si

l'on exclut les transactions entre monnaies européennes, qui disparaîtront avec la formation de l'union monétaire, le poids du dollar dans les transactions sur les marchés des changes apparaît écrasant. Cela n'implique pas que celui-ci restera toujours hégémonique : la livre Sterling a bien fini par s'effacer. Mais l'internationalisation de l'euro ne pourra être que progressive, et le dollar conservera un rôle international important.

Tableau 1 - Le rôle international actuel du dollar, du yen et des monnaies européennes

Part en % dans :	Dollar	Yen	DM	Autres UE*
- le libellé du commerce mondial (1)	47,6	4,8	15,3	18,2
- les transactions de change (2) (sur un total de 200%)	83,8	23,6	37,1	32,8
- les émissions d'obligations internationales (2)	37,8	17,7	15,6	8,8
- le libellé de la dette des PED (3)	50,0	18,1	16,1	
- les réserves officielles mondiales (4)	56,4	7,1	13,7	12,1

Sources : (1) En 1992, source Ecu Institute (1995).
 (2) En 1995, source Banque des Règlements Internationaux (1996).
 (3) Fin 1995, source McCauley et White (1997).
 (4) Fin 1995, source Fonds Monétaire International.

* Composition exacte variable suivant les rubriques, mais qui inclut toujours la livre Sterling, le franc français, le florin et l'écu.

Les Européens devront-ils alors encourager l'usage de leur monnaie par le reste du monde ? Sur ce point, la dénonciation gaullienne du "privilege exorbitant" du dollar contraste avec le refus que, jusqu'à une date récente, Allemands et Japonais opposaient à l'internationalisation de leurs monnaies. En y regardant de près, les bénéfices mesurables que les Européens tireront de l'émission d'une monnaie internationale sont vraisemblablement limités. Au niveau microéconomique, l'usage externe de l'euro réduira leur exposition aux risques de change, mais une partie des économies de couverture de change que feront les exportateurs devra être rétrocédée à leur clients de la zone dollar qui devront désormais supporter ces coûts¹. Vis-à-vis des pays tiers, qui n'appartiennent ni à l'Union, ni à la zone dollar, on peut cependant escompter un gain net. Ce sera principalement le cas avec les pays qui ancreront leurs monnaies à l'euro, et la quasi-élimination du risque de change favorisera l'intégration économique entre l'Union européenne et ces pays. Ce gain ne portera toutefois que sur une partie des échanges.

Le bénéfice macroéconomique est également difficile à évaluer. Les études disponibles indiquent que pour les Etats-Unis les bénéfices du seigniorage international, impôt que payent implicitement les non-résidents lorsqu'ils détiennent des avoirs monétaires américains non rémunérés, ne dépasseraient pas 0,1% du PIB². Un partage de ces gains entre l'euro et le dollar ne laisserait donc à l'Europe qu'un bénéfice très faible, et ce gain se paierait en outre d'une perte partielle de maîtrise de la masse monétaire en euros. A cela pourrait s'ajouter cependant une prime négative de préférence

structurelle pour l'euro qui, pour un même niveau de risque, réduirait les taux d'intérêt européens, et favoriserait donc la croissance. A l'inverse, la prime de risque demandée sur le dollar pourrait s'accroître, surtout si le déficit extérieur des Etats-Unis persiste. Les banques centrales des grandes monnaies auront donc à adapter leur comportement à un nouvel environnement et la Banque centrale européenne ne verra sans doute pas que des avantages à ce que l'euro devienne, à terme, une véritable monnaie internationale concurrente du dollar. Mais avant cela, les premières années de l'Union monétaire la soumettront sans doute à quelques épreuves.

■ L'euro sera-t-il une monnaie forte ?

Dans les années qui suivront 1999, le taux de change euro-dollar sera un baromètre synthétique du jugement des marchés sur la solidité et la qualité de l'euro. La Banque centrale européenne mènera en effet sa politique en fonction de la situation macroéconomique de la zone euro, en utilisant de nouveaux indicateurs agrégés (inflation, demande de monnaie, taux d'intérêt) qui seront dans un premier temps d'interprétation délicate. En outre, le souci de maintenir un taux de change compatible avec une bonne compétitivité européenne est diversement partagé, comme l'ont montré des débats récents : les Français, plus que les Allemands, manifestent régulièrement leur sensibilité à cet égard. Des chocs sur le taux de change de l'euro, qui accompagneraient son introduction, soumettraient donc à un test précoce la politique monétaire de la future union.

Deux thèses s'opposent. La première tient que l'euro se dépréciera, au moins dans un premier temps, parce que la crédibilité des institutions monétaires nouvelles n'égalera pas celle de la *Bundesbank*. La seconde met au contraire en avant les risques d'appréciation de la monnaie européenne qui pourraient résulter des réaménagements de portefeuille liés à l'introduction de l'euro et marquant un début de son internationalisation.

Le débat sur la crédibilité de la BCE peut étonner. Les textes garantissent en effet sans ambiguïté qu'elle aura pour objectif principal la stabilité des prix, et sera mieux préservée des pressions politiques qu'aucune banque centrale nationale, puisque son indépendance résultera d'un traité international au lieu d'une loi ordinaire. La question n'est en fait pas celle de la constitution monétaire de l'union, mais celle de sa composition (une union incluant des pays à tradition inflationniste pourrait, selon certains, avoir une moindre préférence pour la stabilité des prix), voire, plus fondamentalement, celle de sa solidité. C'est pourquoi on ne peut exclure une réserve initiale de certains épargnants, dont les sorties de capitaux allemands vers la Suisse ont donné un avant-goût. Mais dans le contexte de faible inflation qui devrait caractériser les premiers temps de l'union monétaire

1. Voir Agnès Bénassy-Quéré, "Potentialities and Opportunities of the Euro as an International Currency", *Document de travail du CEPII*, n° 96-09, août.

2. Voir notamment "Marché unique, monnaie unique", rapport de la Commission européenne, *Economie européenne* n°44, 1990. La Réserve fédérale américaine estime que la masse monétaire M0 en circulation à l'étranger représente environ 60% de la masse monétaire totale en dollars.

-en 1996, onze pays de l'UE sur quinze ont enregistré une inflation inférieure à 2,5% en rythme annuel-, il est probable que ces craintes seront assez rapidement dissipées.

La thèse de l'appréciation initiale de l'euro, quant à elle, ne repose pas sur un jugement *a priori* quant à l'orientation de la politique monétaire de la BCE. Elle s'appuie sur une idée simple, inspirée de la théorie du portefeuille : si l'euro est bien accueilli, il sera demandé par les non-résidents, et un déséquilibre *ex ante* entre l'offre et la demande sur le marché des changes, que les écarts de taux d'intérêt ne suffiraient pas à compenser, risque d'induire temporairement une appréciation excessive au regard des fondamentaux. En quelque sorte, l'euro serait victime de son succès.

Ce scénario est-il vraisemblable ? Outre qu'il suppose une internationalisation rapide de la monnaie européenne, il faut tout d'abord noter qu'il néglige certains facteurs de baisse de la demande d'euros : réduction des encaisses de transaction que nécessitait la pluralité des monnaies européennes, élimination du risque de change au sein de la zone euro, qui devrait conduire les investisseurs, européens ou non, à se défaire d'actifs qu'ils détiennent pour des motifs de spéculation, et plus généralement à diversifier leur

Tableau 2 - Facteurs affectant l'offre et la demande d'euros

	Effet sur le taux de change	Horizon	Ampleur
Réduction des encaisses de transactions	-	CT	+
Réduction du risque de change dans l'union	-	CT	+
Réduction des réserves en dollar	+	MT	+
Grand marché financier	+	MT	++
Offre d'euros par les non-résidents	-	MT	++

portefeuille en faveur des monnaies tierces³ (tableau 2). Il faut ensuite relativiser l'idée parfois évoquée d'une cession brutale des avoirs excédentaires officiels en dollar : la formation de l'union monétaire réduira effectivement le besoin de réserves, mais les autorités monétaires ne s'en déferont pas sans précautions. Il reste que la formation d'un grand marché financier unifié, presque aussi profond et liquide que celui des Etats-Unis, pourrait, comme cela a été dit plus haut, attirer les investisseurs non-européens. Diverses estimations chiffrent le réaménagement de portefeuille potentiel aux alentours de 500 à 700 milliards de dollars⁴, dans le cas d'une union large. C'est cependant une estimation haute : la liquidité du marché obligataire restera initialement limitée par l'absence de dette fédérale et la segmentation persistante des marchés des titres d'Etat. En outre, l'attrait de l'euro ne sera pas limitée à sa fonction de placement, et il faut s'attendre à un développement des émissions d'emprunt en euro des non-résidents (donnant naissance à des "euro-euros" ou "xeno-euros"), qui limitera l'appréciation de l'euro.

A court-moyen terme, le scénario de l'appréciation excessive est donc loin d'être certain. Mais on ne peut pas non plus l'exclure, et plus généralement il est probable que la banque centrale européenne sera confrontée à une instabilité de la demande de monnaie et d'actifs libellés en euros ; elle aura des moyens d'action, et pourra notamment répondre à une demande excédentaire d'euros par un accroissement de l'offre de monnaie ; mais la nécessité dans le même temps d'asseoir sa crédibilité rendra la tâche délicate.

■ L'euro sera-t-il une monnaie stable ?

Qu'en est-il du long terme, une fois que la BCE aura établi sa réputation et qu'auront été opérés les réaménagements de portefeuille ? Peut-on attendre que l'euro contribue à une meilleure stabilité monétaire internationale ?

La réponse prête là encore à discussion : la zone euro constituera, du point de vue macro-économique, un grand ensemble modérément ouvert (son taux d'ouverture sera voisin de celui des Etats-Unis). Cela conduira probablement la BCE à attacher moins d'importance au taux de change avec le dollar et à mener une politique de "*benign neglect*" proche de celle de la *Federal Reserve* aujourd'hui. La BCE sera donc moins incitée à utiliser la monnaie comme arme commerciale, ce qui favorisera la stabilité du taux de change⁵. Cependant, elle aura aussi moins intérêt à intervenir pour stabiliser la valeur externe de l'euro, car les conséquences néfastes de ses variations sur l'inflation et la balance commerciale sont moindres dans un grand pays que dans un petit pays.

Contrairement à une opinion solidement ancrée, le fait que les banques centrales des grands pays puissent accorder moins d'importance aux fluctuations de la monnaie ne résulte pas nécessairement d'une perversité particulière de leur comportement. Libérés de la contrainte de mener une politique monétaire axée essentiellement sur la stabilité du taux de change, les grands pays peuvent utiliser leur politique monétaire pour des objectifs internes de stabilisation économique (croissance et inflation). La politique monétaire d'un grand pays joue ainsi un rôle contra-cyclique plus actif. Les Etats européens, lorsqu'ils sont en change flexible, s'efforcent chacun, face à un choc, de stabiliser le taux de change, sans tenir compte de ce que ses voisins font de même ; ces efforts vont donc au-delà de ce qui est nécessaire. L'Europe souffre alors en quelque sorte d'être un grand pays qui s'ignore. Certes, on peut montrer que, toutes choses égales par ailleurs, ce comportement réussit effectivement à stabiliser le taux de change entre la zone euro et la zone dollar ; mais c'est au prix de fluctuations inutilement importantes de l'économie réelle. A l'inverse, si ces mêmes pays agissent de concert dans le cadre d'une union monétaire,

3. Voir sur ce point Agnès Bénassy-Quéré, Alexander Italianer et Jean Pisani-Ferry, "Les implications extérieures de la monnaie unique", *Economie et statistique*, n°262-263, 1993, et Patrick Artus, "Y aura-t-il plus ou moins d'euros que de monnaies européennes dans les portefeuilles des investisseurs ?", *Etude Caisse des Dépôts* n°97-04, 24 mars 1997.

4. Voir notamment le rapport de la Commission, op. cit., Michel Aglietta et Niels Thygesen, "International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency", Ecu Institute/Kluwer Law International, 1995, et Fred Bergsten, "The Impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Coordination", papier présenté au colloque du FMI sur l'UEM et le système monétaire international, Washington, mars 1997.

5. Voir Philippe Martin, "The Exchange Rate Policy of the Euro: A Matter of Size?", *Document de travail du CEPII*, n°97-06, avril 1997.

le taux de change entre l'euro et le dollar variera plus et absorbera une partie des chocs, augmentant *in fine* le bien-être européen⁶.

La réalité européenne actuelle n'est certes pas celle de changes flottants, mais relève d'une coordination (asymétrique) par le SME. Pour ceux des pays européens qui ont une politique d'ancrage au mark, l'introduction de l'euro ne devrait donc pas apporter de volatilité supplémentaire. Il importe en outre de bien comprendre que même si l'UEM aboutissait à une plus grande instabilité des taux de change entre grandes monnaies, celle-ci ne serait pas nécessairement un mal. Dans un monde comportant deux grandes zones monétaires échangeant relativement peu entre elles (tableau 3), et soumises à des conjonctures souvent asynchrones, une volatilité du taux de change inter-zones pourrait être préférable, d'un point de vue macroéconomique, à des taux de change vis-à-vis du dollar plus stables, si cette stabilité provenait d'une incapacité des Européens à se coordonner entre eux⁷.

En revanche, une plus grande instabilité du dollar aurait évidemment des conséquences industrielles. Elle obligerait les secteurs les plus exposés à la concurrence américaine ou asiatique à renforcer leurs stratégies de couverture, par des moyens financiers ou par le choix de la localisation de leur production.

■ Mettre en place une politique de change

Les analyses qui précèdent sont par nature spéculatives. Elles suggèrent cependant trois conclusions : (1) l'acquisition par l'euro d'un statut de monnaie internationale concurrente du dollar aura à terme des effets positifs pour l'Europe, mais il ne faut pas en attendre rapidement des gains importants ; (2) le scénario d'une surévaluation initiale de l'euro n'est pas certain, mais le risque d'instabilité existe, et il convient de s'y préparer ; à tout le moins, la stabilité externe de la monnaie

ne sera pas le sous-produit mécanique de la stabilité interne ; (3) à long terme, il y a peu de raisons de penser que l'euro réduira l'instabilité des changes entre grandes monnaies ; il se pourrait même qu'il l'accroisse, du moins en comparaison d'une situation de changes flexibles en Europe, mais sans que ceci soit nécessairement dommageable.

Ces considérations invitent à réfléchir sans tarder à la future politique de change de la zone euro. Les ambiguïtés du traité, qui en font un domaine partagé entre le Conseil et la Banque centrale mais laissent le dernier mot à cette dernière, peuvent être demain source de différends entre institutions, voire entre pays. Un flou dans la division des responsabilités dans la définition et la conduite de la politique de change pourrait handicaper la coordination avec les Etats-Unis et le Japon, alors même que le contexte des premières années de l'union monétaire, par nature incertain, appellera une coopération

renforcée au sein du G7. Dans cette perspective, il importe d'anticiper autant que possible les difficultés qui pourraient se présenter, et de clarifier autant qu'il se peut les responsabilités de chacun.

Au total, la stratégie monétaire régionale que l'Europe s'est donnée exigera des différents acteurs une adaptation profonde de leur comportement. Les Banques centrales

joueront une partie difficile, puisque les signaux qu'elles ont l'habitude d'utiliser seront, temporairement au moins, perturbés par des évolutions structurelles. Les entreprises bénéficieront de l'unification monétaire à l'intérieur de l'Europe mais auront à prendre en compte le risque d'instabilité accrue des taux de change des grandes monnaies, qui pourrait infléchir leurs stratégies d'investissement direct. Les institutions financières auront accès à un marché financier plus liquide, mais devront faire face à une concurrence accrue.

**Agnès Bénassy-Quéré
Philippe Martin
Jean Pisani-Ferry**

Tableau 3 - Structure du commerce mondial de biens manufacturés

En 1994	Importations				
Exportations	Zone euro	Zone \$	Japon	RDM	Monde
Zone euro	19,3	6,2	0,8	10,6	36,8
Zone \$	3,9	19,0	2,6	6,0	31,6
Japon	1,3	7,6	0,0	2,6	11,5
RDM	7,0	6,2	1,3	5,6	20,1
Monde	31,7	39,0	4,6	24,7	100,0

Sources : Chelem-CEPII, et Agnès Bénassy-Quéré, op. cit.

4

6. Voir Agnès Bénassy-Quéré, Benoit Mojon et Jean Pisani-Ferry, "The Euro and Exchange Rate Stability" et également Philippe Martin, op. cit., et Daniel Cohen, "How Will the Euro Behave?", papiers présentés au colloque du FMI, op. cit.

7. C'est un peu la situation en Asie : faute d'une coordination entre eux, la plupart des pays émergents de la région stabilisent leurs taux de change vis-à-vis du dollar, qui sert ainsi de référence externe.

LA LETTRE DU
CEPII

RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. 33 01 53 68 55 14
Fax : 33 01 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION
Jean Pisani-Ferry
RÉDACTEUR EN CHEF
Claire Lefebvre
CONCEPTION GRAPHIQUE
Pierre Dusser
RÉALISATION
Isabelle Bartolozzi
DIFFUSION
La Documentation française.

ABONNEMENT
(11 numéros)
France 295 F
Europe 350 F
Hors Europe 440 F
(envoi par avion)
Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex.
Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD
2^{ème} trimestre 1997
Avril 1997
Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.