

Professeuse Béatrice Majnoni d'Intignano, Novembre 2007

Plan

§ 1 : Le chemin vers l'€

§ 2 : Le nouveau paradigme : un € flottant et instable

§ 3 : Les succès

§ 4 : Les inquiétudes

§ 5 : Euro fort, euro faible ?

§ 6 : Trois questions en suspens

graphiques :

1 : L'€ et sa zone d'influence

2 : Taux de change €/\$

3 : Quels taux de change d'équilibre ?

L'€ créé en 1999 pour être la monnaie des Européens fut couronné de succès multiples, parfois mal perçus. Il suscite encore des inquiétudes s'exprimant avec vigueur. Risque-t-il de devenir une monnaie internationale plus vite que ne le souhaiteraient les Européens ?

§ 1 : Le chemin vers l'€ fut long et semé d'embûches.

SME de 1979-99 ; entrée puis sortie du RU ; spéculations contre L, £, Fen 1992/93. ; nombreux ajustements de change.

Traité de Maastricht en 1992 (référendum en France => faible majorité). Il fallut attendre la convergence des économies (inflation, change) pour instaurer l'UEM (Union Economique et Monétaire). Adhésion de 11 économies (UE – DK, RU, Suède) + Grèce en 2002, Slovaquie en 2007, puis Chypre et Malte en 2008.

SME bis pour certains PECO et le Danemark.

Choix du nom : € (abandon Ecu) et des signes monétaires (unité des billets et diversité des pièces). Le projet a deux origines.

11) Economique & Politique : le démantèlement du système de Bretton Woods (régime de taux de change fixes) en 1971/73 et l'attrait du régime de taux de change fixes pour les Européens. Enfin la dimension démographique et économique de l'UE intégrée dans un marché unique en 1992, dont la monnaie unique constitue l'achèvement. Tableau 1.

Tableau 1 : les trois grandes zones

2005	Population millions	PIB Mds \$	PIB/hab \$ à PPA	+% PIB/an 96/2005	Dette % PIB 2004	Intérêts % PIB 2005
USA	296	12500	34 880	+3,4%	64%	1,8%
UE 25	457	12940	21 960	+2,3%	77%	3%
Zone €	315		10 445	+ 2,1%		
Japon	127	4660	30 540	+1,5%	163%	1,8%

Tableaux 2 : Usage des grandes monnaies

Fin 2005	dollar	euro	yen
Actions émises	45%	40%	7%
obligations	50%	47%	<10%
Change comptant	42%	20%	13%
Dépôts OPEP	60%	20%	
Dépôts Russie	60%	31%	
Energie, mat. 1°	85-90%	10-15%	
Réserves change	66%	25%	3%

Monnaies de transaction du CI

Monnaie	Zone € & UE	% export.	% import.	Asie	% export.	% import.
\$		25%	35%		70%	70%
€		60%	50%			
£		5%				
autres			5%		15%	15%

Source : BCE, *The international role of the euro, 2007*

Tableau 3 : Réserves de change

%	1900	1930	1973	1987	2006	2006 PED
£	65%	57%	6%	2%	4%	<1%
\$	0	19%	85%	66%	66%	60%
F	16%	24%	1%	1%	€25%	€30%
DM	15%	0	7%	13%		
Y	0	0	0	7%	3%	3%

Source : Eichengreen, BCE, Ixis

Reserves de change des PED

	Avant l'€	1999	2005
\$	62%	71% (68,2%)	66,5% (60,5%)
€		18% (20%)	24,4% (28,8%)
y	6,7%	6,4% (6%)	3,6% (3,8%)
autres		4,7%	5,5%

Source BRI

12) Théorique : la théorie des zones monétaires optimales de Robert Mundell & Ronald McKinnon (1961/63). R. Mundell¹ est le «père intellectuel de l'euro». S'opposant en cela à Martin Feldstein et Alan Greenspan, sceptiques².

¹ R. Mundell : *The theory of optimum currency areas*, AER, n° 51, 1961
: *A plan for European currency*, Madrid, 1970

² Martin Feldstein : *Europe can't handle the euro*, Wall street journal, 2000
A. Greenspan : *Le temps des turbulences*, J.C. Lattès, 2007

Quatre conditions sont requise pour qu'un groupe de pays ait intérêt à pratiquer les changes fixes et/ou à avoir une monnaie commune.

1 Forte intégration commerciale entre eux (UE : 70% des échanges intra-zone ; PECO/UE idem).

2 Zone plutôt fermée sur l'extérieur (CI UE = 13% PIB ; vérifié).

3 Que les chocs externes se répercutent de manière comparable et qu'ils partagent une vision commune de la stabilité monétaire.

4 Que les facteurs de production (K et L) soient mobiles. Cette dernière condition n'est pas remplie ; le capital est plus mobile vis à vis du reste du monde, et le travail reste peu mobile en Europe (obstacles langues, protection sociale).

§ 2 Le nouveau paradigme. Le SMI fut profondément modifié par l'apparition de l'euro. De multipolaire, que certains voyaient évoluer vers une structure tripolaire (\$, DM, Yen) avant l'€ il est devenu bipolaire (\$ et €), asymétrique, les petites monnaies se trouvant marginalisées (£, FS, Yen). Deux zones monétaires informelles sont apparues.

21) Une zone \$ large, mondiale, mouvante : Amériques, Asie, Moyen Orient et petits pays (Israël) qui tentent de maintenir la stabilité de leur taux de change/\$ par des *peg* (parités fixes ; ex : Chine) ou par des interventions de leurs banques centrales. Zone peuplée et dynamique, en forte croissance. Le \$ bénéficie enfin d'un effet de réseau pour être accepté dans le monde entier et pour dominer les marchés d'énergie et de matières premières.

22) Une zone € plus structurée, s'étendant au MC2 (SME bis), aux pays du Nord (Suède, DK), de l'Est, et de la Méditerranée (Maroc) ; peut-être à la Russie. Zone moins dynamique et vieillissante, mais plus structurée. Graphique 1.

23) L'instabilité du change €\$

Les Européens découvrent aujourd'hui un nouveau paradigme du change : un régime fixe entre eux, grâce à leur monnaie unique, et un régime flottant par rapport au \$ et aux autres monnaies. C'est une situation unique au monde entre grands pays souverains. Le taux de change €\$ devient central dans ces conditions par l'importance des opérations qu'il concerne. Les Européens, habitués dans le passé à considérer comme vertueux le régime fixe et la stabilité vis à vis du deutsche mark, doivent s'habituer, pour l'avenir, à vivre avec l'instabilité de leur monnaie, désormais exprimée par rapport au \$, une instabilité inhérente au régime flottant.

Figure 1. The dollar's long cycles...



Graphique 2 : Fluctuations €/\$ de 5/10 ans, de forte amplitude, dues à l'instabilité du \$.
A très long terme, dépréciation du \$ par rapport aux monnaies européennes.

- . 1973-81 baisse du \$
- . 1981-85 hausse du \$; dépréciation des monnaies européennes
- . 1985-88 baisse du \$; appréciation du deutsche mark
- . 1986-1995 quasi stabilité après les accords du Plaza et du Louvre (1985-87)
- . 1995-2000 hausse du \$; baisse de l'€ après sa création
- . 2001-2007 baisse du \$: appréciation de l'€

Tenter de stabiliser le taux de change €/\$ serait illusoire. Les forces agissant sur le change : # de croissance, # taux d'intérêt et de politique monétaire, mouvements de capitaux sont trop puissantes pour être maîtrisées et nos politiques coordonnées. La relative stabilité observée après les accords du Plaza et du Louvre a fait place à l'instabilité avec la bulle financière de la fin des années 1990. La France avait souffert des dix années de la stabilité du taux de change F/DM, faudrait-il souffrir de retrouver cette situation vis à vis des USA ?

§ 3 Les succès

31) Succès technique & politique. Adoption rapide : 1999 pour les marchés de capitaux et les emprunts (actions, obligations, comptabilité des grandes entreprises) ; 2002 pour le public (billets et pièces). Surprenant compte tenu de l'échelle de l'opération. Les citoyens se sont appropriés l'€ et les pays ont accepté la délégation d'un élément majeur de leur souveraineté à une structure fédérale, le SEBC.

32) Convergence et baisse des taux d'intérêt ; au profit des pays à monnaie faible (Italie, Espagne, Grèce). Par exemple, la charge d'intérêt de la dette italienne est passée de 12% du PIB au début des années 1990 à 4,6% en 2005, grâce aux efforts de désendettement et à la baisse des taux d'intérêt. Même chose pour la Grèce (de 12 à 5,2% du PIB).

Tableau 3 : taux d'intérêt en Europe

Taux int. LT	1990	1995	2000	2006
Italie	13,5%	12,2%	5,6%	3,7%
France	10%	7,5%	5,4%	3,7%
Allemagne	8,7%	6,9%	5,3%	3,6%

33) Fin des spéculations et dévaluations compétitives ; ex. textile France/Italie. Disparition du risque de change pour la plupart des entreprises exportatrices. Seules les grandes entreprises qui exportent hors de la zone euro et de ses confins restent en risque de change. En moyenne pour nos économies, ce risque a beaucoup diminué.

34) Baisse des coûts de transaction en Europe : Ex : voyages.

35) L'€ est devenu d'emblée 2° monnaie mondiale après le \$ pour les transactions, réserves, émissions d'emprunts. Seule exception : les matières premières, l'énergie, la haute technologie (\$). Tableau 2

36) Monnaie d'ancrage :

- . peg/€ Hongrie, franc CFA, Croatie, Serbie...

- . peg/panier de monnaies : Russie (35%€), Maroc, Tunisie, Libye
- . flottement administré/€: République Tchèque, Roumanie
- . euroisation : Kosovo, Montenegro
- . Currency board/euro : Bulgarie, Bosnie, Herzégovine
- . SME bis : Danemark, Estonie, Lituanie, Slovaquie
- . Flottement administré par rapport à un panier incluant l'€: Chine.

37) Fin de la zone deutschemark et de la domination de la BuBa sur la politique monétaire de la France. Au sein du SEBC, les voix sont équilibrées, et l'Allemagne et le Benelux ne sont pas majoritaires.

Alan Greenspan, président de la FED pendant 18 ans : « C'est une réalisation extraordinaire et je m'émerveille encore de ce que mes collègues européens ont accompli ».

§ 4 Les inquiétudes s'expriment néanmoins avec vigueur.

41) L'€ aurait stimulé l'inflation, donc diminué le pouvoir d'achat des européens. Vrai pour le café au zinc, la baguette de pain et certains restaurants qui ont ajusté leurs prix à la hausse). Vrai pour les pour-boires, ajustés à la hausse (10 centimes d'euro = 0,65 francs paraissent plus indécents que 1/2 franc). Mais faux pour l'ensemble des biens et services consommés (Ex : produits industriels à la baisse). Seule source de hausse : les produits alimentaires et les matières premières. Mais vrai que les prix du logement augmentent en France. Pas lié à l'€ puisqu'ils augmentent surtout au Royaume-Uni (hors zone €, en Espagne, alors qu'ils diminuent en Allemagne (dans la zone). Hausse due à la baisse des taux d'intérêt, mondiale, qui stimule la demande de logement, donc un effet induit de la politique monétaire accommodante ?

42) La croissance de la zone € serait plus faible depuis l'€? Le tableau montre que certains pays de la zone obtiennent une forte croissance (Irlande, Espagne), ayant bénéficié des aides régionales et s'étant bien intégrés, alors que d'autres ont stagné longtemps (Allemagne, Italie). Hors de la zone, la situation est comparable au Royaume-Uni et en Suède avec forte croissance, Danemark moins. Mais, en moyenne, dans la zone, ce sont de petites économies qui réussissent, donc avec peu d'effet sur la moyenne.

Tableau 4 : croissance du PIB

Zone €	PIB/h, +%/an 1998/2007	PIB prévisions 2007*
Allemagne	+1,3	+2,6%
France	+2,2%	+1,8%
Italie	+1,3	+1,7%
Espagne	+3,6	+3,7%
Irlande	+6,6%	+5,8%
Hors zone €		
Angleterre	+2,8%	+3%
Suède	+3%	+2,6%
Danemark	+2%	+1,6%

43) **Effet anesthésiant.** En raison même de ces succès, l'€ a un effet anesthésiant sur certains pays qui ne craignent plus la spéculation sanctionnant autrefois les politiques internes aventureuses (budget public en déficit non soutenable et/ou endettement excessif/exportations) ou les mouvements sociaux.

Ex : En France, la réapparition d'un déficit de notre balance commerciale depuis 2004, les déficits publics et l'endettement qui s'aggravent, enfin les mouvements sociaux et la paralysie de certains services publics à répétition nous auraient autrefois valu la spéculation contre le franc, dont l'€ nous protège. L'Espagne, avec un déficit de la BPC de 9% du Pib en 2007 aurait subi le même sort.

44) Abandon de la **souveraineté monétaire** au profit du SEBC et renoncé à **l'option de la dévaluation** compétitive ou défensive en cas de choc externe ou interne (Événements de mai 68 ; choc pétrolier) ? Vrai, mais les avantages acquis compensent largement cet inconvénient. Les pays à tradition de monnaie faible et de dévaluations répétitives en souffrent et l'expriment le plus.

Ex : Italie et Grèce souffrent plus. Leur stratégie de compétitivité était fondée sur une politique de monnaie faible et de produits à forte compétitivité-prix. Ils se trouvent bloqués entre l'Europe qui leur impose une monnaie plutôt forte et la concurrence par les prix de l'Asie, Chine surtout, qui met à mal leur spécialisation dans la division internationale du travail : textile & cuirs ou chaussures en particulier.

Les **pays du sud** sont entrés dans l'€ avec un taux de change avantageux, après les dévaluations du début des années 1990. Depuis cette date, le coût du travail s'y est accru plus que dans le reste de la zone : + 27% estimé en Italie entre 1999 & 2006 ; près de 50% en Grèce. Il leur faut donc adopter un **nouveau modèle de développement**. D'où la tentative de revenir en arrière et de sortir de la zone €, exprimée par la Ligue du Nord.

L'agence de rating Standard & Poor's a dressé un scénario de sortie de la zone pour ces deux pays. L'image est spectaculaire. L'Italie dévaluerait sous la pression des marchés et de la spéculation de 25-30% et la Grèce de 50%, retrouvant leur compétitivité. Mais en même temps, leur dette extérieure, dorénavant libellée en € passerait de 108% du PIB à 138% pour l'Italie et de 107 à 138% pour la Grèce. Leur rating de crédit tomberait de AA- à A- pour l'Italie et à BBB- pour la Grèce. Renommer ces dettes en liras ou drachmes serait considéré comme une répudiation. Les taux d'intérêt sur cette dette augmenteraient et la charge de remboursement avec eux. Les Italiens supportent une charge d'intérêt de 4,5% du PIB (contre 1,9% dans la zone €) ; en supposant que le taux augmente et compte tenu de l'endettement accru, cette charge pourrait dépasser 6% du PIB.

45) Une **politique monétaire unique se répercute différemment dans les pays membres.** Difficulté inhérente à tout système fédéral. Le taux d'intérêt unique de la BCE impose à des pays ne présentant ni la même inflation ni la même croissance une **politique monétaire**, non seulement différente, mais parfois à l'opposé de leurs besoins respectifs.

Exemple : le taux unique d'intervention de la BCE induit un taux d'intérêt réel différent dans les pays membres en fonction de leur inflation interne. **Tableau 3.** L'Espagne ayant eu longtemps une forte croissance et une inflation plus élevée bénéficiait de taux réels plus bas alors qu'elle aurait eu besoin de les voir plus hauts ; situation inverse en Allemagne. La France reste dans la moyenne comme de tradition. Aux Etats-Unis, la situation respective des Etats est comparable ; mais l'ajustement se fait grâce à la

mobilité des capitaux et des hommes vers les Etats à fort potentiel de croissance et à la redistribution opérée par le budget de l'Etat fédéral.

Tableau 5, 10 2006

Taux	BCE	Espagne	France	Pays-Bas	Allemagne
3,25%					
Croissance		+3,5	+2,3%	+2,7%	+3%
Inflation		3,8%	2%	1,6%	1,8%
Taux réel		-0,55%	+1,25%	+1,65%	+1,45

§ 5 Euro fort, euro faible ? Des deux côtés de l'Atlantique on entend revendiquer une monnaie forte. John Snow, secrétaire américain au Trésor affirmait « La politique des Etats-Unis reste la politique d'un \$ fort » ; son successeur, Henry Paulson renchérit : « Un \$ fort est dans l'intérêt des Etats-Unis » ; et J.C. Trichet, président de la BCE dit souhaiter un « euro fort et stable ».

Le concept de fort ou faible n'a guère de sens. Lors de sa création, l'€ valait €=1,17\$, valeur proche de la PPA entre les deux monnaies. Comme le \$ joue au yo-yo, l'euro aussi par définition. Le \$ est alternativement fort et faible ; fort en 1980-85 ; faible en 1989-95 ; l'euro fut faible de son lancement à 2001 (passant de 1,17 à 0,83\$, soit une baisse de 30%) ; puis devint fort entre 2002 et 2007 (passant de 0,83 à 1,46\$, soit une appréciation de 76%). Il faut apprendre à vivre avec ces fluctuations de grande ampleur. Sauf à décider d'une politique de monnaie forte ou faible commune. En particulier, la BCE pourrait intervenir pour l'empêcher de s'apprécier fortement, en achetant des dollars comme le font les BC asiatiques, engrangeant au passage des réserves de change. Jusqu'alors elle s'y est refusée.

Existe-t-il un taux de change optimal ? Les monnaies flottantes évoluent à long terme dans un couloir de +/- 20% par rapport à leur Parité de pouvoir d'achat (1,15€/\$ environ, soit 0,92 à 1,38). L'euro était sorti de cette bande en 2000 et à nouveau en 2007. **Graphique 3.** Les ajustements économétriques conduisent envisager des taux de change d'équilibre €/ \$ de 1€/\$ à 1,32 €/ \$. Dans l'hypothèse où les BC asiatiques et celles des pays exportateurs de pétrole détourneraient leurs placements du \$ vers l'€, il pourrait même évoluer entre 1,4 et 1,6€/\$. **Graphique 3.**

§ 6 Trois questions en suspens. L'€ a gravi avec succès **trois marches** : exister & devenir la 2^o monnaie mondiale ; occuper la première place pour les émissions de dette ; entrer un peu dans les réserves de change (**tableau 3**). L'€ a été conçu comme la monnaie des Européens, jamais selon ses concepteurs pour devenir une monnaie internationale, ou le concurrent du \$, comme certains l'affirment à tort. Dès lors on se demande : s'internationalise-t-il plus vite que ne le souhaiteraient les Européens ? Trois questions restent en suspens.

61) L'€ est devenu **l'étalon de mesure du dollar**. Les autres monnaies flottantes sont marginalisées ; quand le \$ baisse, il entraîne avec lui les monnaies asiatiques, celles du Moyen orient et une partie de celles d'Amérique du Sud. L'euro s'apprécie alors sans raison fondamentale puisque la BPC de la zone est tout juste à l'équilibre.

62) Les Européens devraient-ils adopter une politique de change ? FED et BCE pratiquent le *benign neglect*, souveraine indifférence à l'égard du change. En revanche les autres banques centrales interviennent depuis 2000 pour aligner leur monnaie sur le \$ (Chine, Pays du Golfe) ou l'empêcher de s'apprécier (Japon). Dans ces conditions, lorsque le \$ baisse, l'ajustement se fait par la hausse de l'€ Une intervention sur le taux de change de l'€ serait du ressort du pouvoir politique, donc de l'Euro groupe ; les Européens devraient décider puis charger la BCE d'agir. Autant dire qu'une telle politique a peu de chances de voir le jour.

63) L'internationalisation de l'€ comme monnaie de référence, de cotation ou de facturation.

Quelle monnaie de référence choisiront les pays dont la monnaie est trop faible pour flotter : \$, € ? Un panier des deux plus probablement comme le fait la Russie.

L'€ deviendra-t-il monnaie de facturation et de règlement sur certains marchés de matières premières et monnaie de référence des prix de vente des biens industriels mondialisés : aéronautique, industries d'équipement ? Pays et industriels qui vendent en \$ souffrent en effet du yo-yo qui met le pouvoir d'achat de leurs recettes en risque de change ; risque perçu quand le \$ se déprécie.

Exemples. Le Venezuela et l'Iran encaissent déjà une partie de leurs recettes pétrolières en €. Les émirats du Golfe réfléchissent à utiliser un panier de monnaies (€, \$, yen...) pour facturer et encaisser leurs ventes de pétrole afin de stabiliser leurs recettes pétrolières.

Airbus dont les coûts sont en € et les prix de vente en \$. Le yo-yo €/\$ déstabilise le compte d'exploitation et la compétitivité. Les industries mondialisées dont les catalogues de vente sont en \$ et les contrats à long terme peuvent souffrir du risque de change. Ces industries ont vécu l'équivalent d'une dévaluation compétitive entre 1995 et 2000, puis une forte appréciation de l'€ revenu au niveau du franc du milieu des années 1990. Elles souffrent de la baisse du \$ qui réduit leur compétitivité.

Les Européens pourraient envisager de vendre ces appareils en € et d'acheter leur pétrole et leur gaz en € ou dans un panier de monnaies. Leurs importations et exportations seraient ainsi *hedgées*. Le commerce avec le Moyen-orient en particulier le justifierait, l'Europe étant premier importateur de pétrole au monde.

D'autres pays y trouveraient leur intérêt : en Amérique Latine, dont la dette fluctue avec le \$; en Asie, dont les créances font de même, mais en sens inverse ; utiliser un panier de \$ & € limiterait ces fluctuations pour eux ; les pays pétroliers, qui vendent autant à l'Europe et lui achètent autant (avions, infrastructure, équipement, armement) qu'aux USA y auraient également intérêt.

Conclusion : les détracteurs de l'€ se montrent aveugles vis à vis de ses succès. Ex : les Italiens irresponsables de la Ligue du Nord qui voudraient revenir à la lire se rappellent-ils le niveau antérieur des taux d'intérêt en Italie (12 à 14%) ? Les Français à la mémoire courte qui regrettent nos bonnes petites dévaluations se rendent-ils compte qu'une monnaie faible impose de brader le travail national, limite l'accès aux produits étrangers et rend les importations d'énergie et matières premières coûteuses ? Reste un grave problème politique. La zone € ne dispose d'aucune structure politique capable de remplir les fonctions monétaire d'un Etat : choisir le régime de change et définir la politique de change. Ces responsabilités relèvent d'Ecofin . Au contraire de la FED,

épaulée par le Secrétariat au Trésor, la BCE est à la fois trop indépendante et très seule face à un Conseil européen ne désirant pas intervenir en la matière.

Enfin, Les Européens ne semblent prêts ni à concevoir ni à endosser les responsabilités d'un créateur d'une monnaie mondiale à l'image des Américains. Le système monétaire international restera ainsi longtemps bipolaire, axé sur le \$ et l'€ On s'oriente donc vers une longue période d'incertitude dans la mesure où la troisième monnaie susceptible de jouer un rôle de référence, soit le yuan chinois soit une monnaie composite asiatique, n'a guère de chances de pouvoir le jouer avant plusieurs décennies.

Bibliographie :

BMI : *L'instabilité monétaire, Que sais-je ? 2003*

Alan Greenspan : *Les temps des turbulences*, JC. Lattès, 2007

BCE : *The international role of the euro*, 2007-11-20

: *Nombreux Working papers*

FMI : *Euro area : from Recovery to upswing*, Août 2007-11-20

: *Europe : Riding out the Turbulence*, Novembre 2007

OCDE : *The euro area*, Oecd Economic surveys, 2007