



No 1993 – 01
Avril

Les implications extérieures de l'UEM

Agnès Bénassy-Quéré
Alexander Italianer
Jean Pisani-Ferry

SOMMAIRE

Résumé	3
Summary	4
1. L'écu et les relations monétaires.....	6
<i>1.1. L'écu face au dollar.....</i>	<i>6</i>
<i>1.2. Réserves et encaisses de transactions</i>	<i>8</i>
<i>1.3. Union monétaire et composition par devises des avoirs engagements privés.....</i>	<i>11</i>
<i>1.4. Conclusions.....</i>	<i>16</i>
2. L'UEM et les politiques économiques.....	17
<i>2.1. Union monétaire et coordination internationale</i>	<i>17</i>
<i>2.2. La politique de change et la politique monétaire</i>	<i>20</i>
<i>2.3. La coordination budgétaire</i>	<i>21</i>
<i>2.4. La représentation externe de la Communauté.....</i>	<i>22</i>
Références	24

Résumé

Chacun s'accorde pour dire que l'Union Economique et Monétaire Européenne (ci-après UEM), si elle se fait, aura des conséquences majeures sur l'économie mondiale, à travers différents canaux déjà bien identifiés : l'écu concurrencera le dollar comme monnaie internationale ; la substitution de l'écu à plusieurs monnaies européennes modifiera la demande d'actifs libellés en dollars et en monnaie(s) européenne(s) ; l'instauration, au sein de l'union, d'une politique monétaire unique et d'une surveillance des politiques budgétaires, transformera les conditions de la coordination internationale des politiques économiques ; à long terme, l'émergence d'un pôle monétaire européen pourrait conduire à la recherche d'une nouvelle architecture monétaire internationale.

Plusieurs questions demeurent néanmoins sans réponse : dans quelle mesure l'UEM pourrait-elle pousser à une appréciation de l'écu ? L'UEM devrait-elle faciliter la coordination internationale des politiques économiques, ou au contraire la rendre plus difficile ? Cet article examine ces deux points.

Le potentiel d'appréciation de l'écu dépendra de (i) l'effet quasi-mécanique de l'unification monétaire européenne sur la demande de réserves et d'encaisses de transactions en écus, et (ii) de la réallocation des portefeuilles internationaux suite à la fusion des monnaies et des marchés financiers européens. Les changements dans la composition des réserves officielles devraient avoir peu d'impact sur le marché des changes (au moins parce que les banques centrales agiront avec prudence). Mais la facturation du commerce intra-européen en une monnaie unique pourrait réduire d'environ 80 milliards de dollars les encaisses de transactions détenues en monnaies européennes. Cette hausse de la vitesse de circulation de la monnaie atténuerait les pressions en faveur d'une appréciation de l'écu, sauf si elle est neutralisée par la politique monétaire. Cependant les principaux effets sur le marché des changes devraient provenir de la réallocation des portefeuilles financiers. Laissant de côté l'effet de la suppression des coûts de transactions due à l'unification des marchés financiers européens, nous examinons les conséquences de la disparition des risques de change au sein de l'union monétaire : l'élimination des dernières disparités entre les monnaies européennes pourrait conduire les investisseurs, à l'intérieur de l'union comme dans le reste du monde, à détenir moins d'actifs libellés en écus afin de conserver une bonne diversification de leurs portefeuilles destinée à limiter le risque. L'utilisation d'un modèle de portefeuille simple à trois pays permet de quantifier cet effet : la réduction des avoirs désirés en écus devrait être limitée (moins de 100 milliards de dollars) ; elle pourrait néanmoins être beaucoup plus marquée si la volatilité du taux de change des monnaies européennes par rapport au dollar devait augmenter.

Du point de vue de la coordination internationale, la création de l'UEM peut s'assimiler à la construction d'une coalition entre les membres européens du G7. Dans le cadre d'un modèle à trois pays, il apparaît que cette sous-coalition devrait réduire les gains que les Européens, et, dans une moindre mesure, les Américains et les Japonais, peuvent attendre d'une coordination globale. Cette évolution aurait l'avantage de rééquilibrer les intérêts des divers participants au sein du G7, mais elle pourrait aussi affaiblir la motivation des Européens à participer activement à une coordination globale.

Cette approche théorique omet toutefois des éléments importants relatifs à la complexité du futur cadre institutionnel de la politique économique et monétaire européenne. En particulier, la politique de change pourrait être compliquée par le partage de responsabilité entre le Conseil et la Banque Centrale Européenne en cas de désaccord sur les objectifs. D'autre part, le Traité de Maastricht parle peu de la coordination intra-UEM des politiques budgétaires, et l'efficacité de cette coordination n'est pas garantie. Enfin, les subtilités de la représentation externe de la Communauté ne faciliteront pas la coordination au sein du G7, du moins à court terme.

Summary

All scholars agree to consider that if it comes into force, European Economic and Monetary Union will be of major importance for the world economy. Its main channels of influence are also well identified: the ecu will challenge the U.S. dollar as an international currency; the replacement of several European currencies by a single one will affect the relative demand for assets denominated in dollars and in European currencies; the framework for coordinating economic policies will be transformed by the implementation of a single monetary policy and intra-EC budgetary surveillance; in the long run, the emergence of a European monetary pole could lead to reforming international monetary relations.

Yet discussion remains open on several topics. It is not clear what the potential for an appreciation of the ecu could be. It is not clear either whether EMU will facilitate international policy coordination or make it more difficult. In this paper, we take a closer look at these two issues.

The potential for a rise in the ecu exchange rate will depend on (i) the almost mechanical effect of European monetary unification on the demand for ecu reserves and transaction balances, and (ii) the rebalancing of international portfolios that will follow the merging of European currency and financial markets. Changes in the composition of reserves will have a minor impact (if only because central banks will anyhow behave with caution), but the invoicing of intra-European trade in ecus should reduce by some \$80bn the demand for transaction balances denominated in EC currencies, thereby limiting pressures towards ecu appreciation (the shock could, however, be fully absorbed by the ECB's monetary policy). However, the main changes in the demand for currencies should arise from changes in the composition of financial portfolios. We do not attempt to quantify the effects of eliminating all transaction costs between EC financial markets, but we do investigate the impact of eliminating exchange rate risk. As monetary unification will eliminate all remaining differences between EC currencies, it should lead risk-adverse investors in the E.C. as well as in the rest of the world to reduce their holdings of ecu-denominated assets in order to achieve better risk diversification. We quantify this effect with a simple three-country portfolio model. We find that the corresponding reduction in ecu-denominated assets should remain limited (below \$100 bn), but that it could be higher if exchange rate volatility between the U.S. and the E.C. increases.

In a coordination framework, the formation of EMU can be assimilated to the building of a coalition between the European participants in G7 coordination. Within the framework of a three-country model, such a sub-coalition should reduce the gains Europeans, and to a lesser extent Americans and Japanese can expect from global coordination. This might either be considered a positive development because it would help achieving a more equal balance of stakes among participants in global coordination, or a less positive one because it might make the Europeans less keen on participating actively in G7 exercises.

However, such a formal approach fails to take into account important aspects of the story. This is because the institutional setting of the EC's future international economic and monetary policy will be especially complex. We find that the sharing of exchange rate policy responsibilities between the Council and the European Central Bank might raise difficulties in the conduct of exchange rate policy when there is disagreement on the objectives; that the provisions of the Maastricht treaty as regards intra-EC budgetary policy coordination are limited in ambition and do not ensure that it will effectively hold; and that the subtleties of the EC's external representation will hardly facilitate G7 coordination, at least in the short run.

Les implications extérieures de l'UEM

Agnès Bénassy (*), Alexander Italianer (***) et Jean Pisani-Ferry (***)

avril 1993

L'avènement d'une monnaie européenne sera¹ pour l'économie mondiale un événement sans précédent. Les canaux par lesquels il affectera les relations monétaires internationales sont maintenant clairement identifiés : l'apparition de l'écu poura mettre en cause la primauté internationale du dollar, et modifier les demandes respectives d'actifs en dollars et en monnaies européennes ; la mise en oeuvre d'une politique monétaire européenne unique et la surveillance communautaire des politiques budgétaires affecteront la coordination des politiques économiques au sein du G7 ; à plus longue échéance, l'émergence d'un pôle européen induira peut-être la recherche d'une nouvelle architecture monétaire internationale.

Ces éléments d'analyse font aujourd'hui consensus². Font en revanche débat l'ampleur et le sens des effets associés :

- le potentiel de déplacement au profit de l'écu des fonctions internationales du dollar est généralement jugé limité, mais toutes les études soulignent l'incertitude qui prévaut en la matière (Emerson *et al.* 1991, Goodhart 1992) ;
- l'unification monétaire de la Communauté pourrait selon certains (Emerson *et al.*, 1991) inciter à un renforcement de la coordination internationale, mais devrait selon d'autres (Goodhart 1992, Kenen 1992) la rendre plus difficile ;
- l'avènement d'un monde monétaire tripolaire est considéré par certains comme un facteur de stabilité économique internationale, et par d'autres comme un risque d'instabilité.

Il y a sans doute à ces divergences trois raisons principales. D'une part, les recherches approfondies sur la question sont encore rares. D'autre part, les relations monétaires internationales sont marquées par des phénomènes d'hystérèse des positions acquises : en témoigne, par exemple, le rôle que la livre Sterling a conservé longtemps après que le poids économique du Royaume-Uni eut cessé de le justifier. Il est donc difficile d'anticiper dans quelle mesure la monnaie unique portera atteinte au rôle international du dollar. Enfin, une part importante des effets externes de l'UEM transiteront par les politiques économiques ; or la pratique de la politique de change et celle de la coordination ne peuvent qu'être anticipées sur la base d'une lecture des dispositions du traité d'Union européenne.

(*) Université de Cergy et Cepii, (***) Commission des Communautés européennes, (***) Cepii.
Les opinions exprimées dans cet article n'engagent que les auteurs.

¹ Peut-être faudrait-il écrire *serait*, mais ce n'est pas le sujet du présent article

² Voir Alogoskoufis et Portes (1991), Emerson *et al.* (1991), Kenen (1992, 1993), Goodhart (1992), Gros et Thygesen (1992).

Le but de cet article est de présenter succinctement l'état du débat et de proposer quelques pistes d'analyse dans deux domaines qui font l'objet d'interrogations : l'impact de l'unification monétaire européenne sur la demande d'écus (première partie), et ses implications pour la coordination des politiques économiques (deuxième partie). Ces deux aspects de la question sont interdépendants : d'un côté, les autorités monétaires réagiront aux pressions sur les taux de change ; d'un autre côté, le comportement des autorités publiques sera déterminant pour les arbitrages privés.

1. L'écu et les relations monétaires internationales

1.1 L'écu face au dollar

Les relations monétaires sont aujourd'hui encore marquées par la prééminence du dollar dans toutes les fonctions de la monnaie internationale : comme unité de compte dans les cotations et les échanges, comme moyen de paiement et comme réserve de valeur dans les avoirs et engagements internationaux. Cette prééminence se retrouve dans le secteur officiel : définition des parités ou des zones de référence, financements officiels et interventions sur les marchés, détention de réserves.

La primauté de la monnaie américaine est certes moins marquée aujourd'hui qu'il y a dix ou vingt ans (encadré 1). Le dollar a significativement reculé comme monnaie de facturation des échanges, comme monnaie de référence pour la gestion du change des pays tiers, comme monnaie de réserve, et comme monnaie de libellé des actifs financiers internationaux, tandis que s'observaient la montée en puissance du mark, à un moindre degré des autres monnaies européennes et du yen, et (pour les actifs financiers) de l'écupancier (voir Hakkio, 1991). Mais il demeure dominant, et sa primauté reste incontestée sur les marchés des matières premières et, surtout, sur les marchés des changes.

Encadré 1 : rôle international du dollar et des monnaies européennes

1 - *Rôle officiel* (source : rapport annuel du FMI) :

Part dans les réserves mondiales en devises	fin 1973	fin 1982	fin 1991
Dollar	76,1%	71%	57 %
Monnaies européennes (y compris écu)	14,3%	15,7%	30%

Nombre de monnaies rattachées	juin 1980	mars 1992
au dollar	39	23
aux monnaies européennes (y compris écu)	19	20

2 - *Rôle dans le libellé des échanges commerciaux* (source : Tavlas, 1991) :

Part dans les exportations	1980	1987
- mondiales		
dollar	34,5%	24,8%
4 monnaies eur. (*)	21,7%	25,0%
- des 6 principaux pays ind.		
dollar	49,2%	45,6%
4 monnaies eur. (*)	52,8%	55,8%

(*) mark, livre, lire et franc français.

3 - *Rôle financier* (source : BRI, 1991, 1993) :

Part dans l'encours des prêts bancaires	déc. 1980	sept. 1992
Dollar	71,8%	49,2%
Monnaies européennes (écu compris)	11,5%	33,4%

Part dans l'encours d'obligations internationales	fin 1982	fin 1992
Dollar	56,5%	40,3%
Monnaies européennes (écu compris)	13,7%	32,4%

Part dans les transactions de change internationales quotidiennes	avril 1992
Dollar	82%
Monnaies européennes (mark, livre, franc français et ECU)	61%
Transactions entre mark et autres monnaies européennes	7,6%

Cette résistance s'explique par l'existence d'externalités de réseau dans l'usage des monnaies internationales : comme celle d'une langue véhiculaire, l'utilité d'une monnaie internationale est fonction de sa diffusion (Allen, 1992). En tant que moyen d'échange, la monnaie véhiculaire limite le coût des transactions commerciales ; en tant que numéraire, elle limite les coûts d'information ; en tant que réserve de valeur, enfin, elle limite le coût des transactions financières (effet de taille du marché). Ces avantages sont particulièrement importants sur les marchés des changes, où 82% des transactions font intervenir le dollar, alors que les transactions directes entre mark et autres monnaies européennes ne représentent que 7,6% du marché (BIS, 1993).

L'apparition d'une monnaie européenne unique pourrait accélérer le retrait du dollar, mais à une vitesse inégale selon ses fonctions. Selon Bourguinat (1985), une monnaie remplit la fonction de moyen d'échange international avant celle de réserve de valeur, et la fonction de réserve de valeur précède elle-même celle d'étalon. Cette ordonnancement est fondé sur les expériences de la livre Sterling et du dollar. Cependant, à l'heure où les transactions

financières internationales dépassent de trente à quarante fois les échanges de marchandises, il est permis de se demander si cet ordre sera respecté.

Contrairement à une idée répandue, ces transformations monétaires apporteront sans doute peu d'avantages directs à l'Europe : on ne peut guère penser qu'à des gains sur les coûts de transaction dans les échanges extra-communautaires, et à des revenus de seigneurage international liés à l'usage par des non-résidents de billets libellés en écus ; les uns comme les autres seront très modestes (Emerson *et al.*, 1990). En revanche, l'effet de ces transformations sur les marchés des changes pourrait à moyen terme être plus notable.

1.2 Réserves et encaisses de transactions

Les travaux disponibles ne permettent pas de cerner précisément les effets possibles de l'UEM sur le taux de change de l'écu. L'hypothèse d'un accroissement de la demande d'écus pouvant conduire à une appréciation monétaire est généralement avancée (Emerson *et al.* 1990, Alogoskoufis et Portes 1991, Kenen 1993)³, mais de manière prudente et sans qu'elle repose ni sur une démonstration analytique, ni sur une quantification des différents effets en jeu. Or, les arguments diffèrent selon la nature des actifs et les motifs de la détention d'écus.

- a) *La composition des réserves officielles* devrait être affectée à la fois mécaniquement et en raison de changements de comportement des autorités des pays européens ou de pays tiers.

Dès l'entrée en vigueur de la phase III, les actifs en monnaies européennes détenus par les banques centrales des pays membres perdront leur fonction de réserve : environ 27% des réserves de la Communauté (80 milliards de dollars), qui sont détenues en monnaies européennes seront transformées en créances internes au SEBC (système Européen de Banques Centrales), mais cette transformation ne devrait avoir aucun effet économique. Qu'advient-il des réserves en monnaies tierces ? Un calcul rapide montre que le maintien, pour les Douze, du ratio réserves/importations conduirait, après la transformation des échanges intra-communautaires en échanges "intérieurs", à un excès de réserves totales de 96 milliards de dollars, soit un peu plus que l'excès de réserves en écus.

Cependant, la disparition du SME réduira considérablement les besoins de réserves. Une chute du ratio réserves/importations jusqu'au niveau américain (9%) entraînerait une baisse supplémentaire des réserves européennes de 18 milliards de dollars : au total, la réduction des besoins de réserves en monnaies tierces (essentiellement en dollars) serait selon ce calcul de 34 milliards, et la Communauté conserverait 185 milliards de réserves. Néanmoins, les interventions concertées du G3 ont atteint au maximum 50 milliards de dollars depuis 1985 (flux cumulé entre le printemps 1989 et le début 1990)⁴. Sachant que la charge a été partagée entre les banques centrales du G3, le besoin de réserves communautaire paraît très inférieur à 185 milliards de dollars. Même si les réserves excédentaires peuvent être considérées comme un capital qui pourrait être destiné à d'autres usages, notamment au profit des pays de l'Est ou des pays en développement (fonds de soutien à la convertibilité des monnaies, fonds de garantie pour des mécanismes de paiement ou d'assurance export, capital d'agences

³ Gros et Thygesen (1992) adoptent cependant un point de vue opposé.

⁴ voir Catte, Galli et Rebecchini (1992).

publiques de développement), le SEBC prendra certainement garde à ne pas peser sur le taux de change écu/dollar en mettant sur le marché ses réserves excédentaires en dollars⁵. Si réduction des réserves il y a, elle se fera plus probablement hors marché par la voie d'accords internationaux.

Du côté des pays tiers, des changements dans la composition des réserves peuvent être attendus en liaison avec l'évolution du commerce extérieur ou le choix de régimes de change liés à l'écu. Cependant, comme le note Kenen (1992), les trois-quarts des réserves des pays en développement sont détenues par les pays d'Asie et d'Amérique latine, qui n'auront guère de raisons d'en modifier la composition (Tableau 1). En fait, seuls les pays d'Europe centrale et orientale qui choisiront de rattacher leurs monnaies à l'écu devraient accroître rapidement leurs réserves en cette monnaie. Dans les autres, l'évolution des réserves sera liée à la place que prendra l'écu comme monnaie de facturation (et au niveau minimal que les autorités monétaires jugeront nécessaire pour tenir leur rôle sur le marché des changes). En tout état de cause, la diversification des réserves de change dans les pays tiers devrait être relativement lente.

Tableau 1 : répartition mondiale des réserves de change à la fin de 1991

	Milliards de dollars	% réserves mondiales
PAYS INDUSTRIELS	515,5	57,6
CEE à 12	299,1	33,4
Autres pays industriels	216,4	24,2
PAYS EN DEVELOPPEMENT	379,3	42,4
Asie	219,9	24,6
Amérique Latine	64,3	7,2
Moyen-Orient	54,1	6,0
Europe	21,3	2,4
Afrique	19,7	2,2
TOTAL MONDIAL	894,8	100

Source : *Rapport Annuel* du FMI, 1992

b) A l'image des réserves officielles, *la composition des encaisses de transactions détenues par les agents privés* sera affectée par deux phénomènes opposés.

En premier lieu, la substitution de l'écu aux monnaies nationales induira une hausse de la vitesse de circulation de la monnaie en raison de la suppression des encaisses de transactions et de précaution auparavant détenues en plusieurs monnaies européennes ; l'adoption de l'écu devrait donc provoquer un ajustement à la baisse de la demande de monnaie⁶. Si les encaisses de transactions dans une monnaie dépendent de la racine carrée des transactions effectuées dans cette monnaie (Bourguinat, 1985), elles doivent diminuer avec le nombre de devises utilisées. Supposons, par exemple, que le commerce intra-européen soit facturé pour les trois quarts en marks, en francs et en

⁵ Un parallèle peut être fait avec l'usage que les banques centrales ont fait de leurs réserves en or. Même si certains pays ont pu vendre une partie de leur stock d'or (ce fut récemment le cas des Pays-Bas), la plupart ont conservé leurs avoirs.

⁶ Ce point a été noté par Kenen (1992).

livres Sterling (un quart pour chaque monnaie), le quatrième quart étant partagé entre les autres monnaies communautaires. En régime de SME, les encaisses de transactions nécessaires pour régler les 872 milliards de dollars d'échanges intra-communautaires (chiffre de 1990) s'élèvent sous cette hypothèse à 80 milliards de dollars. En régime d'union monétaire, les encaisses déjà détenues pour le commerce national serviront aussi pour les échanges intra-communautaires, et les 80 milliards d'encaisses intra-européennes disparaîtront presque complètement. L'impact de cette hausse de vitesse de circulation de la monnaie dépendra cependant de la politique monétaire⁷.

D'un autre côté, le développement de l'écu comme monnaie de facturation pour les échanges avec les pays tiers devrait entraîner une hausse des encaisses mondiales détenues en écus. La Communauté devenant le plus grand exportateur mondial, la part des transactions facturées en écus devrait augmenter. Le poids des monnaies européennes dans la facturation des échanges mondiaux (25% en 1987 selon Tavlas, 1991) est à peine supérieur à la part des échanges intra-européens dans le commerce mondial (23,4% en 1991). Tout se passe donc comme si les monnaies européennes n'étaient presque jamais utilisées dans la facturation des échanges entre la CEE et ses partenaires. A l'opposé, les Etats-Unis ne réalisent que 12,3% des exportations mondiales, mais le dollar est utilisé dans la facturation de 24,8% des échanges mondiaux. Si la fonction de facturation des exportations des pays tiers devait être partagée à parts égales entre le dollar et l'écu, environ 6% des exportations mondiales cesseraient donc d'être libellés en dollars au profit de l'écu, soit un volume de l'ordre de 200 milliards de dollars. Ce mouvement pourrait être encouragé par la place importante des produits manufacturés différenciés dans les exportations européennes et par des facteurs institutionnels (conditions sur l'assurance à l'exportation par exemple).

Du côté des importations, un effet de taille pourrait permettre à l'Europe d'obtenir plus facilement une facturation en écus de ses importations d'énergies et de matières premières. Dans ce domaine, cependant, la fonction de facturation de la monnaie est fortement liée à sa fonction d'étalon, laquelle ne peut être aisément partagée car sur ce type de marché très concurrentiel, l'usage d'un numéraire unique limite les coûts d'information⁸. L'écu remplacera peut-être un jour brutalement le dollar dans cette fonction, mais le changement n'aura pas lieu à court terme, et il dépendra de divers éléments dont la localisation des marchés de cotation des matières premières, le niveau comparé de l'inflation en Europe et aux Etats-Unis⁹, ou l'usage de l'écu dans d'autres domaines.

Si, comme nous l'avons envisagé plus haut, 200 milliards de dollars d'échanges cessaient d'être libellés en dollars au profit de l'écu, l'impact sur les encaisses

⁷ Il faudrait également tenir compte de la réduction des encaisses de transactions des pays tiers en monnaies européennes suite à la fusion de celles-ci. Ce deuxième effet devrait être beaucoup plus limité étant donné la faible utilisation actuelle des monnaies européennes dans le commerce extra-européen.

⁸ Ainsi, la persistance de la livre Sterling comme monnaie de facturation internationale pendant un demi-siècle après que le Royaume-Uni eut cessé de dominer le commerce mondial peut s'expliquer par la faible différenciation des biens échangés à cette époque (Krugman, 1991).

⁹ Sur un marché de bien donné, une monnaie a d'autant plus de chance d'être choisie comme numéraire qu'elle est soumise à une inflation faible et régulière, car l'évolution du prix nominal du bien considéré reflète alors clairement les tensions sur ce marché précis et non l'évolution du taux de change de la monnaie : l'information est meilleure (Tavlas et Ozeki, 1992).

dépendrait des stocks détenus initialement, mais n'excéderait pas 14 milliards de dollars, chiffre obtenu si les encaisses initiales étaient nulles.

Sur la base de ces ordres de grandeur, le premier effet (intra-européen) devrait l'emporter : les encaisses de transactions mondiales en écus diminueraient d'environ 70 milliards de dollars par rapport aux actuelles encaisses en monnaies européennes. Ce résultat concorde avec l'intuition de Kenen (1992). En outre, les deux effets ne joueront pas à la même vitesse : comme pour les réserves officielles, le premier effet interviendra immédiatement car il est mécanique, tandis que les changements dans les habitudes de facturation sont plus incertains, et interviendront à plus long terme. Les encaisses de transactions mondiales en écus pourraient donc diminuer plus fortement à court terme qu'à long terme.

c) L'équilibre du marché de l'écu pourra enfin être affecté par des modifications dans la structure désirée des *portefeuilles internationaux d'actifs* et celle des *emprunts internationaux*. Actuellement, le dollar conserve dans ce domaine un rôle dominant (Encadré 1). Compte-tenu de la taille du portefeuille concerné (de l'ordre de 4000 milliards de dollars d'après Emerson *et al.*), les effets les plus marqués sur les marchés des changes viendront des modifications dans ce compartiment. C'est pourquoi il convient de procéder à un examen plus précis des effets envisageables de l'UEM sur les comportements privés d'offre et de demande de devises.

1.3. Union monétaire et composition par devises des avoirs engagements privés

L'opinion généralement avancée est que l'union monétaire fera diminuer la part du dollar dans les portefeuilles privés au profit de l'écu. En effet, le marché financier européen unifié bénéficiera de trois attraits qui le rapprocheront du marché des actifs en dollars : il sera peu réglementé, offrira une large gamme d'instruments financiers et sera profond (les marchés secondaires seront développés). Sur les marchés financiers, les coûts de transaction (écarts entre cours acheteurs et vendeurs) sont d'autant plus faibles que les volumes échangés sont importants (Black, 1991). Aux yeux des détenteurs de portefeuilles, l'écu devrait donc acquérir un statut comparable à celui du dollar. À partir de données financières incomplètes, Emerson *et alii* (1990) évaluent pour 1988 à 27% la part des actifs en monnaies européennes dans la richesse financière mondiale en devises, alors que la Communauté européenne représentait la même année 34% du PNB de l'OCDE. Ainsi, une hausse de 5 à 10 points de la part des monnaies européennes dans le portefeuille mondial serait cohérente avec le poids économique de la Communauté. Si l'on tient compte du fait que les avoirs intra-UEM ne feront plus partie du portefeuille mondial *en devises*, la hausse de la part de l'écu dans ce portefeuille pourrait même être supérieure à 20 points (Gros et Thygessen, 1992).

Même si, historiquement, on constate une corrélation entre, d'une part, le poids du dollar et du mark dans le portefeuille mondial et, d'autre part, la puissance économique comparée des deux pays (Hakkio, 1991), cette relation n'est fondée sur aucune analyse micro-économique précise. Or, des considérations sur l'aversion au risque pourraient entraîner des effets contraires : les investisseurs américains qui acquerront des actifs européens ne pourront plus limiter le risque de change en détenant simultanément des actifs dans différentes monnaies européennes ; de leur côté, les européens verront disparaître tout risque de change sur leurs détentions intra-européennes, ce qui pourrait les inciter à prendre plus de risque sur le

dollar. Il paraît nécessaire d'examiner de plus près cet argument dans un cadre de choix de portefeuille.

Pour examiner les conséquences des modifications du risque sur le marché des changes, on peut raisonner sur une situation simple où n'existeraient initialement que trois monnaies : le dollar, le mark et le franc. En ce cas, l'union monétaire conduit à une fusion entre le mark et le franc. La répartition optimale des portefeuilles privés entre ces trois, puis deux monnaies peut être calculée selon un modèle standard de choix de portefeuilles (Branson et Henderson, 1985 ; Fukao, 1987) dans lequel les agents des trois pays arbitrent entre risque et rendement. En particulier, la détention d'actifs en devises leur permet de limiter leur risque de perte de pouvoir d'achat due à l'inflation grâce à la corrélation entre prix et taux de change nominal (encadré 2).

Encadré 2 : un modèle de choix de portefeuille

L'agent représentatif de chaque pays maximise une utilité U qui dépend positivement de l'augmentation espérée de sa richesse réelle \bar{W} et négativement du risque associé à cette hausse (R est l'aversion au risque) :

$$U = E\left(\frac{d\bar{W}}{\bar{W}}\right) - \frac{R}{2} \text{Var}\left(\frac{d\bar{W}}{\bar{W}}\right)$$

En régime de SME, on a :

$$\bar{W} = \frac{W}{P} = \frac{B + S_1 F_1 + S_2 F_2}{P}$$

P : prix à la consommation ;

B : actifs libellés en monnaie nationale ;

F_k : actifs libellés en devise k ($k = 1, 2$) ;

S_k : taux de change contre la devise k ($k = 1, 2$).

On suppose que prix et taux de change suivent des processus stochastiques de Wiener. La part optimale des actifs en devise 1 dans le portefeuille représentatif est :

$$l_1 = l_1^m + l_1^s,$$

avec :

$$l_1^m = \frac{1}{\Delta} \left[S_2^2 r_{1p} - r_{12} r_{2p} \right] \text{ (part de risque minimum, choisie si } R \rightarrow \infty)$$

$$l_1^s = \frac{1}{R\Delta} \left[S_2^2 (i_1 + m_1 - i - r_{1p}) - r_{12} (i_2 + m_2 - i - r_{2p}) \right] \text{ (part spéculative)}$$

$$\Delta = S_1^2 S_2^2 - r_{12}^2 \geq 0$$

S_k^2 : variance du processus stochastique suivi par le taux de change S_k ;

r_{12} : covariance entre les fluctuations des taux de change S_1 et S_2 ;

r_{kp} : covariance entre inflation et fluctuations du taux de change S_k .

i : taux d'intérêt national ; i_k : taux d'intérêt sur la devise k ;

μ_k : taux de variation espéré de S_k .

On obtient une expression symétrique pour la part optimale des actifs en devise 2.

En régime d'UEM, deux des trois monnaies fusionnent :

$$\bar{W} = \frac{W}{P} = \frac{B + SF}{P}$$

F : actifs libellés en monnaie étrangère ; S : taux de change (unique).

La part optimale des actifs en monnaie étrangère dans le portefeuille représentatif est :

$$l = l^m + l^s$$

avec : $l^m = \frac{r_{sp}}{S_s^2}$ (part de risque minimum)

et $l^s = \frac{1}{RS_s^2} [i^* + m_s - i - r_{sp}]$ (part spéculative).

m_s, S_s^2 : espérance et variances des fluctuations du taux de change ;

r_{sp} : covariance entre inflation et fluctuations du taux de change ;

i^* : taux d'intérêt étranger.

Dans un tel cadre, les conséquences d'une fusion franc-mark dépendent de façon cruciale des hypothèses sur les risques et les corrélations entre les risques. On retient ici des ordres de grandeur fondés sur l'observation des données mensuelles entre janvier 1985 et juillet 1992. (tableau 2).

Tableau 2 : hypothèses sur les écarts-types et les corrélations

	Ecart-types en % (1)	Corrélations		
		\$/DM	\$/FF	DM/FF
Prix US	5	0,1	0,1	/
Prix All.	5	-0,1	/	0,2
Prix Fce	5	/	-0,1	-0,2
Chge \$/DM	30	1	0,9	-0,2
Chge \$/FF	30	0,9	1	-0,2
Chge DM/FF	5	-0,2	-0,2	1

(1) Calculés à partir des taux de variations mensuelles en % annualisés.

Note : calibrage réalisé à partir des données du FMI sur la période janvier 1985-juillet 1992. La corrélation positive entre les taux mark/dollar et mark/franc signifie que lorsque le mark se déprécie par rapport au dollar, il se déprécie aussi par rapport au franc. C'est l'inverse pour le franc qui s'apprécie par rapport au mark lorsque les monnaies européennes se déprécient face au dollar. Les corrélations entre inflation et fluctuations des taux de change sont définies à hausse des prix étrangers donnée, et calculées à l'aide des écarts d'inflation.

L'effet de l'union monétaire sur l'instabilité des prix et des taux de change est un sujet controversé. On n'introduit pas ici de changement de volatilité. L'impact de cette hypothèse sera discuté plus loin. On conserve également des corrélations stables entre prix et taux de change (sauf au sein de l'UEM où il n'y a plus de taux de change). Enfin, on suppose qu'il n'y a pas d'écart de rendement anticipé entre la France et l'Allemagne, et que l'écart de taux

d'intérêt à court terme entre l'Europe et les Etats-Unis (environ 5 points) est en grande partie compensé par les anticipations de change et par la covariance entre inflation et fluctuations du change. Le résidu (1 point annuel) s'explique par une prime de risque. L'aversion par le risque R est supposée égale à 2, ce qui signifie que les agents accordent un poids égal à l'espérance et à la variance de l'augmentation de leur richesse. Cette hypothèse raisonnable est habituelle ; son rôle sera discuté plus loin.

Le tableau 3 présente la répartition optimale des trois portefeuilles représentatifs sous ces hypothèses, à l'aide du modèle présenté en encadré 2. Cette analyse ne tient compte que des arbitrages entre rendement et risque, et elle exclut l'effet d'une réduction des coûts de transactions due à l'approfondissement du marché financier européen. En outre, le risque en capital n'est pas pris en compte. Un agent confronté au double risque de change et de taux d'intérêt serait tenté de s'endetter en devises pour acquérir des actifs en monnaie nationale. De cette manière, une hausse du taux d'intérêt national dévaloriserait simultanément ses actifs (par hausse du taux d'intérêt) et ses dettes (par appréciation de la monnaie nationale). Dans la réalité, cependant, les pays développés détiennent des stocks nets positifs d'actifs en devises (voir Bénassy, 1992). C'est pourquoi nous n'avons pas tenu compte du risque en capital dans notre analyse.

Tableau 3 : effets sur l'allocation des portefeuilles des bouleversements dans la structure du risque liés à l'UEM.

En %	SME			UEM	
	Dollar	Mark	Franc	Dollar	Ecu
Etats-Unis					
- risque min.	/	0,9	0,9	/	1,6
- spéculation	/	2,9	2,9	/	5,6
- part totale	92,4	3,8	3,8	92,8	7,2
Allemagne					
- risque min.	1,0	/	18,8	1,7	/
- spéculation	-5,6	/	6,9	-5,6	/
- part totale	-4,7	79,0	25,7	-3,9	103,9
France					
- risque min.	2,4	22,9	/	1,7	/
- spéculation	-5,8	-6,9	/	-5,6	/
- part totale	-3,4	16,0	87,4	-3,9	103,9

Note : la part de risque minimum est celle que détiendrait un agent ayant une aversion infinie à l'égard du risque.

En régime de SME, les résidents américains détiennent une faible part (7,6%) de leur richesse sous forme d'actifs européens en raison du risque de change élevé et de la faible corrélation entre les variations des taux de change et celles des prix. En réalité, leur motivation principale pour détenir des actifs en marks ou en francs est le rendement supérieur attendu sur ces actifs. Aussi le passage à l'UEM ne devrait-il pas bouleverser la composition des portefeuilles américains, sous réserve cependant que l'écart de rendement anticipé ne varie pas : la part optimale des actifs européens diminuerait de 0,4 point seulement, et cette baisse serait due à l'augmentation du risque en raison de la corrélation désormais parfaite entre les deux taux de change vis-à-vis du dollar.

Les considérations de risque conduisent les résidents allemands à diversifier une part importante (21%) de leurs portefeuilles, mais uniquement en direction du franc. En effet, les

fluctuations du mark sont six fois plus régulières (donc prévisibles) et deux fois mieux corrélées à l'inflation vis-à-vis du franc que par rapport au dollar (tableau 2). La part du dollar dans le portefeuille de risque minimum est de 1% seulement, et elle ne compense pas la part spéculative qui, elle, est négative du fait de l'écart de rendement anticipé. Au contraire, la part du franc dans le portefeuille de risque minimum est renforcée par une part spéculative positive : les résidents allemands ont intérêt à emprunter en dollars pour placer en francs. En union monétaire, la part optimale des actifs en dollars dans les portefeuilles allemands devrait légèrement augmenter (de 0,8 point) car les investisseurs allemands n'auront plus d'autre choix pour diversifier leurs portefeuilles.

Les résidents français accordent un poids plus grand que les Allemands aux actifs en dollars dans leur portefeuille de risque minimum, en raison de la corrélation négative entre les deux taux de change du franc : le franc s'apprécie par rapport au mark lorsqu'il se déprécie face au dollar. Ainsi, les actifs en marks et en dollars sont complémentaires vis-à-vis du risque. En supprimant cette possibilité de couverture du risque de change, l'UEM fera diminuer de 0,5 point la part du dollar dans le portefeuille optimal français.

Au total, l'instauration de l'UEM devrait avoir relativement peu d'impact sur la répartition optimale des portefeuilles, à *politiques monétaires et anticipations inchangées*. En supposant que la richesse financière de chaque pays est proportionnelle à son PIB, la part des monnaies européennes dans le portefeuille mondial serait très peu modifiée par le bouleversement de la structure du risque. Malheureusement, on connaît très mal la taille du portefeuille mondial. Emerson *et alii* (1990) évaluent à environ 4000 milliards de dollars le portefeuille mondial *en devises étrangères* en 1988. En supposant, par exemple, que les agents diversifient en moyenne 20% de leur richesse, le portefeuille mondial total serait de l'ordre de 20 000 milliards de dollars. Ainsi, les détentions en écus diminueraient de 18 milliards aux Etats-Unis et de 14 milliards dans la zone mark, mais elles augmenteraient de 5 milliards en France, l'effet total net étant une baisse des avoirs en écus de 27 milliards de dollars (tableau 4)¹⁰.

Tableau 4 : effet sur la demande d'écus des bouleversements dans la structure du risque liés à l'UEM.

	Etats-Unis	Zone mark (1)	France	Total
Part dans le portefeuille mondial (2)	23%	9%	5%	49%
Variation de la part de l'écu dans le portefeuille de la zone (en points)	-0,4	-0,8	+0,5	/
Variation de la part de l'écu dans le portefeuille mondial (en points)	-0,09	-0,07	+0,025	-0,135
Variation de la demande d'écus (milliards de dollars)	-18	-14	+5	-27

(1) Allemagne + Bénélux + Danemark. (2) supposée égale à la part dans le Pib mondial en dollars courants. Source : calculs à partir de Emerson *et alii* (1990), de la banque de données Chelem et du tableau 3.

La même analyse effectuée en remplaçant le franc par la livre Sterling donne des résultats un peu différents car la monnaie britannique est plus indépendante du mark que ne l'est le

¹⁰ Avec une aversion au risque deux fois plus faible, les avoirs en écus diminuent de 50 milliards de dollars supplémentaires. Une augmentation de l'aversion modifie moins les résultats, et une aversion de 5 est presque équivalente à une aversion infinie.

franc : la corrélation des taux de change DM/\$ et £/\$ peut être évaluée à 0,7 seulement (contre 0,9 entre DM/\$ et FF/\$) ; d'autre part, le mark et le dollar sont substituables aux yeux des résidents britanniques, alors qu'ils sont complémentaires pour les investisseurs français. Ainsi, la réduction des avoirs en monnaies européennes serait de 60 milliards pour les Etats-Unis, 16 milliards pour l'Allemagne et 8 milliards pour le Royaume-Uni, soit au total 84 milliards de dollars.

Ces évaluations partielles n'ont évidemment d'autre objectif que de cerner les ordres de grandeur mis en jeu par l'argument risque de change. Il faut souligner qu'elles sont subordonnées à trois hypothèses importantes :

- une politique monétaire européenne voisine de celle de la Bundesbank ; une politique plus restrictive renforcerait la place de l'écu ; une hausse de 1 point annuel de l'écart de taux d'intérêt entre écu et dollar entraînerait, dans le modèle dollar-mark-franc, une hausse des avoirs en écus de 371 milliards de dollars au lieu d'une baisse de 27 milliards si l'écart de taux d'intérêt reste stable.
- une volatilité inchangée des taux d'inflation et des taux de change par rapport au dollar ; un doublement de l'écart-type dollar/mark conduirait, dans le modèle dollar-mark-franc, à une réduction des avoirs en écus de 444 milliards de dollars contre 27 milliards si la volatilité reste constante.
- des anticipations de change constantes : selon l'effet global de l'UEM sur le marché des changes, les anticipations seront modifiées dans un sens ou dans l'autre, et elles avanceront dans le temps l'impact sur le taux de change écu/dollar.

1.4 Conclusions

Quel sera l'impact de l'UEM sur la demande d'actifs en écus ? Trois types d'arguments ont été analysés ici :

- a. dans le secteur officiel, l'encours de réserves en dollars pourrait diminuer en raison de la baisse des besoins de réserve des pays participant à l'UEM et malgré le rattachement à l'écu de certaines monnaies tierces, mais ces effets ne devraient être ni soudains, ni massifs, et ils pourraient être contrariés par la volonté des banques centrales d'accroître leurs réserves dans le but de mieux gérer les taux de change.
- b. la baisse des encaisses de transaction en monnaies européennes détenues par les agents privés devrait quantitativement l'emporter sur la substitution de l'écu au dollar dans les encaisses des agents du reste du monde sous l'effet de la progression de l'usage de l'écu comme monnaie de facturation ; cependant l'ordre de grandeur de ce phénomène demeurera modeste (70 milliards de dollars selon notre chiffrage), et dans la mesure où il est assimilable à une hausse de la vitesse de circulation de la monnaie, il pourrait être neutralisé par la politique monétaire ;
- c. toutes choses égales par ailleurs, l'élimination du risque de change intra-européen devrait induire un réaménagement des portefeuilles internationaux en défaveur de l'écu ; à elle seule, cette modification du risque ne paraît pas susceptible d'induire des mouvements de capitaux très substantiels (les calculs d'ordre de grandeur ci-dessus les situent en-dessous de 100 milliards de dollars) ; mais la demande d'écus pourrait être

plus substantiellement affectée en cas de modification du rendement relatif des titres européens ou de volatilité accrue des taux de change entre l'Europe et les Etats-Unis.

Cette analyse est clairement incomplète, car elle laisse de côté deux canaux importants de modification des comportements. Le premier touche à l'attrait d'un marché financier unifié, large et liquide qui, en réduisant les coûts de transactions sur les actifs communautaires, accroîtra en moyenne la demande pour ces actifs et réduira l'inertie des investisseurs dans la réallocation de leurs portefeuilles en fonction des rendements¹¹. La quasi élimination du risque d'illiquidité pourrait ainsi accroître la demande d'actifs en écus.

Le second canal potentiel provient de l'offre d'écus. Nous nous sommes implicitement situés dans le cadre d'un modèle où l'offre d'actifs en monnaies européennes est rigide *ex ante*, tandis que la demande est affectée par l'unification monétaire. En réalité, l'offre sera également affectée en raison des comportements d'emprunt à la fois des agents non financiers et des intermédiaires financiers. Les banques européennes, notamment, pourraient développer les prêts en écus.

Au total, il demeure hasardeux d'anticiper les effets qu'aura l'unification monétaire sur le taux de change de l'écu. Le raisonnement selon lequel l'écu pourrait s'apprécier en raison d'une hausse de la demande n'est pas démenti par les analyses qui viennent d'être faites. Mais des effets de sens contraire sont susceptibles de se produire, dont l'ampleur dépendra du comportement des autorités publiques.

2. L'UEM et les politiques économiques

2.1 Union monétaire et coordination internationale

L'adoption par la Communauté d'une politique monétaire unique et d'éléments d'encadrement des politiques budgétaires aura nécessairement un impact substantiel sur la coordination internationale. Dans un cadre de théorie des jeux, il est clair que le remplacement de *n* acteurs européens indépendants de taille moyenne par un acteur européen de grande taille (une "coalition" européenne) ne sera pas sans effet sur l'ampleur et la répartition des gains (ou des pertes) de la coordination.

Sur cette base, Emerson *et al.* (1990) considéraient que l'unification monétaire européenne accroîtrait le coût pour les Etats-Unis et le Japon d'une absence de coordination, et, en supprimant l'asymétrie due à la petite taille et au fort degré d'ouverture des économies européennes, pourrait inciter les partenaires de la Communauté à conduire des politiques plus coopératives. Ils soulignaient aussi que la réduction du nombre de joueurs réduirait les obstacles liés à l'information sur les préférences des gouvernements : l'Union monétaire serait de ce point de vue un moyen de forcer les Européens à révéler leurs préférences collectives.

Le premier de ces arguments peut être formalisé à l'aide d'un modèle de coordination à trois pays (encadré 3). Face à une perturbation externe affectant symétriquement les pays qui y participent, la mise en commun de l'instrument monétaire s'apparente à une coordination

¹¹ Une faible réduction des coûts de transactions a un impact considérable sur les choix de portefeuilles lorsque ces coûts sont initialement limités. Voir Constantinides (1986).

intra-européenne¹². La question est alors de savoir (i) si cette coopération partielle est bénéfique aux Européens, aux Américains et aux Japonais, ou si elle risque d'être "contre-productive" ; (ii) comment elle affecte la répartition des gains de coordination.

Encadré 3 : Union monétaire européenne et coordination globale

L'impact d'une union monétaire européenne sur les gains de coordination globale peut être analysé à l'aide d'un modèle à trois pays (extrait de Canzoneri et Henderson, 1991) représentant les Etats-Unis, l'Allemagne et la France. Les deux pays européens sont symétriques et de taille égale, et leur agrégation forme un ensemble de taille et de comportement identiques à celui des Etats-Unis. On examine quelle est l'incidence d'une indépendance des décisions de politique monétaire, soit entre les trois pays, soit entre les Etats-Unis et le bloc européen, lorsque survient une perturbation symétrique comme un choc de productivité défavorable.

a) Les Etats-Unis face à une union monétaire européenne

Le problème posé est un cas classique de coordination entre deux pays symétriques en régime de changes flexibles. Pour faire face à un choc de productivité (qui réduit la production et accroît l'inflation), chaque pays met en œuvre une politique monétaire restrictive afin de combattre la hausse des prix, avec plus ou moins d'intensité selon le poids qu'il accorde au chômage. Lorsque les deux pays réagissent indépendamment, l'équilibre obtenu est excessivement restrictif, car chacune des autorités néglige le fait que l'amélioration du bien-être national se fait au détriment de celui du partenaire.

Sur le graphique A, où figurent en abscisse et en ordonnée les offres de monnaie européenne et américaine, les droites RR_{EUR} et RR_{US} représentent les fonctions de réaction des deux partenaires en l'absence de coordination. La solution optimale serait pour chacun que l'autre pratique une expansion monétaire (points $BEUR$ et BUS) : il pourrait alors se contenter de laisser son change s'apprécier et importer de la désinflation. Mais la rencontre de ces deux comportements conduit au contraire à l'équilibre non-coopératif N.

Les deux pays ont intérêt à conduire de concert des politiques moins restrictives, qui amélioreraient le bien-être de chacun d'entre eux. Selon les conditions de la négociation, le résultat final peut soit être symétrique (point C), soit se situer en un point quelconque de la "courbe de contrat" CC qui est le lieu des équilibres efficaces au sens de Pareto.

b) Les Etats-Unis face à deux pays européens non coordonnés

Si les deux pays européens ne conduisent pas une politique commune, un problème de coordination *entre eux* apparaît exactement de la même manière qu'entre les Etats-Unis et l'Europe. Du fait de la séparation de leurs décisions, France et Allemagne conduisent des politiques plus restrictives que les Etats-Unis. Cela modifie la fonction de réaction européenne (RR_{EUR}') et l'équilibre non-coopératif se déplace en NN (graphique B). La

¹² C'est d'ailleurs un des gains (rarement mentionnés) de l'union monétaire, contrepartie de la perte d'un instrument d'ajustement en cas de choc asymétrique. On compare implicitement ici l'UEM à une situation de changes flottants. Le cas d'un SME asymétrique pourrait partiellement s'analyser dans les mêmes termes, mais un engagement de change fixe est déjà un moyen d'éliminer une partie des coûts de la non-coordination.

politique américaine est aussi plus restrictive car les Etats-Unis doivent contrecarrer la dépréciation de leur monnaie provoquée par la politique européenne.

L'absence de coordination intra-européenne dégrade donc à la fois le bien-être des Européens et celui des Américains. Mais les premiers sont les plus affectés parce que leur politique monétaire est plus restrictive.

c) Les gains de coordination et leur répartition

En l'absence d'union monétaire européenne ou de coordination intra-européenne, France et Allemagne ont plus intérêt à la coordination globale que les Etats-Unis, parce que cela leur permet de corriger un défaut de coordination *entre eux*. Certes, ils peuvent former une coalition et pratiquer la coordination entre eux avant de l'entreprendre avec les Etats-Unis. Mais cela n'est pas toujours faisable, et peut accroître les problèmes d'information par multiplication des niveaux de concertation.

La formation d'une union monétaire modifie donc les gains que les partenaires peuvent attendre de la coordination. Elle les réduit sensiblement pour les Européens. Elle les réduit aussi, mais moins, pour les Etats-Unis. Elle devrait donc rendre les Etats-Unis relativement plus enclins à la coordination, tandis que les Européens devraient y être relativement moins bien disposés¹³.

- ICI GRAPHIQUE I -

Il est difficile, en la matière, de produire des résultats généraux, mais cette approche simplifiée suggère qu'une union monétaire européenne pourrait réduire les bénéfices que les Européens retirent d'une coordination globale. Elle devrait les réduire aussi, mais dans une moindre mesure, pour les Etats-Unis et le Japon. En d'autres termes, l'UEM devrait ramener l'attrait pour les Européens de la coordination au sein du G7 au même niveau que pour les Etats-Unis ou le Japon. La coordination en sera-t-elle rendue plus ou moins difficile ? Le point de vue optimiste (Emerson *et al.*, 1990) suggère que la correction d'une asymétrie entre les Etats-Unis et le Japon d'une part, l'Europe d'autre part, rendra les partenaires plus enclins à la coopération. Le point de vue pessimiste (Kenen, 1992) dit au contraire qu'ayant résolu leurs problèmes de coordination interne, les Européens deviendront aussi indifférents que les Américains aux effets externes de leurs politiques économiques intérieures.

Quoi qu'il en soit, cette approche de la question est trop simplificatrice, parce qu'elle résume l'UEM à une agrégation des acteurs européens, ce qui ne sera vrai que dans le domaine monétaire au sens strict. Les questions budgétaires relèveront toujours des autorités nationales, alors que la gestion du taux de change de l'écu sera partagée entre deux acteurs, la banque centrale et le Conseil (des ministres). Il faut donc, avant de s'interroger sur les enjeux externes de l'UEM, examiner les dispositions institutionnelles.

¹³ Canzoneri et Henderson (1991) mettent en avant le cas où la coordination intra-européenne, i.e. dans notre optique l'union monétaire, est contre-productive au sens où le bien-être associé au point N est plus faible que celui correspondant au point NN. Pour cela, il faut cependant que les externalités intra-européennes soient de signe opposé aux externalités entre Europe et Etats-Unis, c'est-à-dire concrètement qu'un resserrement monétaire en Allemagne ait, en régime de changes flottants, des effets de sens contraire en France et aux Etats-Unis. Un tel cas est envisageable si les actifs ne sont pas substituables ou qu'il existe des obstacles à la liberté des mouvements de capitaux, il n'est ni le plus probable ni le plus naturel pour examiner les problèmes de coordination.

Trois points doivent être examinés : les responsabilités en matière de politique de change, la coordination des politiques budgétaires, et la représentation externe de la Communauté. Bien que les changements en la matière doivent intervenir à différentes phases du processus d'intégration, on se concentre ici sur le dispositif tel qu'il sera mis en place en régime de monnaie unique¹⁴.

2.2 La politique de change et la politique monétaire

Même si les indicateurs retenus au sommet de Tokyo (1986) dans le cadre de la surveillance internationale couvrent plusieurs champs macro-économiques, la coordination a, depuis les accords de Plaza (1985), essentiellement porté sur la politique de change (Bénassy et Pisani-Ferry, 1993). En UEM, la responsabilité de la politique de change sera intégralement attribuée à la Communauté. Les questions qui se posent ne concernent donc pas le partage des rôles entre les Etats et la Communauté, mais au sein de la Communauté entre la banque centrale, la Commission, et le Conseil.

En règle générale, le choix d'un régime de change (changes fixes en référence à une autre monnaie ou à l'or, changes flexibles), la conclusion d'arrangements formels (traités de coopération monétaire à caractère régional -type SME-, union monétaire avec un autre pays) et les décisions associées (changements de parité dans le cadre d'un accord de changes fixes) relèvent du pouvoir politique. Ceci est vrai même en Allemagne, où la Bundesbank conseille le gouvernement fédéral pour la conclusion de tels accords, mais sans entamer son autorité. Cette règle a été respectée lors de la création du SME et lors de l'unification monétaire allemande, et s'applique également aux décisions de réaligement. La conduite de la politique de change dans le cadre de tels arrangements implique une gamme d'opérations allant des interventions stérilisées (sans effet sur la politique monétaire interne) jusqu'à des changements d'orientation monétaire interne. Selon les pays, elle peut relever de la seule banque centrale (c'est le cas allemand) ou impliquer un certain degré de coordination entre autorités monétaires et gouvernement (c'est notamment le cas aux Etats-Unis, où la loi confère à la fois au *Treasury* et au *Fed* le droit d'intervenir sur les marchés des changes¹⁵).

L'article 3A du traité de Maastricht instaure une politique monétaire et une politique de change uniques, mais distinctes, ce qui suggère que la politique de change ne sera pas seulement le sous-produit de la politique monétaire. Il spécifie néanmoins que l'une comme l'autre auront comme objectif principal "le maintien de la stabilité des prix", tandis que le soutien aux politiques économiques générales de la Communauté n'aura valeur que d'objectif subsidiaire. Ainsi l'article 3A, qui touche à la fois le Conseil et le SEBC, complète l'article 105 pour faire obstacle à toute décision de change dont l'impact inflationniste pourrait être redouté, que celle-ci relève du Conseil ou du SEBC.

¹⁴ L'article 103 qui organise la coordination des politiques économiques sera d'application dès l'achèvement de la ratification. Un certain nombre de dispositions budgétaires (déficits excessifs) seront d'application à partir de la phase II. La responsabilité de la politique de change sera transférée au niveau communautaire dès le démarrage de la phase III, indépendamment du calendrier d'introduction de l'écu. Préalablement, l'Institut monétaire européen pourra détenir et gérer des réserves de change pour le compte des banques centrales nationales.

¹⁵ Bien que la *Treasury* affirme avoir prééminence sur le *Fed*, ceci est juridiquement contesté par la Banque centrale. En pratique, la gestion de la politique de change implique une étroite coopération entre les deux institutions. Voir Dobson (1992).

Par l'article 109, le traité introduit une distinction nouvelle entre accords de change formels et orientations pour la politique de change¹⁶. Notre lecture en est que cette démarcation vise à traiter différemment les accords internationaux sur un système de change (de type Bretton Woods), qui ont statut légal, et les accords informels du type Plaza-Louvre sur des objectifs ou des zones de référence. Le traité confie au Conseil la responsabilité de décider des premiers, et le cas échéant de modifier le taux de change de l'écu, mais non sans restrictions : celui-ci ne peut conclure un accord de change qu'à l'unanimité ; toute décision implique de consulter la BCE "en vue de parvenir à un consensus compatible avec l'objectif de stabilité des prix". S'agissant des accords informels, qui dans le contexte actuel constitueront très probablement l'ordinaire des relations monétaires extérieures de la Communauté, l'article 109 prévoit que le Conseil formule des "orientations générales", mais le SEBC conservera la possibilité de s'écarter d'orientations qui s'avèreraient contraires à l'objectif de stabilité des prix.

En pratique, donc, la banque centrale disposera en matière de change d'une autonomie et d'une autorité supérieures à celles du *Fed* ou de la Banque du Japon. Comme dans d'autres cas, une coopération étroite entre celle-ci et le Conseil s'imposera très probablement, mais au sein de ce partenariat la banque centrale bénéficiera, si elle est unie, d'une position forte en raison de son autonomie légale et parce qu'elle fera face à douze ministres des Finances. Enfin, les textes l'inviteront à privilégier l'objectif de prix, en particulier au cours des premières années, lorsqu'elle devra établir sa crédibilité anti-inflationniste. Il peut y avoir discussion sur l'orientation qu'elle prendra, mais on peut difficilement imaginer qu'elle se voie assigner un objectif analogue à celui que l'accord du Plaza avait fixé à la Banque du Japon : "une gestion flexible portant au taux de change l'attention voulue".

2.3 *La coordination budgétaire*

La coordination internationale des politiques budgétaires est, jusqu'à présent, largement demeurée au stade des intentions. Mais elle peut être nécessaire dans certaines circonstances et, compte-tenu de la très faible taille du budget communautaire, toute inflexion de la position budgétaire de la Communauté devra passer par une modification coordonnée des politiques budgétaires nationales. La mise en oeuvre d'une éventuelle coordination budgétaire au niveau du G7 nécessitera donc le déclenchement d'une coordination à deux niveaux : global et intra-communautaire.

La coordination budgétaire relève dans le traité de l'article 103, qui établit les conditions dans lesquelles le Conseil pourra (au niveau des chefs d'Etat ou des ministres des finances) fixer des orientations générales de politique économique pour la Communauté. Cet article reste cependant très général et ne prévoit pas de procédure aussi précise et contraignante qu'en cas de déficit excessif. Il y a là une limite du traité de Maastricht qu'il conviendra sans doute de corriger (Pisani-Ferry et Bismut, 1993). Comme l'ont noté Cohen et Wyplosz (1989), l'institution de la monnaie unique engendrera en effet une externalité nouvelle résultant du solde courant communautaire : si celui-ci induit des mouvements de change indésirables, aucun Etat membre ne sera individuellement incité à prendre les mesures correctives nécessaires. Il faudra donc une coordination.

¹⁶ Cette distinction n'existe ni dans le traité de Rome ni dans la définition des arrangements de change donnée par l'article IV des accords du FMI.

Les exigences de la coordination globale conduiront peut-être à l'avenir la Communauté à renforcer ses dispositifs de coordination budgétaire interne. Tel qu'il est, cependant, le traité de Maastricht ne contribuera pas à réduire les obstacles (déjà considérables) à la coordination des politiques budgétaires au sein du G7. Il ne compromettra pas le fonctionnement du G7-Finances en tant qu'instance d'information réciproque et de formation d'un consensus sur les objectifs de politique économique, mais risque d'empêcher de lui fixer des objectifs plus ambitieux. Au total, la combinaison d'une certaine inertie budgétaire de la Communauté et d'une priorité donnée aux objectifs internes en matière monétaire ne devrait pas faciliter la coordination internationale.

2.4 La représentation externe de la Communauté

La coopération économique et monétaire internationale se développe en une série de lieux où se rencontrent pour l'essentiel les mêmes personnages, mais dans des rôles subtilement variés : sommets, rencontres ministérielles et réunions techniques du G7, réunions du FMI, rencontres de la BRI, WP3 de l'OCDE. Les dispositions qui seront adoptées pour la représentation extérieure de la Communauté dans ces différentes enceintes influenceront nécessairement sur la pratique de la coordination.

L'article 109 stipule que dans les domaines relevant de la compétence communautaire, le mode de représentation de celle-ci sera choisi par le Conseil (statuant à l'unanimité). Selon les instances concernées, on peut donc imaginer a priori différentes formules.

La représentation de la Communauté auprès des organisations internationales sera vraisemblablement peu modifiée. Les Etats resteront individuellement membres du FMI, mais les consultations monétaires dans le cadre de l'Article IV pourront se tenir également avec la BCE et la Commission. Les banques centrales nationales demeureront sans aucun doute individuellement actionnaires de la BRI, même si la BCE doit y jouer un rôle.

Plus complexe sera sans doute la question de la représentation au G7-Finances. Actuellement, la Communauté n'y est pas représentée en tant que telle, alors que le président de la Commission participe aux sommets du G7. En UEM, la représentation devrait en principe dépendre du sujet traité : pour la politique monétaire, qui sera de la compétence exclusive de la Communauté, le président de la BCE sera seul qualifié pour exprimer la position communautaire ; mais il est probable que les gouverneurs des banques centrales nationales participeront aux discussions ; pour la politique de change, la compétence sera également communautaire, mais elle sera partagée entre la BCE et le Conseil, dont le président sera selon les cas un pays membre du G7 ou un autre pays de la Communauté ; pour les politiques économiques et notamment budgétaires, la compétence sera principalement localisée dans les Etats-membres, mais la Communauté aura son mot à dire (en raison de la surveillance multilatérale) ; enfin pour quantités d'autres sujets dont traite le G7, les compétences seront exclusivement nationales. On imagine donc la complexité du dispositif requis et le risque qu'une telle complexité pourra représenter pour un processus que l'on veut conserver informel !

Quels sont les aménagements envisageables ? Tout d'abord, l'UEM nécessitera certainement une association plus étroite des banques centrales au processus de coordination. Actuellement, les gouverneurs participent aux réunions ministérielles du G7, et les banques centrales se concertent dans le cadre de la BRI et du comité des gouverneurs des banques centrales, mais la préparation des G7 relève des seuls Directeurs du Trésor en leur qualité

de suppléants. Comme le suggère Wendy Dobson (1992), le rôle éminent de la BCE nécessitera sans doute que les banques centrales deviennent totalement parties prenantes du processus.

Une seconde innovation serait de faire de la Communauté un membre à part entière du G7-Finances. Une telle évolution sera probablement rendue nécessaire par le transfert de compétences de l'échelon national à l'échelon communautaire. Elle permettra que les "petits pays" soient indirectement représentés au G7. On peut imaginer que la Communauté soit représentée par le président en exercice du Conseil, mais compte-tenu du rythme de rotation de cette présidence, cette solution ne serait guère compatible avec le caractère de "club" du G7. On peut imaginer qu'elle soit représentée par la Commission, ce qui offrirait l'avantage de la continuité, mais l'inconvénient d'un manque de légitimité.

Quoi qu'il en soit, la Communauté restera dans le contexte mondial un être particulier, non assimilable à une fédération au sens classique du terme. C'est pourquoi une transformation du G7 en G3 (avec les Etats-Unis et le Japon) ou en G4 (avec en outre le Canada), comme certains auteurs (Alogoskoufis et Portes, 1991 ; Dobson, 1991) en ont caressé l'idée, est peu probable. Certes, les discussions strictement monétaires se tiendront à trois (ou quatre). Mais tous les autres sujets nécessiteront une représentation des Etats de la Communauté. L'institutionnalisation d'un G3/4 serait d'ailleurs peu efficace dans la mesure où, quel qu'il soit, l'équivalent communautaire du ministre des Finances serait hors d'état de prendre d'éventuels engagements budgétaires au nom des Etats membres. L'avènement d'un monde tripolaire dont la régulation serait assurée en "co-responsabilité" par les Etats-Unis, Europe et Japon, est sans doute conforme à l'évolution longue des rapports de puissance au sein de l'économie mondiale (Cepii, 1992). Mais la traduction institutionnelle de cette co-responsabilité n'est pas envisageable au stade actuel de l'intégration européenne. Cette contradiction, qui n'est pas près d'être résolue, sera durablement source de difficultés pour la coordination internationale. Il faudra s'efforcer de les minimiser par des solutions pragmatiques.

REFERENCES

- P.R. ALLEN : "Transactions Use of the ECU in the Transition to EMU: a Model of Network Externalities", *Recherches Economiques de Louvain*, 1992.
- G. ALOGOSKOUFIS, R. PORTES : "International Costs and Benefits from EMU", *European Economy* n°1, chap. 11, 1991.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS : *Survey of Foreign Exchange Activity*, mars 1993.
- BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX : *61ème Rapport Annuel*, juin 1991.
- BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX : *Activité Bancaire et Financière Internationale* (rapport trimestriel), février 1993.
- A. BÉNASSY (1992) : "Détermination des taux de change dans un modèle macroéconomique multinational", Thèse, Université de Paris IX-Dauphine, mars 1992.
- A. BÉNASSY et J. PISANI-FERRY (1993) : "Taux de change : les sept ans du G7", *la Lettre du Cepii*, n° 112, avril 1993.
- S.W. BLACK : "Transactions Costs and Vehicle Currencies", *Journal of Money and Finance* vol. 10, décembre 1991.
- H. BOURGUINAT : "La concurrence des monnaies véhiculaires : vers le polycentrisme monétaire ?", dans *Croissance, échange et monnaie en économie internationale*, Mélanges en l'honneur de J. Weiller, Economica, 1985.
- W.H. BRANSON, D.W. HENDERSON : "The Specification and Influence of Asset Markets", chap. 15 de *Handbook of International Economics*, 1985.
- P. CATTE, G. GALLI et S. REBECCHINI : "Exchange Markets Can Be Managed !", *International Economic Insights*, septembre-octobre 1992.
- M.-B. CANZONERI et D.-W. HENDERSON, *Monetary Policy in Interdependent Economies*, MIT Press 1991.
- CEPII : *Economie mondiale 1990-2000 : l'impératif de croissance*, Economica, 1992.
- D. COHEN, C. WYPLOSZ : "The European Monetary Union : an Agnostic Evaluation", *CEPR discussion paper*, n° 306, avril 1989.
- G.M. CONSTANTINIDES : "Capital Market Equilibrium with Transaction Costs", *Journal of Political Economy*, vol. 94, n°4, 1986.

- W. DOBSON : Economic Policy Coordination: Requiem or Prologue ?", *Institute for International Economics* n°30, avril 1991.
- M. EMERSON, D. GROS, A. ITALIANER, J. PISANI-FERRY, H. REICHENBACH : "Marché unique, monnaie unique", *Economica*, octobre 1991.
- FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL : *Rapport Annuel*, 1992, 1981.
- M. FUKAO : "The Theory of Exchange Rate Determination in a Multi-Currency World", *Bank of Japan Monetary and Economic Studies* vol. 1 n°2, octobre 1983.
- Y. FUNABASHI : "Managing the Dollar : From the Plaza to the Louvre", *Institute for International Economics*, 1988.
- Ch. GOODHART : "The External Dimension of EMU", *Recherches Economiques de Louvain* vol. 59 n°1-2, 1993.
- D. GROS, N. THYGESSEN : *European Monetary Integration*, chap. 9, Longman, Londres, 1992.
- C.S. HAKKIO : "The International Role of the Dollar", *Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Paper* n°91-08, 1991.
- P.B. KENEN : "EMU, Exchange Rates, and the International Monetary System", *Recherches Economiques de Louvain* vol. 59 n°1-2, 1993.
- P.R. KRUGMAN : *Currencies and Crises*, chap. 10, MIT Press, 1991.
- S.A.B. PAGE : " The Choice of Invoicing Currency in Merchandise Trade", *National Institute Economic Review* n°98, novembre 1981.
- J. PISANI-FERRY, C. BISMUT : Rapport de l'atelier "Economie internationale" du XIème Plan sur l'Union économique et monétaire, in Commissariat général du Plan, *L'économie française en perspective*, La Découverte, 1993.
- G.S. TAVLAS : "On the International Use of Currencies : the Case of the Deutsche Mark", *Essays in International Finance* n°181, Université de Princeton, mars 1991.
- G.S. TAVLAS, Y. OZEKI : "The Internationalization of Currencies: an Appraisal of the Japanese Yen", *IMF Occasional Paper* n°90, janvier 1992.