

## PROBLÉMATIQUE DES RELATIONS ENTRE L'EURO ET LE DOLLAR

CHRISTIAN DE BOISSIEU \*

L'intérêt porté, par la plupart des agents économiques, aux relations entre le futur euro et le dollar indique que le passage à la monnaie unique est considéré comme un événement quasi certain. Tout laisse penser que le calendrier de Maastricht va être respecté, autrement dit qu'un certain nombre de pays membres de l'Union européenne (UE) passeront à l'euro en janvier 1999. Par certains côtés, il pourrait être conseillé de précipiter les échéances et d'effectuer le passage dès 1998, mais cela impliquerait de mettre en marche la lourde procédure juridique de la révision et sans doute de nouvelles ratifications du traité. Repousser l'échéance de 1999 d'une ou deux années ne suffirait pas à modifier sensiblement la configuration des pays membres du point de vue de la convergence macro-économique, et retarder encore plus serait en fait abandonner la perspective de Maastricht pour une autre approche de l'Europe qu'il resterait à définir. Nous sommes aujourd'hui arrivés à un point où le coût économique et politique de la non réalisation de la monnaie unique rend impensable le retour en arrière et très probable le respect de l'échéance de 1999.

Cependant, de nombreuses incertitudes subsistent sur les conditions du passage à l'euro : combien de pays et de monnaies élus ? Quelles relations entre les élus et ceux qui, temporairement ou durablement, seront exclus ? Quel contenu exact donner au pacte de stabilité qui s'appliquera aux pays dans l'euro ?

L'objet de cet article n'est pas d'aborder tous ces aspects liés à la mise en place de l'union économique et monétaire, mais de centrer l'attention sur les aspects externes de l'intégration monétaire européenne. Au sujet des relations entre l'euro et le dollar, nombre d'intervenants font déjà part de leurs angoisses — en particulier la crainte que la surévaluation des devises européennes face au billet vert soit prolongée, voire institutionnalisée par l'euro. D'autres, ou les mêmes, évoquent leurs espoirs en ce qui concerne la future place de l'euro dans le système monétaire international.

47

---

\* Professeur à l'Université de Paris I (Panthéon-Sorbonne).

Pour la clarté du débat, il est indispensable de dissocier deux aspects : la question de la valeur externe de l'euro ; les ambitions légitimes à propos du rôle international de la future monnaie européenne. Les deux dimensions ne se recouvrent pas nécessairement. On l'a bien vu avec le dollar, qui a conservé son rôle de monnaie de réserve internationale *par excellence*, même lorsqu'il a été durablement attaqué. Un dollar bas ne signifie pas nécessairement un dollar amoindri dans ses différentes fonctions au plan international (facturation du commerce international, place dans les réserves de change des banques centrales ou dans les portefeuilles privés, ...). Il est même arrivé que les banques centrales des pays du G7, pour soutenir un dollar jugé trop faible, aient été conduites à acheter la devise américaine, augmentant de ce fait la part en dollars de leurs réserves de change.

### *La question du taux de change de l'euro contre le dollar*

L'échéance de 1999 est à la fois proche, en termes de convergence et de temps pour respecter les critères de Maastricht, et lointaine à de nombreux égards. En particulier, d'ici là, le dollar a le temps de fluctuer amplement, et peut-être de continuer la remontée timide amorcée contre le deutsche mark (DM) et le franc français. Le processus de réduction des taux d'intérêt à court terme en Europe n'est sans doute pas terminé. On ne peut pas non plus exclure que la Réserve fédérale américaine augmente légèrement ses taux directeurs. L'évolution du différentiel des taux courts entre les Etats-Unis et l'Europe pourrait corriger une partie (mais une partie seulement) de la surévaluation du mark (et des autres monnaies qui lui sont liées) vis-à-vis du dollar. Ceci dit, le billet vert va rester de toute façon « plombé » pendant un certain temps par l'ampleur de la dette et des déficits extérieurs des Etats-Unis.

### *Les arguments juridiques*

Que dit le traité de Maastricht sur le taux de change de l'euro contre devises tierces ? Pas grand-chose, mais il permet quand même de dissocier deux dimensions fort différentes : la question du taux de change de l'euro vis-à-vis des devises non communautaires, et celle du taux de change du même euro à l'égard des monnaies communautaires soumises à « dérogation », c'est-à-dire restées provisoirement ou durablement à l'écart de la zone euro.

### *La politique de change à l'égard des devises non communautaires*

L'article 109 alinéa 1 donne compétence au Conseil européen, après recommandation de la banque centrale européenne (BCE), ou de la Commission européenne (et consultation de la BCE) pour « conclure

des accords formels portant sur un système de taux de change pour l'écu (*l'euro*), vis-à-vis des monnaies non communautaires ». Cette disposition devrait s'appliquer clairement aux relations avec le dollar, le yen, etc. Que faut-il entendre exactement par des « accords formels » ? On peut penser que l'expression recouvrirait évidemment le très improbable retour à un régime de changes fixes (mais ajustables) tel que celui mis en place à Bretton-Woods en 1944, mais elle pourrait également s'appliquer — le débat est sans doute plus ouvert ici — à la mise en oeuvre d'un système de « zones cibles » (*target zones*) tel que celui arrêté par les accords du Louvre de février 1987 et respecté pendant quelques mois.

*La politique de change à l'égard des devises communautaires restées en dehors de l'euro*

Pour les devises communautaires restées en dehors de l'euro, l'article 109M du traité s'appliquera, qui dispose que « chaque Etat membre traite sa politique de change comme un problème d'intérêt commun ». C'est sur la base de cette disposition, et de quelques autres, que les autorités européennes essaient aujourd'hui d'organiser les relations entre les monnaies « in » et les monnaies « out » afin de contenir les désordres possibles. L'intention est louable, la réalisation forcément plus délicate. Trois défis au moins doivent être relevés.

— Qualifier le taux de change de « problème d'intérêt commun » n'est pas très contraignant, tant l'expression est susceptible d'interprétations divergentes. Cela n'a pas empêché dans le passé certains pays membres de l'UE de profiter de dévaluations compétitives.

— Il faudra négocier, plutôt qu'imposer, une coopération monétaire avec les pays « out ».

— En particulier, le pacte de stabilité dans le domaine budgétaire n'a vocation à concerner que les pays « in », tout comme la procédure des déficits publics excessifs (article 104C) dont il est issu. Pour les pays membres exclus de la monnaie unique, la surveillance multilatérale de leur politique budgétaire et fiscale ne pourra s'appuyer que sur la formulation un peu vague de l'article 103 du traité, qui dispose que « les Etats membres considèrent leurs politiques économiques comme une question d'intérêt commun... ».

*La division du travail entre les autorités politiques et la BCE*

Le dispositif européen reproduit, à l'échelle de l'Europe, ce qui existe déjà dans les pays dotés d'une banque centrale indépendante. La division du travail s'organise, en gros, de la façon suivante :

— les autorités politiques (le gouvernement et en particulier le ministre des finances au plan national, le Conseil européen, le Conseil

Ecofin ou une autre expression du « gouvernement économique » à créer éventuellement dans le cadre de l'UE) fixent les grands principes et les orientations de la politique de change ;

— la banque centrale indépendante (la BCE, clef de voûte du SEBC, Système européen de banques centrales, pour l'UE) est chargée de mettre en oeuvre les orientations de la politique de change. Elle le fait par diverses voies : interventions au jour le jour sur le marché des changes, modifications des taux d'intérêt directeurs...

Les éléments de base sont clairs, leur application sera nécessairement plus délicate. Ainsi, la BCE pourra, par sa politique de taux à court terme, influencer sur le cours de l'euro par rapport au dollar. Comme toute banque centrale indépendante digne de ce qualificatif, elle ne pourra recevoir d'instructions, par exemple des autorités politiques européennes, en ce qui concerne sa politique de taux. L'article 7 du protocole annexé au traité relatif au SEBC et à la BCE est tout à fait explicite : « ... ni la BCE, ni une banque centrale nationale, ni un membre quelconque de leurs organes de décision ne peuvent solliciter ni accepter des instructions des institutions ou organes communautaires, des gouvernements des Etats membres ou de tout autre organisme ». L'interdiction est nette. Concerne-t-elle aussi des instructions relatives à la politique de change ? A priori oui, mais pour respecter le principe de base évoqué plus haut d'après lequel les orientations en matière de change viennent des responsables politiques, il faudra bien une ligne de crête et un terrain d'entente entre la BCE et le « gouvernement économique » européen, quelle que soit la définition exacte de celui-ci.

50

#### *De quoi dépendra le taux de change de l'euro contre dollar ?*

Au plan mondial, nous vivons en changes flottants depuis mars 1973. A l'horizon de 1999, et même sans doute sensiblement au delà de cet horizon, il paraît inconcevable de revenir à des changes fixes mais ajustables comparables au système de Bretton-Woods, ou même à des changes dont le flottement serait étroitement encadré dans le respect de « zones cibles », dans la ligne des accords du Louvre de 1987. Autrement dit, le système (ou le non système) monétaire international ne sera pas, au démarrage de l'euro, fondamentalement différent de ce qu'il est aujourd'hui, avec des changes flottants entre le dollar, le yen et l'euro, une parfaite mobilité des capitaux accompagnée de phénomènes de « surréaction » sur les marchés de change en fonction des informations, des petites phrases de tel ou tel responsable...

Conclusion : le taux de change de l'euro contre dollar (mais aussi contre yen et les autres devises tierces) sera fixé par les marchés. Mais le comportement des marchés sera lui-même dépendant des politiques suivies des deux côtés de l'Atlantique. Les marchés vont fixer et faire

varier le cours dollar-euro en fonction d'un certain nombre de « fondamentaux » :

- le différentiel de taux d'intérêt entre les deux zones ;
- le différentiel de croissance et d'inflation ;
- le *policy mix* (c'est-à-dire la combinaison politique monétaire-politique budgétaire) aux Etats-Unis et dans la zone euro. C'est en particulier sous cet angle que le pacte de stabilité appliqué à partir de 1999 pour surveiller la politique budgétaire dans les pays « in » peut avoir un impact sur l'image de l'euro et donc sur sa valeur externe, selon qu'il sera plus ou moins exigeant.

A court terme, le poids des marchés, le caractère moutonnier des anticipations et la présence de comportements purement spéculatifs provoqueront, comme c'est déjà le cas aujourd'hui sur le marché des changes, des écarts entre le cours effectif et le cours théorique correspondant aux « fondamentaux » évoqués ci-dessus (et à d'autres non explicités ici).

Le passage à la monnaie unique signifiera que le G7 devra être reprofilé lorsqu'il abordera les questions monétaires et, dans une moindre mesure, les problèmes budgétaires. Dans le domaine monétaire, l'Europe de l'euro devra parler d'une seule voix sur la scène mondiale et le G7 se transformera, en l'espèce, en G4, G5 ou G6 selon la participation ou non du Royaume-Uni et de l'Italie à la zone euro. On peut envisager que, dans le cadre de ce G7 reprofilé, des actions de coordination internationale soient entreprises pour infléchir, dans telle ou telle direction selon les circonstances, le taux de change de l'euro contre dollar. Mais l'expérience de la coopération monétaire internationale depuis 1987 fait penser qu'il faut avoir en la matière des ambitions réalistes, donc forcément réduites.

51

Plutôt que d'un euro fort, l'Europe a besoin d'un euro crédible et stable. La force de la monnaie unique européenne viendra éventuellement en plus. Elle est susceptible de s'exprimer de plusieurs façons, et pas nécessairement par une surévaluation de l'euro vis-à-vis du dollar. Car une monnaie trouve aussi sa force dans sa stabilité, dans l'étendue de son usage, en particulier dans le fait qu'elle est utilisée non seulement dans sa zone d'émission mais aussi en dehors, etc.

Il est également clair que l'image de l'euro dépendra de l'endroit où se situera la frontière entre les élus et les exclus de la monnaie unique. On est souvent tenté d'affirmer aujourd'hui que si l'euro se fait dès le départ avec l'Italie, l'Espagne et quelques autres pays bénéficiant d'un « repêchage », il aura plus de facilité à éviter une surévaluation à l'égard du dollar que dans l'hypothèse d'une zone euro plus limitée. En fait, le raisonnement précédent est à nuancer car il faut tenir compte aussi des taux d'intérêt. Envisageons, pour simplifier, deux scénarios assez contrastés :

1) La zone euro se réduit en 1999 à six, sept ou huit pays dans la continuité de l'officiuse zone mark actuelle (l'Allemagne, la France, les trois pays du Bénélux, l'Autriche, possiblement la Finlande et/ou l'Irlande). Dans cette hypothèse, l'euro sera perçu par les marchés comme étant le continuateur du DM. Il sera spontanément une monnaie forte et crédible, autorisant de la part de la BCE des taux d'intérêt à court terme bas (du moins au départ), dans le sillage des taux courts allemands qui prévaudront en décembre 1998 et qui seront, du moins faut-il l'espérer, proches des niveaux actuellement modiques. Une monnaie réellement forte rapporte des taux d'intérêt modiques car elle inspire confiance alors qu'une monnaie faible exige des taux élevés.

2) Le passage à l'euro s'effectue en 1999 à environ dix pays, dont l'Espagne et l'Italie. Ce scénario comporte des coûts et des avantages mais ils sont symétriques de ceux associés au scénario précédent. Avec une zone euro large, la question des relations entre les pays « in » et les pays « out » est en partie réglée puisque les exclus de la monnaie unique représentent un poids réduit. Mais, dans la mesure où l'euro sera perçu alors par les marchés comme représentant une rupture par rapport au DM, la BCE risque de se croire obligée d'asseoir la crédibilité de l'euro sur des taux courts élevés, pendant un certain temps. Dans cette hypothèse, la force de l'euro n'aura pas le même sens ni les mêmes conséquences que dans le scénario précédent, puisqu'elle s'appuiera sur la béquille de taux nominaux et réels à court terme élevés et qu'elle sera à la fois artificielle et précaire. Un tel scénario permet de dégager deux forces jouant en sens inverse : d'un côté, un euro moins demandé sur la scène internationale et potentiellement plus faible, car « pollué » par la participation de pays et de devises inspirant une certaine défiance des investisseurs internationaux ; de l'autre, le soutien du cours de l'euro par une politique monétaire spécialement vigilante de la BCE, cherchant, malgré la diversité de sa composition et dans le respect de ses règles de fonctionnement, à laver certains péchés originels de l'euro (dans ce scénario...) par des taux élevés durant la phase de démarrage.

Personne ne peut désigner aujourd'hui avec certitude celui des deux scénarios qui prévaudra. La décision sera clairement fondée non seulement sur des arguments économiques et monétaires, mais aussi sur des critères géopolitiques. Il faudra sans doute attendre mars-avril 1998, au moment du choix des pays élus, pour y voir plus clair.

### *Quel rôle international pour l'euro ?*

#### *L'état des lieux*

Le rôle international d'une devise peut être appréhendé de plusieurs façons. L'accent est mis, selon les cas, sur la place d'une monnaie dans la

facturation du commerce mondial, dans les réserves de change des banques centrales et dans les portefeuilles des investisseurs privés, mais aussi sur la dénomination des emprunts internationaux, le poids et la liquidité des marchés de capitaux auxquels s'adosse la devise considérée, etc. Le tableau 1 ne recouvre pas l'ensemble des informations qui permettraient de cerner les rôles respectifs des trois grandes devises actuelles, mais il souligne l'évolution de ce que l'on peut appeler les parts de marché de ces trois monnaies au regard de plusieurs critères : la composition des réserves de change en devises des banques centrales, la monnaie de dénomination des crédits bancaires internationaux et la monnaie de dénomination des euro-émissions.

Tableau 1 : Parts de marché des principales monnaies de réserve (1980-1994) (en %)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
<b>Dollar</b>															
- réserves officielles de change en devises	68,6	71,5	70,5	71,1	70,0	64,8	67,1	67,8	64,6	60,2	57,5	58,4	63,2	61,4	63,3
- dénomination des crédits bancaires internationaux	n.d.	92,0	88,2	79,6	73,3	62,5	67,0	65,1	69,9	77,0	58,9	84,5	75,4	81,0	80,7
- dénomination des émissions obligataires internationales	n.d.	66,4	65,6	58,0	62,8	54,0	53,9	38,8	41,2	51,9	34,7	30,2	45,8	38,0	38,3
<b>Deutsche mark</b>															
- réserves officielles de change en devises	14,9	12,8	12,3	11,7	12,6	15,1	14,6	14,3	15,5	18,8	18,6	16,5	14,1	16,1	15,5
- dénomination des crédits bancaires internationaux	n.d.	1,6	1,5	1,5	2,0	2,1	3,0	2,4	2,2	3,2	6,7	2,1	1,8	3,2	1,1
- dénomination des émissions obligataires internationales	n.d.	4,5	6,5	8,1	6,2	8,5	8,0	8,0	10,1	6,4	7,9	6,7	10,1	11,4	7,4
<b>yen</b>															
- réserves officielles de change en devises	4,4	4,2	4,7	4,9	5,8	8,0	7,9	7,5	7,7	7,7	8,8	9,4	8,5	9,0	8,5
- dénomination des crédits bancaires internationaux	n.d.	1,1	3,7	7,4	11,6	18,5	16,1	10,8	5,6	5,3	1,7	1,1	1,4	0,7	0,2
- dénomination des émissions obligataires internationales	n.d.	6,3	5,6	5,5	5,5	9,1	10,4	13,7	8,4	8,3	13,3	13,7	12,3	12,4	18,3

Source : FMI, OCDE.

L'expérience de la période 1980-1994 suggère un certain nombre de conclusions.

1) Sur le moyen-long terme, il existe une tendance à la réduction du rôle international du dollar, au profit du DM et du yen. Cette tendance est plus ou moins marquée selon l'indicateur retenu, preuve qu'il faut adopter une vision multidimensionnelle pour cerner les différentes facettes et fonctions d'une monnaie de réserve.

2) De toute façon, l'effet de ciseau constaté entre la diminution des parts de marché du dollar et l'augmentation de celles du DM et du yen intervient très progressivement. Autrement dit, il est absurde de parler de la « mort » du billet vert. Aujourd'hui encore, comme c'est le cas depuis déjà environ une quinzaine d'années, le dollar est contesté sans être vraiment remplacé. Représenter l'économie monétaire mondiale par l'apparition d'une triade monétaire est un peu fallacieux, tant les asymétries en faveur du dollar subsistent. Au regard des parts de marché privilégiées ici, la devise classée en numéro 2 — le DM — représente, selon les fonctions analysées, seulement le tiers ou le quart de la monnaie américaine. Ainsi, en 1995, le dollar, malgré tous ses soubresauts (mais aussi un peu à cause d'eux, puisque les banques centrales ont été amenées à différents moments à acheter la devise américaine pour la soutenir), représentait encore près de 60 % des réserves en devises des banques centrales dans le monde, contre 14 % pour le DM. La devise américaine facturait autour de 40 % du commerce mondial (les statistiques en la matière sont plus incertaines). De plus, chacun sait que le dollar est aujourd'hui la monnaie de l'Asie, et qu'avant de pouvoir parler d'une véritable zone yen, il faudra que l'évolution récemment constatée, à savoir par exemple un accroissement de la part du yen dans les réserves de change des banques centrales en Asie pour atteindre dans certains cas 30 à 35 %, s'amplifie significativement.

55

3) De même que la transition de la livre sterling au dollar a pris du temps, celle du dollar à une monnaie qui servira de monnaie de réserve par excellence — l'euro, le yen, le dollar lui-même ? — ne peut se faire que dans l'échelle de temps de ce que J. Schumpeter appelait la « dynamique grandiose ». Pourquoi ? Il reste à faire aujourd'hui la théorie des transitions monétaires, en articulant plusieurs arguments actuellement dispersés. J'en cite, à titre d'exemple, un petit nombre<sup>1</sup> :

— L'effet réseau joue fortement en faveur de la monnaie dominante, car l'usage appelle l'usage comme c'est le cas pour les cartes de paiement, pour les télécommunications, etc. Autrement dit, chaque agent économique est spontanément tenté de recourir, à un titre ou à un autre,

1. Sur cette question, des compléments sont apportés dans mon article, « The SDR in the Light of the Multicurrency System », dans M. Moussa, J. Boughton et P. Isard (édit.), *The Future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System*, International Monetary Fund, Washington, 1996.

à la monnaie de réserve par excellence — aujourd'hui encore le dollar — parce qu'il sait qu'elle sera acceptée et peut-être recherchée par ses contreparties, par les contreparties de ses contreparties, etc. La sous-évaluation durable du dollar contre les grandes devises européennes n'a, par exemple, guère entamé cet aspect là. En 1984, au moment où il était proche de son plafond contre DM et contre franc français, le dollar facturait 17 % des exportations et près de 31 % des importations françaises. Dix ans après, dans un tout autre contexte du point de vue du cours de la devise américaine, le dollar facturait 19 % de nos exportations et 24 % de nos importations.

— Il faut certainement combiner les considérations macro-économiques et les arguments micro-économiques pour mieux comprendre les phénomènes d'inertie monétaire. Non seulement la monnaie dominante bénéficie de rentes de situation qui s'opposent à l'émergence d'une nouvelle monnaie dominante, mais aussi celle-ci bute sur l'existence d'« habitats préférés » qui conduisent les opérateurs à travailler dans leur monnaie domestique. Une monnaie émergente a, d'une certaine façon, plus de difficulté à s'imposer qu'un marché émergent car elle est spécialement confrontée à un problème d'« industrie naissante » (j'utilise ici cette expression par analogie avec l'économie industrielle). Dans l'essor international d'une monnaie, il existe des seuils difficiles à atteindre, mais à partir desquels le cercle vicieux de la sous-utilisation se transforme en cercle vertueux et l'effet réseau précédemment évoqué — l'usage encourage l'usage — se déclenche.

56

### *L'euro dans la concurrence des monnaies au plan mondial*

La compétitivité d'une monnaie de réserve, c'est-à-dire sa capacité à affronter la concurrence des autres monnaies de réserve, dépend de tout un ensemble de facteurs. Parmi eux, ceux mis en évidence par F. Hayek, dans une analyse par ailleurs sujette à contestation<sup>2</sup>, méritent une attention particulière :

- la stabilité de la valeur de la monnaie ;
- son degré d'acceptabilité, qui à la fois reflète et conditionne l'aire de marché et la liquidité de cette monnaie. Pour Hayek, ces deux séries d'éléments concourent à déterminer la qualité d'une monnaie, attribut distinct mais pas complètement indépendant de la quantité de cette monnaie (c'est ce que nous enseignent à la fois la théorie quantitative de la monnaie et l'expérience du dollar depuis 1950...). Aux éléments précédents, il faut ajouter d'autres aspects relatifs à la profondeur des marchés de capitaux auxquels s'adosse une monnaie, au rythme et à l'inventivité des innovations financières exprimées dans cette monnaie, etc.

2. F. Hayek, *Denationalization of Money*, *The Institute of Economic Affairs, Londres, 1976*.

La compétitivité de l'euro, entendue non plus comme capacité à faire prévaloir des taux de change intéressants parce que non surévalués pour les entreprises françaises, allemandes, etc. mais comme capacité à prendre des parts de marché au dollar et accessoirement au yen, dépendra de nombreux éléments. On retrouve ici l'importance de l'image de la monnaie unique, de la réputation de la BCE et de la crédibilité du *policy mix* en Europe, dans un contexte où ce *policy mix* soulèvera un problème particulier : si la monnaie unique implique, par définition, une centralisation de la politique monétaire au niveau européen, elle va s'accompagner d'une assez grande décentralisation de la politique budgétaire et fiscale (même s'il faudra plus de coordination des politiques budgétaires nationales qu'on ne le prétend généralement...). C'est dans ce contexte de degrés différents de centralisation, au plan européen, de la politique monétaire et de la politique budgétaire, qu'il faudra assurer la crédibilité de l'euro.

Le propre d'une monnaie de réserve internationale est d'être exposée à des fluctuations importantes, car elle est soumise plus que d'autres monnaies à une ratification permanente de sa valeur par les marchés et car elle est, par définition, largement utilisée aussi en dehors de sa zone d'émission. On le voit bien avec le dollar. La conscience des sujétions qui sont la contrepartie des privilèges réels de la monnaie de réserve a conduit la Bundesbank et la Banque du Japon à freiner pendant longtemps l'internationalisation de leur monnaie respective. C'est pourquoi même si différents scénarios sont envisageables, il serait insensé de prétendre prévoir l'évolution à moyen-long terme du taux de change dollar-euro. Il est plus aisé, à la limite, de fixer des objectifs pour les parts de marché de la monnaie unique que pour son taux de change. Un euro crédible devrait avoir assez vite des parts de marché conséquentes c'est-à-dire des parts de marché supérieures à la « somme » (les guillemets signifient qu'il faut éviter les doubles comptages) des parts des monnaies constitutives de l'euro.

Ce sera crucial. Car, au-delà de la question des taux de change, l'opportunité donnée aux entreprises, banques, etc. européennes de travailler avec une monnaie (l'euro) utilisée également en dehors de sa zone d'émission comportera des avantages indiscutables. L'expérience du dollar depuis 1950 le confirme amplement.

Ces avantages correspondront, en fait, à une redistribution du « seignuriage » au profit de l'Europe, au détriment des Etats-Unis. Le rééquilibrage du système monétaire international aura donc une expression très concrète, même s'il y a là un avantage à attendre de la monnaie unique beaucoup plus difficile à chiffrer que les autres bénéfices généralement évoqués (réduction des coûts de transaction, élimination du risque de change à l'intérieur de la zone euro...). Une meilleure

répartition, entre les trois zones (Etats-Unis, Europe, Japon), des privilèges nés de l'émission de la monnaie de réserve internationale sera la bienvenue. Mais il ne faut pas attendre de ce rééquilibrage ce qu'il ne pourra sans doute pas donner. Contrairement à ce qui est dit généralement, cette nouvelle répartition ne garantira pas, en elle-même, une moindre instabilité des taux de change au plan mondial. Autrement dit, l'Europe ne pourra pas, à elle seule, prétendre traiter un problème qui relève de la concertation monétaire internationale. Il serait temps de relancer cette dernière, non pas malgré, mais à cause des perspectives ouvertes par le passage à l'euro.