

LES SURPRISES DE L'EURO

Le 22 septembre dernier, la BCE et la Fed sont intervenues pour soutenir l'euro descendu à 0,84 dollar. Deux ans plus tôt, la plupart des économistes s'accordaient à penser que l'euro serait une monnaie forte. Optimistes quant à la croissance à venir des économies européennes et inquiets du déficit courant américain, ils estimaient que l'euro offrirait une alternative attrayante aux placements en dollars. En réalité, la vigueur de la croissance américaine, dopée par la nouvelle économie, a attiré outre-Atlantique des niveaux record d'investissements. Les évolutions réelles demeurent cruciales pour la détermination des taux de change ; la capacité de la zone euro à entrer dans la "nouvelle ère" déterminera pour une grande part la parité future de la monnaie unique. A court terme, une meilleure prévisibilité des politiques européennes permettrait de dissiper les incertitudes qui la pénalisent.

Les économistes ont la réputation d'être de piètres prévisionnistes. L'évolution de l'euro depuis sa création risque bien de conforter cette réputation : la monnaie européenne est passée de 1,18 dollar au 4 janvier 1999 à 0,84 dollar juste avant l'intervention du 22 septembre 2000, alors que, à la veille de sa création, la plupart des économistes estimaient que l'euro serait une monnaie forte (graphique 1). Pour tenter de se faire une idée des

de taux d'intérêt entre les Etats-Unis et la zone euro. Au quatrième trimestre 1998, ce différentiel était encore de 1,3% pour les taux du marché monétaire, comparé à 0,5% pour les obligations d'Etat à long terme.

A ces effets conjoncturels, s'ajoutaient les tensions sur le taux de change euro-dollar que l'on anticipait à partir de l'évolution des comptes courants des deux zones. Fin 1998, il était prévu que le déficit américain continue de se creuser et que l'Union européenne continue d'accumuler des excédents. On pouvait penser, en référence à la notion de taux de change d'équilibre fondamental¹, que la parité euro-dollar allait progressivement se rapprocher d'une valeur compatible avec un niveau "normal" des soldes courants. Bien que la norme en ce domaine soit très difficile à définir, il ne semblait faire aucun doute, en 1998, que des déficits américains de 3% n'étaient pas "normaux". On pouvait s'attendre alors à un dollar rejoignant progressivement une valeur d'équilibre fondamental estimée entre 1,15 et 1,40 dollar par euro².

Cependant, cette analyse macroéconomique ne pouvait, à elle seule, justifier une dépréciation rapide du dollar. En effet, pour autant que le reste du monde accepte de détenir toujours plus de créances sur un pays, celui-ci peut conserver longtemps un déficit courant substantiel. Selon les estimations de Mann³, il suffit que les investisseurs internationaux acceptent de conserver constante la part des actifs américains dans leurs portefeuilles pour qu'un déficit américain de l'ordre

Graphique 1 : Taux de change euro/dollar*



Source : <http://pacific.commerce.ubc.ca/xr/>.

* nombre de dollar par euro.

évolutions à venir, la première chose est d'essayer de comprendre pourquoi les prévisionnistes se sont trompés.

■ Pourquoi un euro fort ?

Fin 1998, les prévisions macroéconomiques annonçaient un ralentissement de la croissance américaine et un raffermissement de la reprise en Europe. Ceci devait naturellement conduire à un rétrécissement du différentiel

1. J. Williamson, *The Exchange Rate System*, Institute for International Economics, Washington D.C., 1984.

2. R.L.Driver et S. Wren-Lewis, *Real Exchange Rates for Year 2000*, Institute for International Economics, Washington D.C., 1998 ; M. Aglietta, C. Baulant et V. Coudert, "Pourquoi l'euro sera fort, une approche par les taux de change d'équilibre", *Revue économique*, mai 1998.

3. C. Mann, *Is the US Trade Deficit Sustainable?*, Institute for International Economics, Washington D.C., 1999.

4,5-5% du PIB soit absorbé sans tension. Cependant, les choix des investisseurs ne peuvent pas être considérés comme immuables. Et c'est précisément là que l'euro était censé introduire une rupture : l'émergence d'une monnaie internationale concurrente du dollar devait modifier les comportements.

L'idée que le dollar allait devoir partager avec l'euro le statut de monnaie internationale reposait d'abord sur un effet de taille : la zone euro étant la première zone monétaire par le montant des exportations, et son PIB ayant un ordre de grandeur comparable à celui des Etats-Unis, il semblait logique que l'euro acquière progressivement le même statut que le dollar. L'internationalisation de l'euro allait être favorisée par l'unification des marchés financiers européens (en particulier celui des bons du Trésor) et par le mouvement de désintermédiation de la finance européenne. Un marché européen profond et liquide attirerait les investisseurs qui recherchent des marchés dont ils peuvent sortir facilement sans encourir de perte. Au total, l'internationalisation de la monnaie européenne devait entraîner une réallocation des portefeuilles privés du dollar vers l'euro pour des montants estimés entre 500 et 1000 milliards de dollars (soit 15% à 20% des portefeuilles mondiaux)⁴. Sans augmentation équivalente des émissions en euros, cette réallocation massive des portefeuilles allait entraîner une appréciation substantielle de l'euro⁵. A taux de rendements inchangés, une hausse de la demande mondiale pour les actifs libellés dans une monnaie donnée entraîne, en effet, une appréciation de cette monnaie, une hausse de l'offre d'actifs dans cette même monnaie ayant l'effet opposé.

Il faut cependant préciser que cette vision des évolutions financières n'était pas unanime. Certains économistes soulignaient que le besoin de diversification des portefeuilles n'allait pas nécessairement jouer en faveur de l'euro. Ainsi, la diversification relativement faible des portefeuilles des investisseurs institutionnels européens et la disparition des possibilités de diversification monétaire intra-européenne pouvaient entraîner une réallocation en faveur de monnaies tierces. D'autres analystes envisageaient un développement significatif des émissions d'emprunts en euros susceptible de limiter l'appréciation de la monnaie européenne, même si ces émissions nouvelles demeuraient faibles par rapport aux stocks existants. Enfin, certains insistaient sur la possibilité d'"équilibres multiples", l'émergence de l'euro comme monnaie internationale, nécessaire à la baisse des coûts de transactions, devant être alimentée justement par le déclin de ces coûts.

Dans l'ensemble, cependant, la plupart des économistes s'accordaient à penser que l'euro

était potentiellement une monnaie forte car il offrirait aux investisseurs une alternative aux placements en dollars et entraînerait la fin des "déficits sans pleurs", les agents exigeant des rendements américains plus élevés à mesure que les Etats-Unis s'endetteraient. Le désaccord portait davantage sur le calendrier de ces évolutions, certains soulignant l'inertie du système monétaire international tandis que d'autres insistaient sur la rapidité des ajustements de portefeuille par rapport aux autres types d'ajustements. Soulignons enfin que les prévisions d'un euro s'appréciant rapidement traduisaient souvent davantage une crainte qu'une véritable prédiction.

■ Pourquoi un euro faible ?

Les prévisionnistes ont été pris à contre-pied à la fois sur les perspectives macroéconomiques et sur le calendrier des évolutions financières.

D'abord, la croissance aux Etats-Unis et en Europe n'a pas été celle que l'on attendait (tableau). La poursuite ininterrompue d'une croissance vigoureuse aux Etats-Unis a surpris, alors que le premier semestre 1999 voyait une croissance encore modeste en Europe. De manière logique, la BCE a abaissé ses taux d'intérêt en avril 1999, alors que la Réserve fédérale augmentait les siens à plusieurs reprises au cours du premier semestre. En novembre 1999, la BCE commençait à relever ses taux, mais à un rythme qui ne dépassait pas celui de la Fed (graphique 2).

La seconde surprise est venue du volume des émissions de titres en euros. Selon la Banque des Règlements Internationaux, la part des émissions en euros sur le marché international de la dette (dette obligataire, monétaire et titres de créances négociables) était de 45% en 1999, soit à peu près autant que celle du dollar (47%). En 1998, ces parts étaient respectivement de 33% et 60%. A lui seul cependant, cet effet n'aurait pas suffi à provoquer la dépréciation de l'euro à laquelle on a assisté, car les flux d'émissions nouvelles sont restés modestes face aux stocks existants. La chute de l'euro s'explique surtout par les mouvements intervenus du côté de la demande de titres.

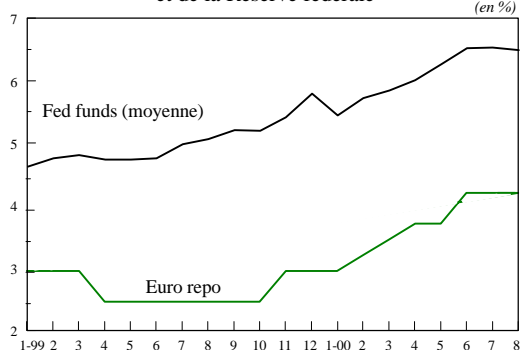
Tableau - Prévisions de croissance en juin 2000

	1999		2000		2001	
	I	II	I	II	I	II
Zone euro	2,2 (-0,2)	3,2 (+0,5)	3,6 (+1,0)	3,6 (+0,7)	3,3	3,1
Etats-Unis	3,8 (+2,9)	5,1 (+3,2)	5,6 (+3,4)	3,5 (+1,1)	2,9	2,7
OCDE	3,3 (+1,7)	3,5 (+1,4)	4,4 (+2,1)	3,5 (+1,0)	3,1	2,9

Entre parenthèses : révisions par rapport aux prévisions faites en décembre 1998, Source : *Perspectives économiques de l'OCDE, décembre 1998 et juin 2000*

4. Voir, par exemple, C.F. Bergsten, "The Impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation", in *EMU and the International Monetary System*, P.R. Masson, T.H. Krueger and B.G. Turtleboom eds., International Monetary Fund, Washington D.C.1997.
5. R. Portes et H. Rey, "Euro vs Dollar: Will the Euro Replace the Dollar as the World Currency?", *Economic Policy*, Avril 1998.

Graphique 2 - Taux de refinancement de la BCE et de la Réserve fédérale (en %)



Sources : Site de la Réserve fédérale (www.bog.frb.fed.ws) et Bulletin mensuel de la BCE.

Alors que, fin 1998 et début 1999, les investisseurs avaient substantiellement accru la part des monnaies européennes, puis de l'euro, dans leurs portefeuilles, ils sont revenus ensuite à une allocation plus favorable au dollar⁶. La rupture attendue dans les comportements de portefeuilles ne s'est donc pas produite. A côté de cela, les investissements directs étrangers aux Etats-Unis, qui avaient fortement progressé en 1998, ont continué d'augmenter : ils ont atteint 275 milliards de dollars⁷ en 1999 (quatre fois plus qu'en 1997), pour un déficit extérieur courant de 331 milliards de dollars. La zone euro a, quant à elle, massivement investi à l'étranger, les sorties nettes d'investissements directs dépassant 3% du PIB.

Deux raisons principales expliquent ce comportement imprévu des investisseurs internationaux.

La première est l'activité encore limitée sur le marché des actifs en euros : la liquidité et les coûts de transaction n'ont pas connu de rupture dans leur évolution depuis l'introduction de la monnaie unique. L'enclenchement "vertueux" décrit précédemment (augmentation conjointe de la taille du marché et de sa liquidité) ne s'est vraiment concrétisé que pour les opérations monétaires sans collatéraux. L'intégration des marchés financiers est demeurée incomplète en raison des différences institutionnelles subsistant sur les titres (pratiques de marché, traitement fiscal, lois sur les faillites...). La forte inertie du processus d'internationalisation avait certes déjà été soulignée par les spécialistes. Elle a peut-être été négligée par certains opérateurs optimistes, lesquels ont pris des positions en euros à la fin de 1998, puis, déçus par le comportement de cette monnaie, ont progressivement fermé leurs positions. Cette explication strictement financière de la baisse de l'euro ne coïncide cependant pas avec la nature des flux nets, dominés par les investissements à long terme.

Il faut alors mentionner les doutes sur la capacité de l'Europe à entrer dans "l'ère de la nouvelle économie". Le

rythme trop lent des réformes structurelles a souvent été désigné comme l'un des obstacles majeurs à l'émergence d'une nouvelle économie européenne. Ceci a pu décourager l'acquisition de titres européens en dépit des bonnes prévisions macroéconomiques à moyen terme. On craignait notamment qu'une accélération de la croissance en Europe ne conduise à un déficit de la balance courante insoutenable en raison de gains de productivité faibles et d'une forte dépendance en produits technologiques importés. A l'inverse, la nouvelle économie semblait procurer au déficit courant américain un caractère soutenable à long terme, du fait de la croissance rapide de la productivité. Elle expliquait aussi la forte corrélation, observée en 1999 et au début 2000, entre la hausse des indices boursiers américains et celle du dollar⁸. Dans ce contexte, les flux de capitaux de la zone euro vers les Etats-Unis apparaissaient motivés par une vision de long terme : l'arrivée de l'euro a déclenché une restructuration industrielle massive et a accéléré l'internationalisation des activités européennes tandis que les réformes structurelles progressaient trop lentement dans la zone euro pour convaincre les opérateurs internationaux d'y investir largement.

Rappelons enfin que, avant 1999, les inquiétudes concernant le futur fonctionnement de la zone euro renforçaient le scénario d'appréciation de la monnaie européenne. On pensait que la BCE serait avant tout soucieuse d'établir sa crédibilité et serait donc amenée à adopter une politique monétaire restrictive. En réalité, ces inquiétudes ont constamment contribué à la baisse de l'euro. La communication de la BCE et du Conseil des ministres des finances européens sur la question du taux de change a manqué de cohérence. A cela, se sont ajoutés les doutes quant à l'évolution institutionnelle de l'Union, renforcés par la démission des Commissaires, l'ouverture de négociations d'adhésion avec de nouveaux pays aussi bien que par le débat sur la gouvernance de l'Union. Or on sait que les comportements moutonniers des investisseurs sont renforcés par l'incertitude.

■ Quelles leçons tirer

Les explications macroéconomiques et structurelles de l'évolution de l'euro laissent penser que sa faiblesse provient surtout de la situation des économies européennes : si le système monétaire européen n'avait pas changé au 1er janvier 1999, il y a fort à parier que les politiques monétaires européennes, dictées par celle de la **Bundesbank**, auraient été au moins aussi accommodantes (l'Allemagne a en effet enregistré l'un des taux d'inflation les plus faibles de la zone euro en 1999) ; les réformes structurelles n'auraient pas été plus rapides en Europe ; et

6. Voir, par exemple, les portefeuilles de référence publiés par *The Economist*.

7. Notons que la rupture s'est opérée dès 1998, avec 215 milliards de dollars d'investissements. Source : *Survey of Current Business*, juin 2000 et sept. 2000.

8. Cette corrélation pouvait faire aussi penser à une double-bulle du dollar et de la bourse américaine. Mais la chute du Nasdaq en 2000 et la poursuite de l'appréciation du dollar ont brisé ce parallélisme.

l'attrait de l'économie américaine aurait été tout aussi marqué. Néanmoins, le changement de régime monétaire a été important dans la mesure où il a introduit de nouveaux éléments d'incertitude à court terme et où il a accéléré les fusions et acquisitions dans la zone avec, comme corollaire, de nouveaux investissements massifs vers les Etats-Unis.

Une leçon à tirer est peut-être que, même s'il s'échange **chaque jour** sur le marché des changes l'équivalent d'un mois et demi de PIB mondial, l'évolution de l'économie réelle demeure cruciale pour la détermination des taux de change. De ce point de vue, les prévisions que l'on peut faire aujourd'hui (et l'appréciation de l'efficacité des interventions officielles) sont fortement dépendantes de la confiance accordée à la poursuite de la croissance américaine et à l'accession de la zone euro à cette "nouvelle ère".

De manière plus conjoncturelle, la zone euro aurait aujourd'hui besoin d'une appréciation modérée de sa monnaie. En période de hausse du prix de l'énergie et de tensions naissantes sur les capacités de production, une appréciation permet en effet de tempérer la pression sur ces capacités par moins d'exportations et davantage d'importations, et de distribuer du pouvoir d'achat aux salariés sans que les salaires nominaux (et donc les prix et les taux d'intérêt) n'augmentent trop. Pour accroître les chances d'une telle appréciation, il importe de réduire l'incertitude qui pousse les agents économiques à délaïsser les "fondamentaux" pour adopter des comportements grégaires souvent déstabilisants. L'intervention concertée des banques centrales, le 22 septembre 2000, a réduit le

scepticisme quant à la possibilité d'une politique de change de l'euro et d'une coordination avec les Etats-Unis dans ce domaine. Mais d'autres éléments d'incertitude demeurent —la réforme des institutions européennes, l'élargissement de la zone euro et de l'Union européenne, le dossier fiscal, les réformes des retraites... Des avancées substantielles sur ces différents dossiers contribueraient à une appréciation de l'euro tout en limitant le risque d'un surajustement à la hausse, lequel serait peut-être plus difficile encore à combattre en raison d'intérêts potentiellement divergents des acteurs de la politique économique européenne.

Agnès Bénassy-Quéré
a.benassy@cepii.fr

Vient de paraître

CEPII

L'économie mondiale 2001

Aux éditions LA DECOUVERTE
Collection

R E P È R E S

128 pages - 49 francs

9 bis, rue Abel-Hovelacque - 75013 Paris

LA LETTRE DU CEPII

© CEPII, PARIS, 2000
REDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris.
Tél. : 33 (0)1 53 68 55 14
Fax : 33 (0)1 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION :
Lionel Fontagné
REDACTION EN CHEF :
Agnès Chevallier
Jean-Louis Guérin
Bronka Rzepkowski
CONCEPTION GRAPHIQUE :
Pierre Dusser
REALISATION :
Annick Hutteau
DIFFUSION
La Documentation française.

ABONNEMENT (11 numéros)
France 301,74 F TTC (46 € TTC)
Europe 311,58 F TTC (47,50 € TTC)
DOM-TOM (HT, avion éco.)
308,30 F HT (47 € HT)
Autres pays (HT, avion éco.)
311,58 F HT (47,50 € HT)
Supl. avion rapide 5,25 F (0,80 €)
Adresser votre commande à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex
Tél. : 01 48 39 56 00.

Le CEPII est sur le WEB
son adresse : www.cepii.fr

ISSN 0243-1947
CCP n° 1462 AD
3^{ème} trimestre 2000
Septembre 2000
Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

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