



Task force sur
l'Union économique et monétaire

Briefing 26
Deuxième révision

De l'Écu à l'Euro:

fixation des taux de change

Briefing rédigée par la Direction générale des études
Division Affaires économiques

*Les opinions exprimées n'engagent que leur auteur et ne représentent pas
nécessairement l'avis du Parlement européen*

**La façon précise dont les taux de change des pays participants
seront "irrévocablement fixés" dans la perspective de la
monnaie unique reste à définir. Il existe deux options.**

S O M M A I R E

	Page
Introduction	3
Ce que dit le traité	3
Législation concernant l'euro	4
Quand les taux de conversion en euros devraient-ils être fixés?	5
Comment calculer les taux actuels des monnaies en écus	6
Méthodologie de la conversion	7
1. <i>Taux en vigueur à la date butoir</i>	7
2. <i>Taux pivot</i>	8
3. <i>Taux moyen</i>	8
Spéculation éventuelle entre mai et décembre	9

T A B L E A U X

Tableau 1: Valeur de l'écu en monnaies nationales	4
Tableau 2: Taux de change bilatéraux au sein du mécanisme de taux de change pour l'écu/le DM	9

Auteur: Anja Reinkensmeier
Responsable: Ben PATTERSON

INTRODUCTION

La monnaie unique, l'euro, entrera en vigueur le 1er janvier 1999. Ceci impliquera

- ◆ "... la fixation irrévocable des taux de change" entre les monnaies des pays participants;
- ◆ un statut de "monnaie à part entière", dont les monnaies des pays participants ne seront plus que différentes expressions.

Même si la mise en circulation des pièces et des billets libellés en euros/cents n'est pas prévue avant 2002, l'euro pourra être utilisé dès le début de 1999 pour la tenue de la comptabilité, la facturation, l'indication des prix, "sans contrainte ni interdiction".

CE QUE DIT LE TRAITÉ

Le traité de Maastricht ne fait pas mention de l'euro en tant que tel. Il se réfère à l'écu. Ce terme est ambigu: il désigne l'ancienne monnaie, l'*écu d'or* (terme masculin en allemand) et constitue l'acronyme de l'unité monétaire européenne (European Currency Unit (terme féminin en allemand)).

L'écu existe depuis 1979. C'est un panier constitué par différentes quantités de monnaies de certains États membres (mais pas tous). Celles-ci ont été définies de façon à refléter l'importance relative des différentes économies.

Avant le traité de Maastricht, ces quantités pouvaient être ajustées tous les cinq ans, et de nouvelles monnaies pouvaient être ajoutées. L'article 109 G du traité a "gelé" la composition en monnaies du panier de l'écu depuis le début de 1994.

L'article 109 G dispose que, dès le début de la troisième phase:

"la valeur de l'écu est irrévocablement fixée, conformément à l'article 109 L, paragraphe 4".

L'article 109 L (4) dispose que:

"le jour de l'entrée en vigueur de la troisième phase, le Conseil, statuant à l'unanimité des États membres ne faisant pas l'objet d'une dérogation [c'est-à-dire ceux qui auront été déclarés faisant partie de la "première vague" au début de 1998], sur proposition de la Commission et après consultation de la BCE [Banque centrale européenne], arrête les taux de conversion auxquels leurs monnaies sont irrévocablement fixées et le taux irrévocablement fixé auquel l'écu remplace ces monnaies, et l'écu sera une monnaie à part entière".

Il est précisé au même paragraphe que:

"Cette mesure ne modifie pas en soi la valeur externe de l'écu".

Le Conseil européen de Madrid de décembre 1995 a vu dans ces dispositions du traité l'autorisation d'adopter l'"euro" en tant que "nom spécifique" de l'"écu, terme générique". Outre l'avantage d'être mieux accepté par l'opinion publique allemande, ce terme entendait souligner que l'écu "monnaie unique" après 1999 serait qualitativement différent de l'"écu-panier".

Le traité affirme implicitement que la valeur de l'euro au début de la troisième phase sera égale à celle de l'"écu officiel"¹ à cette date. Le tableau 1 montre les différentes valeurs en 1997 et au début de 1998.

Tableau 1: Valeur de l'écu en monnaies nationales, 1997 et 1998

Monnaie	Moyenne 1997	Valeur à la fin de la période (1997)	Moyenne 1/1998	Valeur à la fin de la période (1/1998)
Franc belge/luxembourgeois	40.5332	40.7675	40.7597	40.7821
Couronne danoise	7.48361	7.52797	7.52553	7.53017
Deutsche mark	1.96438	1.97632	1.97581	1.97626
Drachme grecque	309.355	312.039	312.325	313.082
Peseta espagnole	165.887	167.388	167.474	167.668
Franc français	6.6126	6.61214	6.61682	6.62243
Livre irlandaise	0.747516	0.771961	0.786808	0.789074
Livre sterling	0.692304	0.666755	0.665059	0.661867
Lire italienne	1929.3	1942.03	1944.67	1949.66
Florin néerlandais	2.21081	2.22742	2.22663	2.2273
Schilling autrichien	13.824	13.902	13.9005	13.9053
Escudo portugais	198.589	202.137	202.106	202.318
Mark finlandais	5.88064	5.98726	5.98039	5.98296
Couronne suédoise	8.65117	8.73234	8.71746	8.76316

Source: Agence Eurostat, 11 février 1998

¹À distinguer de l'"écu privé": actifs créés par les banques commerciales en "brassant" en quantités appropriées les douze monnaies. Alors que la valeur de l'écu privé peut, et s'est effectivement écartée de la valeur théorique totale des quantités de devises qui le constituent, l'écu officiel reflète cette valeur de façon précise.

Législation concernant l'euro

Cette disposition a été confirmée et renforcée par la mise en oeuvre de la législation.

Le règlement du 17 juin 1997 fixant certaines dispositions relatives à l'introduction de l'euro prévoit que:

- ◆ *"Toute référence à l'écu ... est remplacée par une référence à l'euro au taux d'un euro pour un écu"* (article 2).
- ◆ *"Les taux de conversion qui sont arrêtés sont exprimés pour la contre-valeur d'un euro dans chacune des monnaies nationales des États membres participants. Ils comportent six chiffres significatifs"* (article 4).

Ces dispositions du traité et la mise en oeuvre de la législation ont soulevé un certain nombre de problèmes, notamment de calendrier et de procédure. Au cours de l'année 1997, il est apparu que l'incertitude qui entourait la capacité de résoudre ces problèmes risquait en soi de devenir une cause d'instabilité.

Comment les taux de conversion en euro devraient-ils être fixés?

- ◆ Deux monnaies susceptibles de devenir "différentes expressions" de l'euro - le schilling autrichien et le mark finlandais - ne font pas partie de l'actuel "panier" de l'écu. Dans le même temps, trois monnaies qui *font partie* de l'écu - la couronne danoise, la drachme et la livre sterling - ne participeront *pas* à la monnaie unique au début de 1999. Les mouvements des taux de change des monnaies "exclues" influenceront automatiquement le taux de change de l'écu vis-à-vis des monnaies "participantes". Par exemple, une appréciation de 10% de la livre sterling (de 2.80 DM à 3.08 DM) *ceteris paribus* (toutes les autres valeurs au sein du panier demeurant identiques) provoquerait une hausse de 2 pfennig du taux écu du DM (de 1.96 à 1.98 DM). Par conséquent, la valeur externe de l'écu - et donc la valeur externe initiale de l'euro - ne peut être déterminée avant le moment exact de la transition.
- ◆ Cependant, annoncer en mai 1998 les noms des pays participant à la première vague en ne procédant pas avant la fin de l'année à la définition des taux de change qui seront appliqués risque de créer des problèmes. On pourrait assister par exemple à des fluctuations des taux de change résultant de spéculations ou d'événements politiques imprévus, qui pourraient donner lieu à des alignements défectueux qui seraient gelés au début de 1999. C'est précisément pour empêcher ce défaut d'alignement que le critère de convergence de l'appartenance au MTC depuis deux ans a été inscrit dans le traité de Maastricht.

Une solution à ce problème a été apportée par le Conseil des ministres de l'économie et des finances (ECOFIN) et par les présidents des banques centrales de l'UE lors de leur réunion à Mondorf-les-Bains (Luxembourg), les 12 et 13 septembre 1997.

Comment calculer le taux de conversion des monnaies en écus**Exemple: taux écu-DM**

Les taux de conversion entre les monnaies nationales ne sont pas calculés directement, mais en deux temps *via* l'écu/euro. Le taux en écu d'une monnaie participant à l'UEM est calculé en additionnant les taux bilatéraux pondérés.

Le taux du DM exprimé en écus, par exemple, est calculé comme suit:

$$\text{ÉCU (DM)} = \sum b(j) \times e(\text{DM}/j)$$

b) étant la quantité de monnaie contenue dans le panier, j) la monnaie au sein du panier et e) (DM/j) le taux de change bilatéral du moment entre le DM et une autre monnaie faisant partie du panier.

Tableau 2: taux pivots bilatéraux MTC pour l'écu/le DM

Poids du panier		Taux du moment du DM fin 1998 ²			
		1			
0.6242	x	0.29816	=	0.6242	(DEM)
+1.332	x	2.914	=	0.39715	(FRF)
+0.08784	x	0.00101	=	0.25597	(GBP)
+151.8	x	0.88753	=	0.15333	(ITL)
+0.2198	x	0.04848	=	0.19508	(NLG)
+3.301	x	0.04848	=	0.16003	(BEF)
+0.130	x	0.01175	=	0.00630	(LUF)
+6.885	x	0.26263	=	0.08090	(ESP)
+0.1976	x	2.41105	=	0.05190	(DKK)
+0.008552	x	0.00638	=	0.02062	(IEP)
+1.440	x	0.00976	=	0.00919	(GRP)
+1.3493	x		=	0.01317	(PTE)
Écu/DM			=	1.969784	DM

Bien que la valeur exacte de l'euro ne puisse être déterminée à l'avance, des taux de conversion bilatéraux entre les monnaies concernées *pourraient* être annoncés en même temps que les noms des pays participant à la première vague. Dans ce cas, ces taux seront annoncés le 3 mai 1998³, bien qu'aucune décision n'ait encore été prise en ce qui concerne la procédure exacte qui serait adoptée pour cette annonce anticipée.

Les parités initiales entre l'euro et le dollar, le yen, etc. seront déterminées le 1er ou plutôt le 4 (premier jour d'activité boursière) janvier 1999, sur la base des taux réels de l'écu enregistrés le dernier jour d'activité boursière de 1998 (jeudi 31 décembre 1998).

Méthodologie de la conversion

Ces importantes décisions ne résolvent pas la question des opérations mathématiques qui seront appliquées pour la conversion. La législation concernant la transition de l'écu à l'euro implique qu'aucun taux bilatéral entre les unités de monnaie nationales ne peut être déterminé; seul peut l'être un algorithme fixe. Les taux de conversion seraient déterminés directement entre l'euro et les monnaies

²Les taux utilisés sont les taux pivots bilatéraux MTC en DM. Pour la livre sterling (GBP), la couronne danoise (DKK) et la drachme (GRD), ce sont les taux réels du marché (du 22 octobre 1997) qui ont été utilisés. Voir Werner Becker; Annette Walter, *op. cit.* p. 4.

³Voir à ce propos la déclaration du commissaire de Silguy, *Agence Europe* (8 janvier 1998, p. 6).

nationales et comporteraient six chiffres avant et après la virgule (p.e. 1 euro = 1.96940 DM)⁴. Dans un premier temps, l'unité de monnaie nationale serait convertie en une unité euro; le montant en euros serait ensuite converti dans l'autre unité de monnaie nationale.

La législation ne précise pas quelles sont les parités qui serviront de référence pour la conversion. Il existait au moins trois possibilités théoriques: le taux en vigueur à la date butoir, le taux pivot MTC et le taux moyen.

1. *Le taux en vigueur à la date butoir*

Cette solution aurait été la plus simple, et probablement la plus conforme au traité.

"En utilisant la méthode de la date butoir, le Conseil européen calculerait les taux de conversion à partir des taux réels enregistrés le dernier jour d'activité boursière de 1998"⁵.

Cette méthode n'aurait toutefois pas permis une annonce anticipée des taux de conversion bilatéraux. Elle aurait en outre comporté le risque d'un gel des alignements défectueux évoqué ci-dessus et aurait pu poser des problèmes politiques. La fixation des taux de conversion exige l'unanimité et toute disparité entre les cours du marché et les taux pivots figurant dans la grille des parités du mécanisme des taux de change pourrait conduire à accuser un pays de tenter d'obtenir un avantage concurrentiel durable par le biais d'une dévaluation.

2. *Le taux pivot*

Lors de la réunion de Mondorf, une majorité de gouvernements et de banques centrales se sont déclarés favorables à la méthode du taux pivot, qui se réfère aux taux pivots bilatéraux utilisés au sein du mécanisme de taux de change (MTC) (voir page 6). Cette méthode pourra être appliquée sans difficultés dès le 3 mai.

La référence au taux pivot présente plusieurs avantages:

- ◆ Les parités du système monétaire européen (SME) ont déjà été approuvées sur le plan politique.
- ◆ Le taux est crédible. Les cours du marché de pratiquement toutes les monnaies potentielles au sein de l'UEM ont été maintenus au sein de marges de fluctuation étroites, fixées par le MTC, de +/- 2.225% par rapport au taux pivot.
- ◆ Les taux pivots constituent une solution "équitable" dans le contexte de la compétitivité relative.

⁴Valeur réelle 13 août 1997.

⁵Werner Becker, Annette Walter: *Central rates as a link to the euro?* in: EMU Watch n° 39, Deutsche Bank Research, 13 novembre 1997, p. 5.

- ◆ Enfin, "...les marchés financiers souscriront très probablement à la méthode du taux pivot en tant que solution réaliste et viable conforme aux données économiques fondamentales..."⁶, ce qui devrait prévenir les manoeuvres spéculatives.

L'Irlande a été le seul pays susceptible de rencontrer des difficultés. La parité de la livre irlandaise, qui suit le cours de la livre sterling, a augmenté et son taux réel a été toujours sensiblement supérieur à son taux pivot. Un réalignement au sein du MTC a maintenant eu lieu avant la décision de mai.

3. Le taux moyen

Une autre méthode consisterait à annoncer des taux de change reposant sur les taux réels moyens enregistrés sur une période donnée. Cette méthode compenserait les fluctuations du marché (contrairement à la méthode utilisant comme référence le taux en vigueur à la date butoir) et refléterait mieux les données économiques fondamentales.

Étant donné qu'il a été décidé d'annoncer les taux en mai 1998, la moyenne des taux réels de l'année ou des deux années précédentes pourrait être utilisée comme référence.

Cette méthode n'est toutefois pas exempte d'inconvénients. Le choix de la période de référence pourrait susciter des problèmes.

- ◆ Si l'on prend comme période de référence les douze derniers mois ou l'année 1997, il ne devrait guère y avoir de différence entre les taux moyens et les taux pivots MTC.
- ◆ Si l'on prend comme période de référence les 24 derniers mois, la lire italienne (ITL), par exemple, serait *sous-évaluée* d'environ 3% par rapport au taux pivot, ce qui pourrait être considéré comme assurant à l'Italie un avantage concurrentiel définitif au sein de la zone euro.

Pour ces raisons, il est pratiquement certain que la méthode s'appuyant sur le taux en vigueur à la date butoir sera adoptée.

Spéculation éventuelle entre mai et décembre

L'annonce anticipée des taux de conversion en mai n'élimine pas entièrement les risques de fluctuation des taux de change au cours des huit prochains mois.

- ◆ Les marchés s'engageront *probablement* à ce que les taux au comptant à la fin de 1998 soient ceux annoncés précédemment; toutefois, cela pourrait ne pas être le cas. Le Conseil serait alors confronté à un dilemme: soit confirmer la décision antérieure, ce qui creuserait un fossé entre les taux de conversion et les taux réels (ce qui ferait apparaître des "gagnants" et des "perdants"); soit changer d'avis. Chacune de ces options pourrait donner lieu à un défi juridique.

⁶Werner Becker, Annette Walter, *op. cit.* p.7.

- ◆ Le fait de savoir sept à huit mois à l'avance qu'une monnaie donnée peut être échangée à un taux fixe après janvier 1999 - même s'il est partagé par tous les opérateurs économiques - pourrait ouvrir la voie à la spéculation.
- ◆ Le mécanisme visant à soutenir le système et la valeur de l'écu/euro - notamment le Système européen de banques centrales - ne sera pas pleinement opérationnel avant le début de 1999, même s'il entre en vigueur de façon formelle en juillet 1998. La législation nationale régissant les rapports entre la Banque centrale européenne et les banques centrales, par exemple, n'entrera pas en vigueur avant 1999 et, dans certains cas, n'a pas encore été adoptée par les parlements nationaux.
- ◆ Enfin, le risque d'une situation imprévisible, d'un choc économique ou politique qui affecterait une ou plusieurs monnaies ne peut être exclu. Le récent exemple de la crise asiatique montre qu'il faut compter avec de telles éventualités.