

CA1  
EA533  
97P01  
FRE  
DOCS

.63049097(F)

# DOCUMENT D'ANALYSE COMMERCIALE ET ÉCONOMIQUE

Department of Foreign Affairs  
and International Trade



Ministère des Affaires étrangères  
et du Commerce International

CANADA

## L'Union économique et monétaire en Europe et ses implications pour le Canada

par

Robert Hannah

Direction des relations économiques  
internationales et du Sommet (EER)

(mars 1997)

97/01

SP81F

63049097(F)

Ministère des Affaires étrangères  
et du Commerce international

DOCUMENT D'ANALYSE COMMERCIALE ET ÉCONOMIQUE

N° 97/01

**L'Union économique et monétaire en Europe  
et ses implications pour le Canada**

43.279.757

Dept. of External Affairs  
Min. des Affaires extérieures  
JUL 2 1997  
RETURN TO DEPARTMENTAL LIBRARY  
RETOURNER A LA BIBLIOTHÈQUE DU MINISTÈRE

par  
Robert Hannah  
Direction des relations économiques  
internationales et du Sommet (EER)

(mars 1997)  
SP81F

Dept. of External Affairs  
Min. des Affaires extérieures  
AUS 15 1997  
RETURN TO DEPARTMENTAL LIBRARY  
RETOURNER A LA BIBLIOTHÈQUE DU MINISTÈRE

Les documents du Groupe des politiques ont pour objet d'encourager, parmi les responsables de la politique étrangère sur les tendances et les questions internationales. Les opinions exprimées dans ces documents ne sont pas nécessairement celles du gouvernement du Canada.

Prière d'adresser vos observations et vos questions concernant le présent document au Direction de l'analyse commerciale et économique (EET), Ministère des Affaires étrangères et du Commerce international K1A 0G2 (Tel.: (613) 996-8390; (613) 944-0367; fax: (613) 944-0375.) On peut obtenir des copies de ce document en faisant la demande à InfoCentre (SXIS) du Ministère (1-800-267-8376; région outaouaise tel: (613) 944-4000; télécopieur: (613) 996-9709), en mentionnant le code SP81F.

# L'Union économique et monétaire en Europe et ses implications pour le Canada

|                                                                                                                         |     |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| Résumé .....                                                                                                            | i   |
| Executive Summary .....                                                                                                 | iii |
| 1. Introduction .....                                                                                                   | 1   |
| 2. Le cadre de l'UEM .....                                                                                              | 2   |
| 2.1 Contexte et principales caractéristiques .....                                                                      | 2   |
| 2.2 L'UEM en tant que zone monétaire optimal .....                                                                      | 7   |
| 3. Points importants pour les Européens .....                                                                           | 9   |
| 3.1 Les critères de Maastricht : masochisme budgétaire ou convergence prudente? .....                                   | 9   |
| 3.2 La Banque centrale européenne (BCE) .....                                                                           | 10  |
| 3.3 L'UEM et la compétitivité européenne .....                                                                          | 10  |
| 4. Incidences sur le système financier international .....                                                              | 12  |
| 4.1 L'UEM et les institutions financières internationales .....                                                         | 12  |
| 4.2 L'euro, monnaie de réserve .....                                                                                    | 13  |
| 4.3 L'UEM, les activités bancaires et les marchés de capitaux d'envergure internationale .....                          | 16  |
| 4.4 Conséquences sur la coordination macroéconomique .....                                                              | 21  |
| 5. Conséquences pour le Canada .....                                                                                    | 21  |
| 5.1 Conséquences pour la politique monétaire quotidienne et les opérations journalières sur le marché des changes ..... | 22  |
| 5.2 Échanges commerciaux et marchés financiers canadiens .....                                                          | 23  |
| 6. Conclusion : Sommaire des conséquences .....                                                                         | 28  |

## L'Union économique et monétaire en Europe et ses implications pour le Canada

### Résumé

Le présent document analyse le projet d'Union économique et monétaire (UEM) en Europe, événement sans précédent pour les marchés financiers du continent européen et du monde entier, puis met en lumière certaines de ses répercussions. Tout d'abord, nous examinerons le cadre fondamental de l'UEM et des institutions afférentes, de même que les critères de convergence prévus par le Traité de Maastricht. Les caractéristiques et les conséquences économiques d'une union monétaire sont également abordées. Ensuite, dans les trois dernières sections, nous passerons en revue les incidences de l'UEM sur l'Europe, le système financier international et le Canada.

Bien que les avantages et les coûts économiques de l'UEM restent encore largement débattus, les motifs qui sous-tendent l'UEM sont considérés d'ordre essentiellement politique. En effet, l'Union monétaire est perçue comme un pas important dans la promotion de l'intégration de l'Europe. Elle fournit également une approche structurée d'envergure paneuropéenne en matière de politique monétaire. Nous concluons ici que l'UEM est possible, mais que l'on exagère peut-être ses retombées économiques favorables. En effet, une bonne part des discussions dans la population sur les avantages de l'UEM semblent confondre les bénéfices tirés d'une *union douanière*, qui s'assortit d'importants effets sur le commerce et les investissements -- et à laquelle l'Union européenne peut être assimilée depuis de nombreuses années -- et ceux d'une *union monétaire* (telle l'UEM), qui concernent la politique monétaire et les taux de change. C'est au moyen de la théorie des zones monétaires optimales qu'on peut le mieux étudier les unions monétaires. Nous en avons conclu que le rendement économique de l'Europe dans le cadre de l'UEM progressera si le continent parvient à améliorer la souplesse des marchés de la main-d'oeuvre et des produits, ce qui ne va pas sans difficultés.

La marche vers l'UEM suppose que les États membres se dotent d'un plan de convergence économique fondé sur les critères de Maastricht ainsi que d'un processus complexe permettant la constitution d'une nouvelle banque centrale et l'introduction d'une monnaie unique. Du point de vue de l'économiste financier, l'UEM s'amorcera par un big bang lorsque les taux de change entre les monnaies participantes seront bloqués et que la nouvelle banque centrale commencera ses activités, selon toute vraisemblance le 1<sup>er</sup> janvier 1999.

Nous sommes parvenus aux conclusions suivantes quant aux retombées de l'UEM :

- Pour l'Europe, les avantages économiques quantifiables de l'Union monétaire seront probablement faibles. Toutefois, l'UEM pourrait donner le coup d'envoi nécessaire à l'assouplissement des marchés des produits et de la main-d'oeuvre, ce qui devrait en retour améliorer la tenue de l'économie européenne dans le cadre de l'Union monétaire. Celle-ci pourrait également accélérer l'harmonisation des marchés de titres et de la réglementation dans le domaine bancaire.
- Pour les marchés financiers de l'Europe et de l'étranger, les conséquences devraient être positives si la transition s'effectue sans heurts. La mise en place de marchés plus diversifiés et liquides devrait accroître l'efficacité de l'intermédiation sur les marchés financiers, tandis que la création de produits financiers novateurs pourrait s'intensifier au fur et à mesure que les marchés deviendront matures et plus compétitifs. La nouvelle monnaie trouvera sa place dans les portefeuilles de réserves officielles des pays non membres de l'UEM sans bousculer les marchés monétaires ou les marchés des changes à l'échelle internationale. Cependant, les marchés financiers pourraient devenir instables et connaître des turbulences à certains moments du processus de mise en oeuvre de l'UEM. Tout retard ou toute révision du processus entraînera la révision rapide des attentes sur les marchés financiers, d'où la volatilité de ces derniers. L'Union monétaire aura également des retombées à long terme sur la gestion des grandes questions financières internationales dans des tribunes comme le G-7 et le FMI.
- Pour le Canada, les conséquences semblent relativement restreintes. Le Canada sera probablement perçu de plus en plus comme une partie du marché nord-américain dans un monde financier tripolaire. L'évolution de la compétitivité en Europe, les effets sur le commerce et les mouvements des capitaux peuvent avoir une incidence secondaire sur le Canada, mais les observateurs ne s'entendent pas sur l'orientation et l'ampleur de ces éléments. Bien qu'on espère que l'UEM stimulera l'investissement et la croissance en Europe, il est possible qu'une politique stricte régissant l'euro et le maintien des contraintes budgétaires provoquent la stagnation. Le taux de change variable et l'économie de marché qui caractérisent le Canada devraient lui permettre de s'adapter à cette situation en subissant un minimum de perturbations. Les entreprises canadiennes et les protagonistes sur les marchés financiers canadiens qui prévoient conclure des opérations et exercer des activités dans la nouvelle monnaie devront cependant s'informer des détails techniques pertinents.

## Executive Summary

This paper discusses the proposed European Monetary Union (EMU), a landmark event for Europe and world financial markets, and draws out some of the implications. First, the basic framework of EMU and its associated institutions is reviewed, along with the Maastricht criteria for economic convergence. The economic characteristics and implications of a currency union are discussed. Then, in the remaining three sections, the implications for Europe, the international financial system, and for Canada are examined.

While there is considerable debate about the economic benefits and costs of EMU, the underlying motivation is seen to be largely political. Monetary union is viewed as a major step in promoting the integration of Europe. It will also provide a framework for a pan-European approach to monetary policy. The paper concludes that EMU is achievable, but that the economic benefits may be exaggerated. Much of the popular discussion about the benefits of EMU appears to confuse the benefits of a *customs union*, which entails important trade and investment effects, and which the European Union has been for many years, with those of a *currency union* (EMU), which is about monetary policy and exchange rates. Currency unions are best studied through the theory of optimal currency areas. In this context, it is concluded that European economic performance under EMU would be enhanced if Europe tackled the difficult issues of improving labour and product market flexibility.

The transition to EMU involves both a plan for economic convergence for the participating countries based on the Maastricht criteria, and a complex process for the constitution of a new central bank and introduction of the single currency. From a financial economist's point of view, EMU will start with a "big bang" when exchange rates among participating currencies are locked and the new central bank begins operations, the most likely date being January 1, 1999.

With respect to the implications of EMU, the paper concludes that:

- For Europe, the quantifiable economic benefits of EMU are likely small. However, it could provide the impetus to improve product and labour market flexibility, changes that will enhance the operation of the European economy under monetary union. It may also accelerate the harmonization of securities markets and banking regulation.
- For financial markets in Europe and abroad, the impact should be positive if the transition goes smoothly. Deeper and more liquid markets should enhance the efficiency of financial market intermediation, and financial product innovation may increase as markets mature and become more competitive. The new currency will find a place in official reserve portfolios of non-participating

countries without major impacts on global money or exchange markets. However, volatility and turbulence in financial markets could occur at certain points in the EMU implementation process. Any postponement of revision in the process will result in the rapid unwinding of financial market expectations, with associated market volatility. EMU will also have longer-term implications for the management of international financial issues in such fora as the G-7 and the IMF.

- For Canada, the implications appear relatively minor. Canada will probably be perceived increasingly as part of the North American market in a tri-polar financial world. Secondary impacts on Canada stemming from changes in European competitiveness, trade effects and capital market flows may occur, but differences of opinion exist on the direction and size of these effects. While it is hoped that EMU will stimulate investment and growth in Europe, it is possible that a hard euro currency policy and continued fiscal restraint could produce stagnation. Canada's floating exchange rate and market-oriented economy should accommodate such effects with a minimum of disruption. Canadian firms and financial market participants planning to conduct transactions and operations in the new currency, however, must inform themselves on the technical details.

## L'Union économique et monétaire en Europe et ses implications pour le Canada

### 1. Introduction

Le présent document analyse le projet d'Union économique et monétaire (UEM) en Europe, puis met en lumière certaines de ses répercussions. Tout d'abord, nous réviserons le cadre fondamental de l'UEM et des institutions afférentes, de même que les critères de convergence prévus par le Traité de Maastricht. Les caractéristiques et les conséquences économiques d'une union monétaire sont également abordées. Ensuite, dans les trois dernières sections, nous passerons en revue les incidences de l'UEM sur l'Europe, le système financier international et le Canada.

Les motifs sous-tendant l'Union économique et monétaire (UEM) en Europe sont essentiellement de nature politique<sup>1</sup>; on considère que l'UEM représente une étape capitale à franchir pour unir les Européens (particulièrement l'Allemagne et la France). La domination de l'Allemagne et de la Bundesbank sur la scène financière européenne de même que la tendance naturelle des Européens à privilégier un régime fondé sur un taux de change fixe pour gérer les taux qui prévalent sur le continent ont fait en sorte qu'une bonne partie de l'Europe est devenue un bloc axé sur le mark allemand. La réunification des deux Allemagnes a illustré combien l'échange de devises avec l'Allemagne de l'Est -- et les taux d'intérêt élevés qui en ont résulté -- pouvaient toucher l'ensemble de l'Europe, et elle a souligné la possibilité que les intérêts économiques de l'Allemagne divergent de ceux de ses partenaires. Bien que la banque centrale allemande se soit comportée dans l'ensemble en gestionnaire compétent (quoique prudent), l'UEM érigera un cadre institutionnel qui donnera aux autres pays européens voix au chapitre dans la gestion du système monétaire du continent.

L'UEM est censée entrer en vigueur comme prévu le 1<sup>er</sup> janvier 1999. Toutefois, plusieurs facteurs pourraient assombrir le paysage : un désaccord sur les politiques monétaires et budgétaires au sein de l'UE jusqu'à la mise en oeuvre et durant la période de transition, ou encore les divergences d'opinions sur des points techniques comme la participation au système de paiement TARGET, qui demeurent irrésolues pour le moment. À long terme, certains États membres ou régions membres pourraient être déçus lorsqu'ils se rendront compte que leur manque d'autonomie sur le plan monétaire compromettra leur capacité d'atteindre leurs autres objectifs économiques et sociaux. Qui plus est, si l'UEM est mise en oeuvre, elle sera selon

---

<sup>1</sup>Bien que certains affirment (particulièrement dans l'UE elle-même) que l'UEM présente de grands avantages de nature économique, nous sommes d'avis que ces attentes sont exagérées ou que leur réalisation nécessitera une déréglementation plus poussée et souhaitable mais ardue de la part des États, notamment afin d'assouplir les marchés de la main-d'oeuvre et des produits.

toutes probabilités maintenue indéfiniment, car il en coûte trop cher de quitter une union monétaire pour qu'un pays prenne cette décision sans avoir des raisons pressantes et irrésistibles de le faire.

L'accord intervenu sur les termes du Pacte de stabilité et de croissance, fait saillant de la réunion du Conseil de l'UE à Dublin en décembre 1996, supprime un obstacle de taille pour l'UEM. Le Pacte concrétise l'entente entre les membres de l'UE selon laquelle les participants à l'Union monétaire doivent pratiquer la discipline budgétaire après l'entrée en vigueur de l'UEM le 1<sup>er</sup> janvier 1999.

## 2. Le cadre de l'UEM

### 2.1 Contexte et principales caractéristiques

Le Traité de Maastricht a établi un calendrier en trois étapes qui mènera à l'Union économique et monétaire et à l'utilisation d'une monnaie unique.

**La phase I** de l'UEM, qui s'est amorcée le 1<sup>er</sup> janvier 1990 et a pris fin le 1<sup>er</sup> décembre 1993, exigeait l'élimination de tous les contrôles imposés par les États membres sur les mouvements de capitaux.

**La phase II**, qui a commencé le 1<sup>er</sup> janvier 1994, oblige tous les signataires (sauf le Royaume-Uni et le Danemark) à passer à la phase III s'ils répondent aux critères de convergence d'après le Conseil européen.

**La phase III** consacrera l'établissement de la monnaie unique; la date la plus probable avancée jusqu'à maintenant est le 1<sup>er</sup> janvier 1999.

Le Traité de Maastricht énonce cinq critères de convergence économique que les États-membres doivent remplir afin d'être admissibles à l'étape finale de l'UEM :

1. Le déficit général de l'État doit être inférieur à 3 % du PIB, à moins que le ratio ne soit en baisse et ne s'approche de la valeur de référence.
2. Le rapport général de la dette publique au PIB doit être inférieur à 60 %, à moins qu'il ne soit en baisse et ne s'approche de la valeur de référence. D'aucuns s'interrogent sur le degré de souplesse à conférer à ces deux premiers critères.
3. Le taux d'inflation ne doit pas dépasser de plus de 1,5 point de pourcentage la moyenne de l'inflation des trois États membres réalisant la meilleure performance.

4. Le taux d'intérêt à long terme ne peut excéder de plus de 200 points de base la moyenne des taux des trois États membres réalisant la meilleure performance sur le plan de l'inflation.
5. Les taux de change doivent être stables.

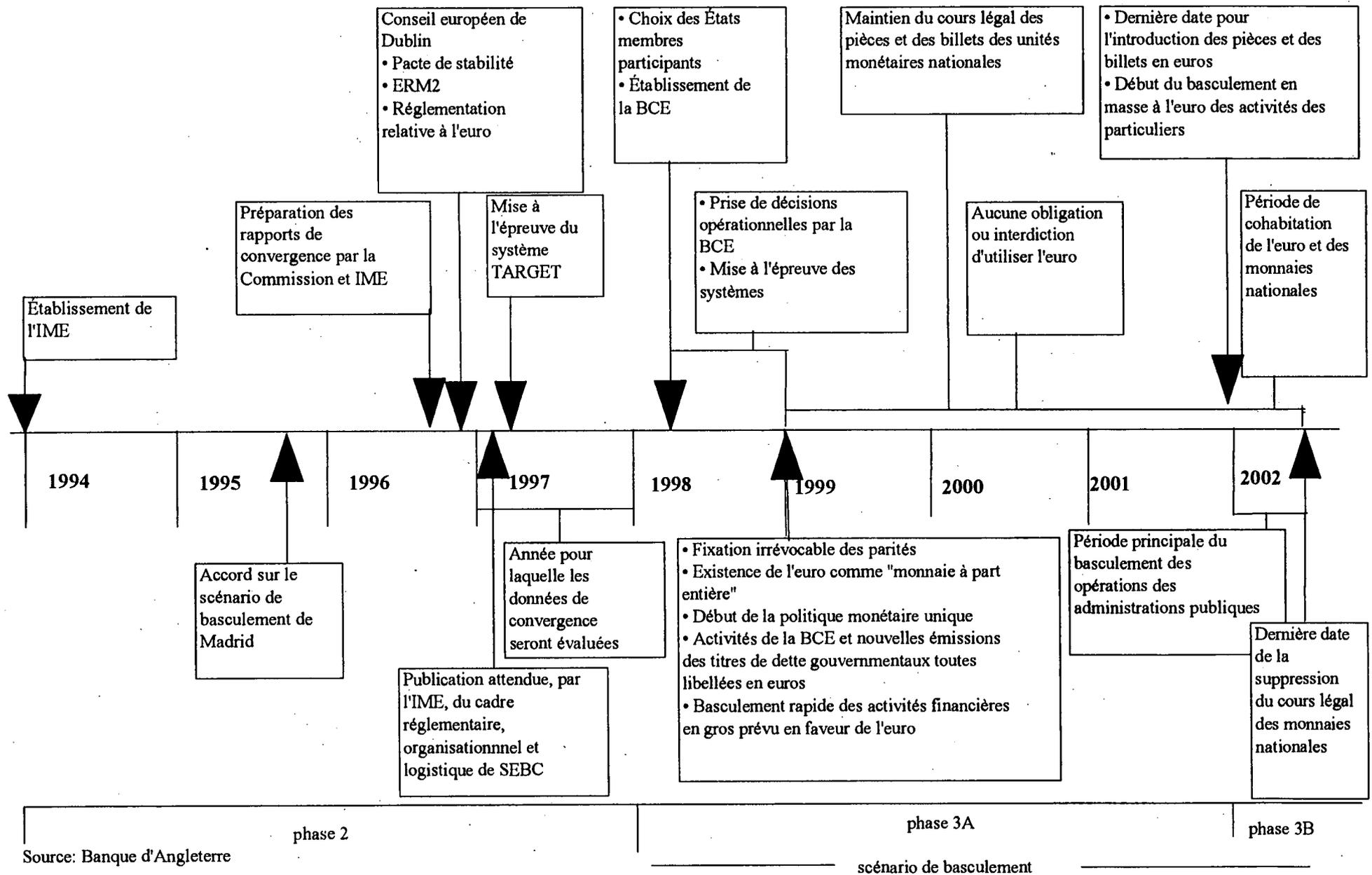
Les mesures intensives de préparation à l'UEM seront engagées au début de 1998 pour se conclure le 1<sup>er</sup> janvier 1999. Il faudra choisir une date de mise en application ainsi que les pays participants aussitôt que possible en 1998, lorsque les données de 1997 relatives aux critères de convergence seront connues. Les préparatifs comprennent aussi l'établissement de la Banque centrale européenne (BCE) et du Système européen de banques centrales (SEBC) ainsi que l'approbation de la législation permettant la conversion des monnaies. Chaque membre doit assurer la compatibilité de ses textes législatifs nationaux avec les exigences énoncées dans le Traité de Maastricht et dans la loi constituant le SEBC.

La date proposée pour la mise en oeuvre de l'UEM, soit le 1<sup>er</sup> janvier 1999, marquera de grands bouleversements au chapitre de la politique monétaire. Il n'y aura qu'une structure de taux d'intérêt sous-jacente et, même si les monnaies nationales continueront d'exister, elles deviendront de simples substituts du nouvel euro. Il y aura tout d'abord la fixation irrévocable des taux de conversion entre les monnaies participantes et l'euro, puis le transfert à la BCE des responsabilités à l'égard de la politique monétaire. Le SEBC conclura toutes ses opérations sur les marchés des changes et sur les marchés monétaires en euros et convertira tous ses comptes de contre-valeur. Le SEBC fournira le système de paiement et de règlement brut en temps réel en euros et des facilités de conversion. On prévoit qu'un basculement surviendra sous l'impulsion du marché pour les grandes opérations, les marchés de titres et les procédés comptables durant la période de transition de trois ans. Au cours de la dernière année, les entreprises européennes ont commencé à préparer leurs programmes de transition et des analyses portant sur les points techniques et juridiques. Les banques sont les plus avancées dans ce processus, tandis que les grandes sociétés multinationales en sont au stade de la planification; les petites entreprises, ainsi que le secteur du détail, leur emboîteront le pas par la suite.

Le remplacement des billets et des pièces de même que le basculement des devises commenceront le 1<sup>er</sup> janvier 2002, au plus tard, et dureront en maximum six mois. La conversion des monnaies dans tous les secteurs devrait survenir le 1<sup>er</sup> juillet 2002 au plus tard. Il y aura suppression du cours légal des billets et pièces en monnaie nationale. Le graphique de la page suivante illustre la mise en oeuvre.

Seuls le Luxembourg, le Danemark et l'Irlande (si ces deux derniers pays parce qu'ils ont réussi à réduire significativement leur dette publique) respectaient les critères de convergence à l'heure actuelle. L'Allemagne, qui était un des premiers pays à satisfaire à ces

**Graphique 1: Calendrier prévue pour l'introduction de l'euro**



critères, a vu son déficit grimper à 3,6 % du PIB en 1995, contre 2,5 % en 1994, et son rapport dette:PIB est en progression, et non en baisse. Le Danemark a refusé de participer à l'Union monétaire, et le Royaume-Uni décidera d'y adhérer ou non au début de la phase III.

Depuis plusieurs années, l'opinion oscille entre l'optimisme et le pessimisme quant aux chances de mettre en place une union monétaire en Europe. Cette instabilité de l'opinion publique force les ministres des finances du Conseil européen et les gouverneurs des banques centrales à rassurer fréquemment les marchés quant à leur détermination à réaliser l'UEM en conformité avec les lignes directrices énoncées dans le Traité de Maastricht. Même si l'UEM est mise en place et s'articule autour d'un groupe principal de pays dont la monnaie est solide, une grande question se pose : comment l'Union fonctionnera-t-elle dans une Europe à deux vitesses et quelles en seront les conséquences sur le marché unique? Pour le moment, les opinions exprimées penchent du côté positif et portent à croire qu'une forme quelconque d'UEM s'amorcera le 1<sup>er</sup> janvier 1999.

On peut obtenir une mesure quantitative du sentiment des marchés sur les probabilités de réalisation de l'UEM en dressant un graphique des différentiels d'intérêts par rapport au mark allemand. Si l'Union monétaire voit le jour le 1<sup>er</sup> janvier 1999, les taux d'intérêt sur les titres libellés en monnaies qui font partie de l'UEM resteront inchangés (abstraction faite des différences attribuables au crédit). À mesure que la mise en place de l'Union monétaire est devenue plus probable au cours de la dernière année, le différentiel entre les devises qui feront partie éventuellement de l'UEM s'est comprimé.

Les marchés financiers se prononcent également sur la probabilité que divers pays rejoindront l'UEM. Les titres de dette en monnaie locale des pays dont on est certain qu'ils adhéreront à l'UEM devraient afficher un rendement semblable après 1999 (abstraction faite du risque de crédit). Le tableau 1 ci-dessous présente un groupe théorique de pays européens ainsi que leur différentiel d'intérêt en points de pourcentage par rapport aux taux allemands (un point de pourcentage représente un centième de un pour cent). Plus l'écart est prononcé, moins le marché est certain que ce pays participera à l'UEM.

Les « principaux » pays affichent un écart faible par rapport aux titres libellés en marks allemands (le différentiel négatif dans certains cas est attribuable aux primes de liquidité et à d'autres facteurs institutionnels). Bien qu'elle soit loin de satisfaire au critère de Maastricht relatif à l'endettement, la Belgique devrait adhérer à l'UEM grâce à ses réformes budgétaires, à son rapport dette publique:PIB à la baisse et à la position fondamentale qu'occupe Bruxelles en qualité de siège de l'Union européenne. Récemment, l'Italie avait déclaré son intention de se préparer à rejoindre l'UEM, d'adhérer à nouveau à l'ERM et de procéder à une réforme budgétaire; le marché a donc déterminé que les chances de l'Italie de participer à l'UEM se sont accrues, de sorte que l'écart entre la lire et le mark allemand s'est rétréci par rapport à ce qu'il était depuis quelque temps. Les différentiels relativement ténus

pour le Portugal et l'Espagne traduisent l'enthousiasme que suscitait alors leur participation éventuelle.

**Tableau 1**  
**Différentiel d'intérêt par rapport aux obligations allemandes sur une période de 10 ans**  
(en points de base)

|                                                      |      |
|------------------------------------------------------|------|
| <i>Membres principaux probables de l'UEM</i>         |      |
| <i>Allemagne</i>                                     | -    |
| <i>France</i>                                        | -21  |
| <i>Pays-Bas</i>                                      | -14  |
| <i>Belgique</i>                                      | -14  |
| <i>Autriche</i>                                      | - 4  |
| <br><i>Membres périphériques</i>                     |      |
| <i>Finlande</i>                                      | +39  |
| <i>Irlande</i>                                       | +65  |
| <br><i>Refus d'adhérer à l'UEM</i>                   |      |
| <i>Danemark</i>                                      | +74  |
| <i>Royaume-Uni</i>                                   | +127 |
| <br><i>Pays moins susceptibles d'adhérer à l'UEM</i> |      |
| <i>Portugal</i>                                      | +37  |
| <i>Espagne</i>                                       | +44  |
| <i>Suède</i>                                         | +61  |
| <i>Italie</i>                                        | +76  |

---

Source : Paribas Capital Markets. Les différentiels sont calculés le 14 janvier 1997 d'après les taux d'intérêt à terme en date de janvier 1999 sur le marché des swaps. Les taux à terme en date du début de l'UEM offrent la meilleure mesure comparative des attentes du marché sur les probabilités qu'une monnaie fasse partie de l'UEM.

Ironiquement, même si le Royaume-Uni est un des rares pays qui satisfassent d'assez près aux critères de Maastricht pour être admissibles à l'UEM, il se réserve de refuser d'y adhérer. Il n'a pas encore suivi l'exemple d'autres pays européens en omettant de rendre sa

banque centrale tout à fait indépendante, comme c'est nécessaire pour l'UEM, et il reste à l'extérieur de l'ERM<sup>2</sup>.

Les dirigeants politiques de l'UE doivent faire certains choix difficiles :

- Plus les critères de convergence sont appliqués de manière stricte, plus l'Union monétaire sera crédible et durable, mais moins il est probable qu'un nombre critique de participants seront admissibles dès le début.
- L'assouplissement des critères de convergence permettrait l'adhésion d'un plus grand nombre d'États à l'UEM, mais risquerait d'amoindrir la crédibilité stratégique après l'entrée en vigueur de l'UEM.
- Le report de la date d'entrée en vigueur de l'Union monétaire accroîtra les chances d'obtenir un plus grand nombre de participants, mais il risquerait de créer une grande incertitude quant à la volonté politique de réaliser l'UEM et nécessiterait la modification du Traité de Maastricht.

Parmi les nombreux commentateurs qui s'expriment sur l'UEM, George Soros (gestionnaire bien connu de fonds de couverture) et Rudiger Dornbusch (spécialiste de l'économie monétaire internationale) ont rédigé tous deux récemment des articles où ils critiquaient l'approche adoptée par le Traité de Maastricht en ce qui a trait à la convergence économique. Soros estime en effet que l'Allemagne et la France devraient faire fi de Maastricht et procéder de concert à la reflation de leurs économies. Dornbusch estime qu'un pays ne devrait pas adhérer à l'UEM à moins d'avoir prouvé que son économie peut afficher un taux de chômage structurel de 6 % ou moins, par exemple, ce qui nécessiterait la déréglementation massive des marchés de la main-d'oeuvre en Europe<sup>3</sup>.

## 2.2 L'UEM en tant que zone monétaire optimale

Une zone monétaire optimale est une unité géographique et économique dans laquelle une seule monnaie et une seule politique monétaire fonctionnent efficacement. D'après les ouvrages classiques, il existe quatre critères pour déterminer si un ensemble de régions devrait

---

<sup>2</sup>Comme il reste un peu moins de deux ans avant l'entrée en vigueur de l'UEM, le Royaume-Uni et la Suède n'ont désormais aucune chance de respecter une interprétation stricte du critère relatif au taux de change (c.-à-d. adhésion pendant deux ans à l'ERM avant l'UEM). Cependant, cette situation ne se révélera peut-être pas problématique, car il est possible que le Traité de Maastricht soit interprété de manière souple.

<sup>3</sup>Les deux articles ont paru dans *Foreign Affairs* en septembre 1996.

constituer une zone monétaire : la mobilité des facteurs de production; la flexibilité des prix et des salaires; l'ouverture au commerce extérieur et la diversité de la production. Les régions qui sont dotées d'économies relativement fermées et de gammes de produits étroites, dont les prix et les salaires sont très rigides et où la main-d'oeuvre de même que les capitaux possèdent une mobilité externe faible ne devraient pas se joindre à une union monétaire, mais devraient plutôt demeurer dans une zone monétaire distincte, dotée de taux de change flexibles<sup>4</sup>.

Un examen rapide de l'Europe permet de faire les observations suivantes :

- sur le plan des facteurs de production, on peut dire que les capitaux sont mobiles, ce qui est moins le cas de la main-d'oeuvre;
- les prix des produits sont flexibles, mais les marchés des salaires et de la main-d'oeuvre ne le sont pas;
- le commerce est ouvert, sauf pour certains produits (agriculture);
- la production est généralement diversifiée, sauf dans quelques petits pays à la périphérie du continent.

Une étude effectuée par la Banque du Canada (Chamie et coll., 1994) s'est penchée sur l'Europe en tant que zone monétaire optimale pour conclure qu'il y avait trois groupes de pays : l'Allemagne et la Suisse, qui forment le noyau auquel s'ajoutent le Benelux, la France, l'Espagne et le Royaume-Uni en tant que groupe secondaire jusqu'à la périphérie, où se trouvent la Grèce, l'Italie, la Norvège et la Suède. Ces pays, plus particulièrement, subiraient une hausse des coûts à cause de la variabilité de la production et de l'emploi sous le régime de l'UEM. Par ailleurs, toutefois, l'étude concluait que certains pays des régions périphériques possédaient une meilleure capacité d'adaptation aux contrecoups que les pays du noyau et du groupe secondaire parce qu'ils font preuve d'une plus grande flexibilité au chapitre des prix et des salaires que les marchés plus rigides du noyau. Les optimistes faces à l'Union monétaire feraient valoir que les nouvelles tendances qui se dégagent de l'intégration européenne rendent les études comme celle-ci, fondées sur des données historiques, moins pertinentes pour l'avenir. Lorsque l'UEM sera mise en place, l'Europe deviendra probablement plus intégrée qu'elle ne l'est actuellement. Bien que l'Union européenne ne soit pas une zone monétaire optimale, elle peut le devenir du fait que l'UEM est réalisable.

L'UE constituerait la seule zone monétaire dénuée d'une autorité budgétaire centrale : la plupart des observateurs semblent accepter la nécessité de prévoir une forme quelconque de coordination budgétaire entre les États membres après l'UEM; le Pacte de stabilité mentionné plus tôt se veut un pas dans cette direction. Les banques d'investissement de Londres ont

---

<sup>4</sup>Taylor, C. *EMU 2000: Prospects for Monetary Union*, à la p. 22.

chargé leurs spécialistes d'évaluer la solidité du crédit des gouvernements européens plus soigneusement et de transmettre leur opinion aux investisseurs. Sans risque de change, la cote de crédit deviendra la principale caractéristique distinctive des titres de dette d'un gouvernement régional à l'intérieur de l'UEM (comme c'est le cas des provinces au Canada).

### 3. Points importants pour les Européens

#### 3.1 Les critères de Maastricht : masochisme budgétaire ou convergence prudente?

Les critères énoncés dans le Traité de Maastricht relativement à l'Union monétaire, que nous avons décrits plus haut à la section 2.1, exposaient un moyen d'harmoniser les économies européennes avant l'introduction de l'Euro. Les deux contraintes effectives, pour la plupart des pays, sont celles qui touchent les déficits et l'endettement. On peut faire valoir que les mesures concertées prises par plusieurs gouvernements européens, de grande et de petite envergure, en vue de réduire leurs dépenses et leurs déficits sont au moins partiellement responsables de la stagnation actuelle en Europe, situation communément appelée « freinage budgétaire ». Passant d'un sommet de -5,1 % du PIB en 1993, les soldes<sup>5</sup> structurels publics des pays de l'Union européenne sont tombés, d'après les estimations, à -3,6 % en 1996; l'OCDE prévoit qu'ils se resserreront à nouveau jusqu'à -2,5 % en 1997.

La discussion qui précède traite des effets à court terme sur la demande globale. Toutefois, l'opinion se répand, se généralise même, chez les économistes, qu'une telle politique budgétaire est inefficace à long terme. Dans le cas de Maastricht, les agents économiques prévoyants devraient prévoir la baisse des impôts et taxes qui résultera de la contraction budgétaire et augmenter leurs dépenses en conséquence. Le repli des taux d'intérêt attribuable au fléchissement des emprunts qui est associé à la contraction des budgets stimulera également les dépenses du secteur privé. Le resserrement budgétaire imposé par Maastricht ne devrait pas engendrer la stagnation à long terme en Europe, parce que les dépenses privées devraient s'intensifier.

Que peut-on en conclure? La convergence budgétaire en elle-même est probablement responsable d'une part de la stagnation qui prévaut actuellement en Europe. Le freinage budgétaire risque d'empirer à court terme lorsque plusieurs pays de l'Union européenne devront procéder à des coupures budgétaires de la dernière heure afin de répondre au critère de réduction du déficit établi pour 1997, soit 3 % du PIB. Il se peut que les dépenses privées accrues, à long terme, provoquent une nouvelle croissance. Un aspect plus profond du

---

<sup>5</sup>Les mesures structurelles sont déconjoncturalisées et permettent d'évaluer les modifications discrétionnaires apportées à la politique budgétaire.

problème touche au fait que nous commençons à observer les contrecoups d'une politique monétaire paneuropéenne qui convient à certaines régions mais pas à d'autres, situation qui s'accroîtra encore sous le régime de l'UEM. Il vaudrait mieux que la politique monétaire européenne soit formulée par une institution paneuropéenne que par un seul grand protagoniste. Il y a lieu de souligner une autre dimension du problème, soit l'absence de souplesse des marchés des salaires et de la main-d'oeuvre, rigidité qui ne facilite pas le fonctionnement d'une économie dans le cadre d'une union monétaire, comme nous l'avons précisé dans nos propos sur la zone monétaire optimale.

### **3.2 La Banque centrale européenne (BCE)**

Les concepteurs de la Banque centrale européenne ont pris soin de la soustraire autant que possible aux influences politiques et gouvernementales. Le législateur a fait en sorte qu'elle ne puisse demander ni recevoir de directives ou d'instructions des gouvernements. Qui plus est, les gouvernements nationaux sont tenus de rendre leurs textes législatifs compatibles avec celui de la BCE. Le modèle choisi s'inspire de la Bundesbank, qui suit également une structure fédérée et jouit d'une parfaite indépendance ainsi que d'une grande crédibilité sur les marchés financiers.

Bien des pays ont apporté ou sont sur le point d'apporter les changements requis à leurs lois régissant leur banque centrale, notamment la Banque de France, qui est devenue beaucoup plus indépendante du gouvernement. Un fait intéressant à mentionner : la loi concernant la Banque d'Angleterre ne répond pas aux conditions de l'UEM, puisque le trésor du Royaume-Uni a le pouvoir de diriger certains aspects de ses activités. À ce jour, les autorités britanniques ne prévoient pas effectuer les modifications qui seraient nécessaires pour que le pays puisse adhérer à l'UEM.

Les monnaies nationales continueront de circuler après la mise en oeuvre de l'Union monétaire. Au niveau du commerce et des activités bancaires de détail, le travailleur et l'acheteur ne remarqueront probablement aucune différence : la monnaie interne servira encore de moyen de règlement, mais elle sera simplement un substitut de l'euro. Le début de l'UEM marquera l'établissement d'une politique monétaire unique et d'une seule série de taux d'intérêt chez les États participants - un big bang pour les marchés financiers. La BCE commencera sans délai à exercer ses activités sur le marché monétaire interbancaire et sur le marché des changes. Les billets et les pièces, dont les modèles ont été dévoilés au Sommet de Dublin en décembre 1996, seront introduits en 2002 au plus tard.

### **3.3 L'UEM et la compétitivité européenne**

L'UEM devrait engendrer des gains relativement faibles à moyen ou à long terme sur le plan de l'efficacité ou de la productivité pour les participants européens, au fur et à mesure

que seront éliminés les coûts des opérations sur devises et les coûts de la contrepartie sur les opérations de couverture du risque<sup>6</sup>. Ces gains seront négligeables à la lumière de l'évolution annuelle des mesures traditionnelles inter-pays que constituent le prix d'ajustement du taux de change et la compétitivité des coûts (coût unitaire relatif de la main-d'oeuvre et coût du producteur). Ces gains ne peuvent se comparer aux coûts importants et non récurrents dont s'assortissent les préparatifs nécessaires et la mise en oeuvre de l'UEM, de sorte qu'il est très difficile -- voire impossible -- de discerner une incidence nette de l'Union monétaire sur la compétitivité durant une longue période. Comme les taux de change entre l'Amérique du Nord, l'Europe et l'Asie continueront de fluctuer, les écarts de compétitivité entre ces régions, y compris les faibles gains tirés de l'UEM en Europe, pourront être atténués par des mouvements des taux de change.

Les documents de l'EMI et de l'Union européenne font valoir certains avantages que l'UEM apporterait à l'économie européenne. Ce sont les suivants :

- Le coût plus faible des opérations. D'après l'UE, les économies tirées de l'Union monétaire s'établiraient à 0,4 % du PIB, chiffre qui semble quelque peu élevé<sup>7</sup>. Toutefois, même ce montant est faible comparativement aux mesures traditionnelles des prix et de la compétitivité des coûts à l'échelle internationale, mesures qui peuvent facilement varier de plusieurs points de pourcentage par année.
- L'élimination du risque de change dans les opérations conclues entre les États membres de l'Union européenne.
- La stimulation des investissements, de la croissance et de l'emploi grâce à une meilleure gestion de la politique budgétaire et de la politique monétaire, à des taux d'intérêt plus faibles et à une confiance accrue. L'UE est d'avis que les primes de risque intégrées aux taux d'intérêt européens seront éliminées grâce à l'Union monétaire, donnant lieu à des taux d'intérêt plus bas.

---

<sup>6</sup>Le coût de la contrepartie sur les marchés des changes, qui se reflète dans l'écart acheteur-vendeur sur les contrats à terme de devises, se situe dans les centièmes de un pour cent.

<sup>7</sup>Il peut s'agir d'un redressement à la hausse non récurrent du PIB. Le trésor du Royaume-Uni, commentant l'ampleur de l'estimation de 0,4 %, a déclaré ce qui suit : [Traduction] « Pour une grande nation commerciale comme le Royaume-Uni, dont les marchés financiers sont bien développés et concurrentiels, les économies réelles pourraient être considérablement plus faibles ».

- La contribution à une meilleure stabilité monétaire internationale.
- La souveraineté conjointe accrue sur le plan monétaire par l'établissement d'une institution paneuropéenne régissant la politique monétaire.

L'Union européenne ne mentionne pas l'élan que donnerait l'UEM aux efforts d'harmonisation des textes législatifs ainsi qu'à la déréglementation des marchés des biens, des services et de la main-d'oeuvre. Le secteur financier, en particulier, pourrait rapidement bénéficier de marchés plus diversifiés et plus liquides d'instruments monétaires et d'obligations, de la consolidation des activités sur les marchés boursiers et des activités bancaires à l'échelle européenne. Les rivalités nationales qui subsistent devront être éliminées. Au chapitre de la déréglementation du marché de la main-d'oeuvre, les gouvernements devront régler de difficiles questions d'ordre politique face à l'intransigeance des syndicats et à l'inertie des sociétés d'État. Les fonctionnaires français, par exemple, se sont dits réticents à maintes reprises à adopter l'approche souple du Royaume-Uni et de l'Amérique concernant le marché de la main-d'oeuvre. La réussite de certains efforts de déréglementation du marché de la main-d'oeuvre depuis quelques années en Suède et au Danemark, de même que le début de la privatisation de Deutsche Telecom, pourraient se révéler les précurseurs d'une démarche plus généralisée, axée sur le marché, en Europe. Il s'agira sans aucun doute d'un processus ardu, et les avantages ne pourront être évidents qu'après quelques années.

#### **4. Incidences sur le système financier international**

##### **4.1. L'UEM et les institutions financières internationales**

###### **Le FMI**

Les principales fonctions du FMI touchent la coopération monétaire internationale, et ses activités fondamentales comprennent la stabilisation des monnaies, la surveillance du marché monétaire et des changes ainsi que l'aide relative à la balance des paiements. L'UEM aura des retombées sur toutes ces activités en ce qui a trait aux participants européens. Chaque pays verse également un quota calculé en fonction de critères financiers, économiques et politiques et siège au conseil du Fonds. Comme il n'y aurait qu'une seule banque centrale européenne, une seule politique monétaire et un seul taux de change, l'Union monétaire devrait, en toute légitimité, entraîner la révision de tous ces arrangements.

En guise d'exemple, soulignons que la surveillance exercée par le FMI s'attache aux politiques monétaires et budgétaires d'un membre. Dès lors, si la politique monétaire relève de la BCE indépendante et que les politiques budgétaires sont régies par un pacte de stabilité

postérieur à l'UEM, la surveillance des membres de l'Union monétaire devra être radicalement différente de celle des autres membres du FMI.

### **La Banque des règlements internationaux (BRI)**

Ce « club des banques centrales » coordonne notamment l'assistance de première ligne en octroyant du crédit-relais lors des crises touchant la monnaie et la balance des paiements, recommande les normes régissant les capitaux des banques et analyse l'incidence des systèmes de règlement en mutation, y compris les questions qui touchent le risque systémique. La BRI a toujours été plutôt eurocentrique (ayant été établie à l'origine pour gérer les réparations de guerre imposées à l'Allemagne), mais a récemment accueilli quelques banques centrales de pays asiatiques en développement. Alexandre Lamfalussy, ancien président de la BRI, préside actuellement l'EMI, prédécesseur de la BCE.

Les structures organisationnelles sont moins formelles et les gouvernements ne s'ingèrent pas normalement dans les questions dont se charge la BRI (sauf par l'entremise de leurs banques centrales). Toutefois, l'UEM pourrait avoir de graves répercussions sur ses activités, pour les mêmes motifs que dans le cas du FMI.

### **Banques multilatérales de développement**

L'Union monétaire devrait n'avoir qu'une faible incidence immédiate sur la Banque mondiale et les banques régionales de développement du fait que leurs activités sont moins liées à la politique monétaire.

#### **4.2. L'euro, monnaie de réserve**

Nous concluons que l'utilisation de l'euro en qualité de monnaie de réserve<sup>8</sup> par les détenteurs des réserves officielles n'aura pas d'effets importants sur les marchés financiers mondiaux ou sur le Canada. L'euro deviendra une monnaie de réserve lorsque les détenteurs nationaux des réserves officielles le jugeront utile comme véhicule d'intervention sur les marchés des changes et comme réserve de valeur.

---

<sup>8</sup>Le terme « monnaie de réserve » désigne la monnaie (étrangère) dans laquelle tendent à être libellées les réserves internationales officielles détenues par les trésors et les banques centrales. Ces agents détiennent des actifs du marché monétaire liquides et assortis d'un faible risque, souvent des bons du trésor américains, en guise d'éléments d'actif dans un compte de réserve. Certains pays détiennent des valeurs en dollars américains, en marks, en yens ou en écus ou encore des dépôts auprès de la BRI et des grandes banques.

On laisse parfois entendre, à propos de la domination du dollar américain dans les échanges commerciaux et les règlements internationaux, que cette domination place l'Europe dans une situation désavantageuse et que le statut de monnaie de réserve attribué à l'euro corrigera ce déséquilibre et affermira d'une manière quelconque le commerce et les finances en Europe. Or, c'est probablement l'inverse qui est logique : l'euro pourra devenir une monnaie de réserve lorsque les marchés financiers européens deviendront plus intégrés, liquides, sûrs et concurrentiels.

Ce statut de monnaie de réserve présente aussi ses inconvénients : les entrées de fonds dans le compte de capitaux officiels associées à l'acquisition, par des étrangers, d'avoirs de réserve, nécessitent une hausse du taux de change suffisante pour réduire la compétitivité du secteur des biens et services du pays titulaire de la monnaie de réserve; s'ensuit alors le déficit du compte courant qui doit être la contrepartie du surplus enregistré sur les opérations officielles. Par exemple, en 1995, l'accumulation de réserves en dollars américains par les gouvernements et les banques centrales à l'étranger a financé plus de la moitié du déficit du compte courant des États-Unis. En période de crise économique et politique internationale, les marchés financiers du pays titulaire de la monnaie de réserve peuvent subir l'arrivée en masse de capitaux à cause des « déplacements vers la qualité » qui s'accompagnent d'entrées de fonds à court terme, d'une volatilité des taux de change et de fluctuations des taux d'intérêt qui compliquent la mise en oeuvre d'une politique monétaire. Ces phénomènes sont le fardeau d'une monnaie de réserve et expliquent pourquoi le Japon et l'Allemagne ne sont pas de fervents partisans de l'octroi du statut de monnaie de réserve au yen et au mark.

L'utilisation de l'euro comme monnaie de réserve est tributaire de la création d'un marché monétaire en euros. Les réserves officielles sont détenues dans des instruments du marché monétaire porteurs d'intérêt, liquides et assortis d'un faible risque; à l'heure actuelle, il n'existe aucun marché qui se compare aux marchés monétaires libellés en dollars américains à cette fin. Bien que le mark allemand puisse être une monnaie forte attrayante et sûre, les autorités allemandes ont jusqu'à récemment découragé la création d'un marché de capitaux à court terme. Toutefois, si les banques décèlent une demande vigoureuse à l'égard des dépôts libellés en euros de la part des investisseurs (officiels), elles accepteront ces dépôts directement ou par intermédiation. Pour le moment, une bonne part des réserves officielles non libellées en dollars américains sont détenues en Europe par les pays européens eux-mêmes. Dans le cadre de l'Union monétaire, ces réserves deviendront des capitaux indigènes, de sorte que la BCE devra détenir principalement des dollars américains au titre de ses propres réserves de devises.

Le tableau ci-dessous montre les réserves par monnaie et par pays.

**Tableau 2**  
**Réserves officielles détenues par les pays du G-7**

|           | <u>\$ US</u>                     | <u>Écu</u> | Autres monnaies |
|-----------|----------------------------------|------------|-----------------|
|           | (équivalent en M\$ US, fin 1995) |            |                 |
| Canada    | 12 127                           | -          | 502             |
| France    | 12 259                           | 4 674      | 6 233           |
| Allemagne | 50 127                           | 27 520     | 147             |
| Italie    | 15 017                           | 6 257      | 6 531           |
| R.-U.     | 9 787                            | 11 198     | 13 623          |
| Japon     | 65 707                           | -          | 6 016           |
| É.-U.     | -                                | -          | 49 096          |

Source : Les réserves non affectées des pays asiatiques en voie d'industrialisation totalisent 246 milliards de dollars américains, essentiellement en dollars américains; Taïwan ainsi que la Chine en détiennent une quote-part importante.

Il existe des réserves importantes en écus détenues par les pays européens qui deviendront des euros dans le cadre d'un échange au pair; ces réserves deviendront alors des avoirs indigènes dans le cadre de l'UEM (sauf les réserves considérables du Royaume-Uni, si celui-ci n'adhère pas à l'Union monétaire). Les réserves d'autres pays libellées en marks ou d'autres monnaies européennes deviendront remboursables en euros d'après les taux de change bloqués. Dans un premier temps du moins, l'UEM entraînera probablement une *baisse* de la quote-part que représentent les monnaies européennes dans les portefeuilles de réserves mondiales lorsque les réserves officielles de devises en Europe deviendront des avoirs indigènes. La croissance de l'euro en qualité de monnaie de réserve dépendra donc de la volonté d'autres importants détenteurs de réserves (É.-U., Japon, Taïwan et Chine) de garder des euros dans leur portefeuille de réserves.

L'euro en viendra vraisemblablement à occuper une place notable dans les portefeuilles internationaux de réserves après quelques années, au fur et à mesure que les marchés de capitaux en euros deviendront matures et que les détenteurs des réserves seront convaincus de la prudence des politiques monétaires et budgétaires de l'Europe. Les mouvements éventuels des réserves occasionnés par les redressements apportés aux portefeuilles officiels, bien qu'ils soient non négligeables de manière absolue, seront insignifiants devant l'ampleur, la liquidité et l'élasticité des marchés monétaires mondiaux. Un des éléments les plus déterminants pour le taux de change et les taux d'intérêt en euros sera la position stratégique adoptée par la BCE à l'endroit de la Réserve fédérale des États-Unis, de même que les positions cycliques

relatives de l'Europe et des États-Unis, sans oublier la réputation de la sécurité et de stabilité des titres libellés en euros.

#### **4.3 L'UEM, les activités bancaires et les marchés de capitaux d'envergure internationale**

L'UEM devrait permettre d'accélérer grandement le processus de maturation des marchés de capitaux en Europe. Elle soulignera la nécessité de régler d'une manière plus cohérente tous les marchés de capitaux de l'Union européenne. Ces éléments ont peu d'importance directe pour le Canada, mais il convient tout de même de signaler que, même s'ils sont relativement efficaces et bien dirigés, les marchés de capitaux et les banques du Canada sont de petite envergure par rapport au contexte mondial et peuvent être perçus comme étant plus étroitement intégrés à ceux des États-Unis. Les emprunteurs et investisseurs canadiens en Europe devront suivre l'établissement et l'évolution des marchés de capitaux en euros dans le cadre de leurs activités de gestion de portefeuille et de la dette.

##### **1. Les marchés monétaires**

Les bases du marché monétaire en euros ont été érigées lors de la planification de la BCE et du SBCE. Le taux d'escompte de la banque centrale sera le point de référence de la structure des taux d'intérêt sur les nouveaux marchés monétaires et obligataires en euros. Ce marché interbancaire commencera ses activités dès la mise en place de l'UEM. Les gouvernements coopéreront en émettant tous leurs nouveaux titres de dette en euros et modifieront le libellé de l'encours de leur dette. Bien que l'Allemagne ait commencé à promouvoir la création de son marché monétaire en émettant des bons du trésor, l'absence probable du Royaume-Uni de l'UEM empêchera le marché monétaire en euros de profiter de la liquidité et de l'infrastructure élaborée du marché à court terme en livres sterling, et des compétences de ses participants.

##### **2. Les marchés des changes**

Les économies équivalant à 0,4 % du PIB que l'Union européenne, optimiste, prévoit tirer de l'efficacité accrue résultant de l'UEM se traduiront par une perte d'emplois et de revenus relativement aux opérations sur devises, et ces ressources devront être employées de manière productive ailleurs. Il est intéressant de déterminer où surviendront essentiellement ces pertes d'emplois. Londres est le principal centre des opérations sur devises, mais la plupart des opérations se font entre l'Europe et les États-Unis, et non pas entre les devises européennes. Or, sur le continent, la situation est inversée : la plupart des échanges se font à l'interne. Par conséquent, les pertes toucheront essentiellement le continent européen.

La transparence et la simplicité accrues des opérations donneront lieu à des gains, surtout dans le commerce de détail, les voyages et le tourisme. On ne sait pas encore dans

quelle mesure la facturation des opérations commerciales à l'étranger passera du dollar américain à l'euro en Europe, ce qui aurait pour effet de soulager les producteurs européens d'une partie des risques de change à court terme.

Une période de transition assez longue est prévue entre la date de mise en oeuvre de l'UEM (1<sup>er</sup> janvier 1999), d'une part, et l'émission finale des billets de banque en euros ainsi que le retrait des monnaies nationales, d'autre part. Quel serait le mode de gestion des taux de change durant cette période? On pourrait s'attendre à ce que les banques, pour les petites opérations, continuent d'offrir un cours acheteur-vendeur établi en fonction des taux de change fixés irrévocablement, alors que la plupart des grandes opérations s'effectueront de plus en plus souvent en euros, tout comme la compensation bancaire et les opérations sur le marché monétaire. On ne sait pas exactement comment les banques en Europe et à l'étranger considéreraient les positions longues et courtes qui figurent à leur bilan et qui sont libellées en monnaies nationales durant la transition : si elles les assimilent toutes à des positions libellées en euros, tout va bien. Par contre, si le bruit courait qu'un ou plusieurs participants à l'UEM envisageaient de se retirer, les monnaies nationales européennes pourraient retrouver une identité distincte sur les marchés. Les taux de change pourront rester irrévocablement fixes seulement si les gros protagonistes du marché les considèrent ainsi.

### 3. Les marchés obligataires

La convergence des taux d'intérêt nationaux dans le cas des monnaies des pays de l'UEM représente la principale caractéristique des marchés obligataires européens à l'heure actuelle. Les taux convergeront à un niveau (à l'exclusion des primes relatives à la solidité du crédit) le jour de la mise en oeuvre, probablement le 1<sup>er</sup> janvier 1999. Les participants des marchés euroobligataires favorisent ce processus en procédant à des opérations d'arbitrage entre différents marchés d'après leur adhésion éventuelle à l'UEM, d'une part, ainsi qu'entre diverses monnaies et l'écu, d'autre part, celui-ci étant échangé contre l'euro au pair.

Le nouveau marché des euro-obligations présente une caractéristique particulière : il n'y aura pas d'émetteur de référence qui prendra la forme d'une autorité budgétaire centrale émettant des titres « sans risque » assortis de divers rendements. Il y aura plutôt une gamme d'émetteurs dont la cote de crédit variera et qui n'auront aucun contrôle sur les dimensions financières de la banque centrale, situation qui s'apparente aux marchés obligataires provinciaux du Canada. Les courtiers en valeurs mobilières de Londres embauchent actuellement des spécialistes du crédit en vue d'accroître leurs capacités d'analyse dans ce secteur. Il sera facile de se procurer des titres en euros, puisque toutes les obligations en

circulation libellées dans des monnaies participant à l'UEM seront converties en euros<sup>10</sup> et que les gouvernements qui adhèrent à l'Union monétaire se seront engagés à émettre tous leurs nouveaux titres en euros. Par conséquent, le marché des euro-obligations sera liquide et diversifié dès le début ou presque.

Après l'UEM, le marché monétaire et euro-obligataire de Londres s'adaptera sans aucun doute rapidement à la nouvelle monnaie, et les émissions en euros seront vendues aux mêmes groupes d'investisseurs qui achetaient auparavant des titres libellés dans les monnaies remplacées par l'euro. L'UEM soulignera le fait qu'une bonne partie de l'intermédiation financière sur le continent s'effectuera « outre-mer », c'est-à-dire à Londres, sous un régime réglementaire différent. Le continent sera peut-être incité à opter pour la déréglementation en vue de rapatrier ces opérations et d'attirer les capitaux internationaux, ou encore, le Royaume-Uni pourra faire l'objet de pressions pour qu'il aligne sa réglementation sur celle de l'Europe. Voilà qui pourrait devenir un point de pression au sein de l'Union européenne au cours de la prochaine décennie.

#### 4. Les marchés boursiers

Contrairement aux obligations, qui sont négociées sur le marché hors cote, les actions sont cotées et négociées sur le parquet de bourses nationales réglementées. Les bourses se font concurrence pour inscrire des entreprises à leur cote et obtenir un certain volume d'opérations parce qu'il s'agit de leur source de revenus. L'inscription à plusieurs bourses des grandes sociétés est très courante. Encore une fois, Londres possède une longueur d'avance grâce au grand nombre de courtiers en valeurs mobilières qui y siègent, à son cadre réglementaire libéral et à la « culture d'actionnariat » en place au Royaume-Uni. Les institutions de ce pays ont tendance à détenir des proportions plus élevées de titres indigènes et étrangers dans leur portefeuille que ce n'est le cas dans le reste de l'Europe. Toutefois, Londres éprouve des problèmes avec l'informatisation de ses bourses depuis quelques années. Par ailleurs, en Allemagne plus particulièrement, le marché boursier a toujours été sous-développé.

La monnaie n'a aucune incidence particulière sur l'inscription à la cote et les négociations dans les marchés boursiers; les actions canadiennes et américaines inscrites à plusieurs cotes en Amérique du Nord se négocient aussi bien à Toronto qu'à New York, et c'est également le cas des sociétés possédant des inscriptions multiples en Europe à l'heure actuelle.

---

<sup>10</sup>Il existe une faible possibilité que les titulaires d'obligations contestent cette conversion devant les tribunaux en faisant valoir que l'émetteur a l'obligation contractuelle de rembourser les titres dans la monnaie nationale. Cette contestation pourrait être plus importante pour les produits dérivés; voir ci-dessous.

L'adoption de l'euro n'aura probablement aucune retombée directe sur les marchés boursiers, mais elle pourrait inciter les autorités à promouvoir la notion d'un marché de capitaux unique assorti d'une réglementation d'envergure européenne plutôt que d'une pléthore de règlements nationaux. Cette évolution pourrait provoquer des changements radicaux et une consolidation à grande échelle des bourses et du marché boursier.

#### 5. Les produits dérivés

Malgré la publicité négative récente et persistante dont ils sont victimes, les produits dérivés constituent un volet important et croissant des marchés financiers. Ils se sont développés parce qu'ils offrent une façon moins onéreuse et plus efficace de structurer des opérations que dans les marchés au comptant et qu'ils facilitent le transfert des risques à ceux qui sont les plus enclins et les plus aptes à les assumer. On reconnaît qu'un marché de produits dérivés bien rodé accroît la diversité, la liquidité et l'efficacité des marchés de valeurs mobilières au comptant. En conséquence, le Canada et l'Europe ont pris des mesures en vue de promouvoir les marchés de produits dérivés négociables en bourse, particulièrement les contrats à terme de taux d'intérêt (les États-Unis et le Royaume-Uni n'ont pas besoin de telles mesures, car des marchés bien développés y existent déjà).

À Londres, le LIFFE (bourse dominante en Europe pour les produits dérivés) a fusionné avec la bourse des marchandises et se dit prête à dominer les marchés des produits dérivés négociables en bourse de l'Europe avec l'introduction de l'euro. Le MATIF en France et la bourse allemande sont également actifs, mais il est probable qu'il y aura consolidation lorsque les taux d'intérêt nationaux et les monnaies nationales disparaîtront. Les contrats à terme de taux d'intérêt et d'indices boursiers négociables en bourse requièrent des indices boursiers et des obligations de référence qui permettent d'établir et de valoriser les contrats. Un contrat de taux d'intérêt en particulier prévaudra sans doute : celui de LIFFE.

Selon toute vraisemblance, lorsque les pays adhérant à l'UEM seront connus, les contrats à terme et les contrats de swaps de taux d'intérêt et de devises libellés en euros seront conçus et commenceront à être négociés avant la mise en place de l'Union monétaire, particulièrement sur le marché novateur hors cote (à l'extérieur des bourses). Ce processus devrait être encouragé parce qu'il facilitera la transition des marchés financiers vers l'UEM.

#### 6. Les activités bancaires

Deux points sont mis en évidence : les modalités d'accès au système de compensation interbancaire associé à l'introduction de l'euro de même que les perspectives sur le plan des fusions et des regroupements des banques en Europe.

La Banque d'Angleterre est en désaccord avec plusieurs banques centrales sur le sujet de l'accès au nouveau système TARGET destiné à la compensation interbancaire en euros. En effet, la Banque d'Angleterre veut y avoir accès sur la même base que les autres banques centrales, tandis que les autres banques européennes veulent restreindre les modalités d'accès<sup>11</sup> pour les instances qui n'adhèrent pas à l'UEM. Ces dispositions risquent d'influer sur la position concurrentielle de Londres, de Paris et de Francfort en leur qualité de centres financiers. Il est également possible que cette question retarde une partie des préparatifs techniques en vue de l'UEM et exacerbe l'opposition à l'UEM, particulièrement dans les milieux bancaires et officiels du Royaume-Uni. Le gouverneur de la Banque d'Angleterre a exprimé son mécontentement face à l'éventualité que le Royaume-Uni soit pris à partie de cette façon. Toutefois, si la compensation de Londres en euros était permise et que Londres conservait son avantage concurrentiel dans le domaine des services financiers sans que le Royaume-Uni ne fasse partie de l'UEM, une partie notable du marché monétaire libellé en euros pourrait fort bien être compensée « outre-mer », à Londres.

La mise en oeuvre fructueuse de l'UEM mettra encore plus en évidence les différences des régimes réglementaires touchant les banques ainsi que les marchés des titres en Europe. Le secteur est propice aux fusions et aux consolidations des banques, lesquelles ont déjà eu lieu à Londres (p. ex. l'acquisition de Morgan Grenfell par la Deutsche Bank). L'élimination des restrictions imposées aux activités bancaires entre les États aux États-Unis a donné lieu à une vague de consolidations et de fusions. En Europe, deux événements pourraient favoriser la consolidation dans le secteur financier : une démarche paneuropéenne à l'égard de la réglementation de banques, et le retrait de l'État comme propriétaire de banques, particulièrement en France et en Italie.

---

<sup>11</sup>La controverse touche l'accès aux liquidités intra-journalières. La Banque d'Angleterre est en train d'établir des facilités permettant de compenser les euros dans ses livres, peu importe que le Royaume-Uni participe ou non à l'UEM. Une partie du marché interbancaire en euros se retrouvera donc à Londres. Il arrivera que, en raison du règlement en temps réel dans la même journée, la Banque d'Angleterre souhaite que les banques de compensation couvrent un position déficitaire en euros au moyen de capitaux qui se trouvent ailleurs dans le système de compensation. Puisque la Banque d'Angleterre n'est pas un émetteur d'euros, elle ne peut couvrir des déficits en euros sur son propre bilan, comme une banque centrale peut le faire avec sa propre monnaie. C'est cet accès aux liquidités qui est en cause; les banques centrales française et allemande auraient insisté pour que cette liquidité intra-journalière soient réservée aux participants à l'UEM, même si toutes les banques centrales de l'Union européenne pourront avoir accès la compensation, en vue de garder le contrôle sur la monnaie. La Banque d'Angleterre fait valoir que le contrôle monétaire n'est pas vraiment menacé et que les mesures de protection contre les risques systémiques seraient renforcées par sa participation et celle d'autres banques centrales n'adhérant pas à l'UEM.

#### 4.4 Conséquences sur la coordination macroéconomique

L'UEM aura une incidence importante sur la coordination monétaire internationale. En sa qualité de grande institution de l'UE qui élabore des politiques et jouit d'une indépendance claire par rapport aux autorités gouvernementales, la BCE pourrait rapidement devenir un puissant porte-parole des intérêts monétaires et financiers de l'Europe.

En pratique, la coordination monétaire quotidienne s'effectue par l'intermédiaire des marchés. Les taux d'intérêt et les taux de change réagissent aux données économiques ainsi qu'aux perceptions des marchés et aux jugements portés sur la politique intérieure et à l'étranger. Les artisans des politiques s'appuient sur leurs objectifs, leur connaissance des stratégies d'autres banques centrales, leurs propres projections économiques et les réponses prévues de l'économie à diverses options d'ordre politique. Un nouveau protagoniste important et une nouvelle série de données économiques et financières modifieront le détail mais pas la mise en oeuvre de ces arrangements. L'euro ne prendra probablement pas la place du dollar américain comme monnaie de référence jusqu'à ce qu'il ait prouvé sa stabilité, sa diversité et sa liquidité, que la BCE ait démontré sa compétence et que l'Europe elle-même ait montré que son économie peut s'adapter à une seule monnaie et à une politique monétaire unique.

Une question qui prend de plus en plus d'ampleur sur le plan de la politique monétaire touche le contrôle prudentiel (qui assure la solvabilité des banques) et le risque systémique. Une monnaie unique mettra en lumière la question de la réglementation du secteur financier à l'échelle de l'UE ainsi que les heurts probables entre le Royaume-Uni et le continent.

#### 5. Conséquences pour le Canada

L'UEM constituera un événement marquant pour l'Europe et pour les marchés financiers du monde entier. Compte tenu de la publicité qui a entouré l'UEM ainsi que des années de planification et de débats officiels sur sa mise en oeuvre, on s'attendrait à déceler des retombées notables pour le Canada. Toutefois, il est difficile d'isoler des effets directs importants et spécifiques sur la politique du pays ou la tenue de l'économie canadienne. Avant d'aborder des conséquences particulières dans la présente conclusion, mentionnons quelques raisons d'ordre général pour lesquelles l'UEM pourrait de n'avoir aucune incidence directe significative sur le Canada.

- Les Européens tentent depuis des années d'appliquer un régime de taux de change plus ou moins fixes qui s'apparente de façon générale à une zone monétaire unique. Du point de vue stratégique, la BCE fonctionnera probablement d'une manière semblable à la Bundesbank. L'UEM ne vient

qu'officialiser plus clairement le régime vers lequel l'Europe s'orientait déjà (sans le Royaume-Uni).

- Après des débuts hésitants, les banques et les entreprises européennes se préparent à l'UEM. Les banques sont les plus avancées sur ce plan et informent leurs clients du milieu des affaires. À court terme, pour assurer la réussite de l'Union économique, il faudra veiller à ce qu'elle soit transparente pour l'utilisateur.
- Les marchés financiers sont très souples et novateurs. Le Canada possède un système financier ouvert et axé sur le marché, y compris un taux de change variable, notamment pour pouvoir faire face à des bouleversements comme l'UEM et s'y adapter. L'aspect le plus significatif de l'UEM pour les marchés financiers (qui sera encore plus important que l'année de mise en oeuvre officielle, soit 1999) sera probablement la désignation des participants à l'Union monétaire au début de 1998.

L'incidence de l'UEM en Europe pourra avoir des effets indirects sur les marchés financiers et les échanges commerciaux canadiens. Toutefois, comme nous l'avons déjà mentionné, les avis diffèrent sur l'orientation et l'ampleur de ces contrecoups, ce qui rend l'analyse des conséquences indirectes peu probante. Nous affirmons ici que les effets indirects de l'UEM ne seront pas substantiels.

### **5.1 Conséquences pour la politique monétaire quotidienne et les opérations journalières sur le marché des changes**

La principale incidence directe sur les *opérations intérieures* au Canada touchera les données recueillies sur le marché et la façon dont nous les interpréterons. Nous devons surveiller et comprendre les caractéristiques du nouveau marché qui remplacera les marchés monétaires nationaux d'Europe. Une particularité intéressante doit être précisée : il n'y aura aucun marché pour les titres de dette du gouvernement central sur lequel la courbe des rendements sans risque pourrait se fonder. Les modalités selon lesquelles la BCE octroiera le crédit aux gouvernements nationaux (c'est-à-dire le partage du seigneurage) seront fixées de manière plus indépendante qu'à l'heure actuelle. Même si, pour le Canada, le marché américain et la politique de la Réserve fédérale continueront de revêtir la plus grande importance, il y aura lieu également d'interpréter les faits nouveaux qui surviendront sur le marché de l'euro et à l'égard de la BCE.

Nous devons aussi comprendre comment la nouvelle banque centrale mettra en oeuvre ses politiques et comment elle réagira à l'évolution de la conjoncture économique. Les principaux objectifs et indicateurs seront le taux d'intérêt sur le marché à un jour des capitaux

et le taux d'escompte de la banque centrale, comme c'est le cas dans d'autres systèmes financiers axés sur le marché. Un aspect en particulier sera plus facile à comprendre : la BCE s'est vu confier dans son texte législatif le mandat clair et indépendant de veiller à la stabilité des prix. Il reste à déterminer quel sera l'horizon temporel et les ordres de grandeur de ses objectifs ainsi que ses buts intermédiaires (notamment au chapitre des agrégats monétaires).

Les *opérations de change* (intervention sur le marché des changes) et la politique monétaire intérieure deviennent de plus en plus étroitement intégrées. Le Canada ne cherche à préserver aucun taux de change particulier entre sa monnaie et le dollar américain, et ce serait aussi le cas pour le taux de change avec l'euro. La politique d'intervention du Canada se limite pour la majeure partie à « remonter le vent » en achetant ou en vendant des dollars américains dans le but de préserver de bonnes conditions sur le marché en période de bouleversement. Le Canada doit déterminer s'il interviendra à l'égard de la nouvelle monnaie, et comment il le fera, fixer la quote-part de son portefeuille de réserves qu'il affectera aux euros et choisir exactement les catégories de titres et les dépôts libellés en euros qu'il conviendra de détenir dans notre portefeuille de réserves officielles.

Bien qu'il ne s'agisse pas d'activités courantes, les arrangements d'emprunt du G-10 en vue de soutenir les pays qui connaissent des crises sur les marchés des changes ainsi que les interventions très occasionnelles coordonnées par les pays du G-7 sur ces marchés viseraient sans aucun doute la BCE puisqu'elle remplacera les banques centrales européennes.

Dans le passé, les marchés monétaires et les marchés des changes canadiens ont subi les contrecoups de l'effervescence des marchés financiers étrangers. Si l'UEM était reportée de manière imprévue ou que les participants ne s'entendent pas, ce qui pourrait entraîner une turbulence dans les marchés étrangers, les marchés canadiens s'en trouveraient touchés à leur tour. Certains observateurs ont émis l'opinion que le marché est trop optimiste face à l'UEM. En situation turbulente, compte tenu de l'humeur positive sur les marchés canadiens à l'heure actuelle, le Canada pourrait être perçu comme un havre sûr et connaître des entrées de capitaux temporaires puis voir sa devise présenter une plus-value par rapport aux monnaies européennes.

## **5.2 Échanges commerciaux et marchés financiers canadiens**

Certaines questions techniques devront être résolues par les participants canadiens dans le cadre des marchés financiers et des échanges commerciaux à l'étranger face à la nouvelle

monnaie et, durant la période de transition, relativement à l'euro par rapport aux monnaies remplacées<sup>12</sup>.

### **Les contrats**

Les contrats à long terme prévoyant des paiements libellés dans les monnaies remplacées par l'euro et qui n'existeront plus après 2002 resteront-ils légitimes? L'Europe souhaite faire de l'euro la monnaie légale qui remplacera les monnaies nationales des pays adhérents à l'UEM, et il est probable que les territoires du ressort du Royaume-Uni adopteront une démarche analogue même si le pays ne participe pas à l'Union monétaire. Toutefois, bon nombre des contrats de swap sont assujettis à la compétence de New York, et la nature chicanière et imprévisible des tribunaux américains soulève des inquiétudes. Il est possible que les parties aux contrats de swap puissent, en profitant de la confusion juridique, faire valoir avec succès qu'il existe un cas de force majeure et résilier l'entente de swap avant l'échéance en vertu des clauses standard dont s'assortissent de tels contrats.

On se demande également si la profession comptable et les autorités fiscales exigeront la réalisation des gains et des pertes (ainsi que des obligations fiscales afférentes) rattachés aux éléments d'actif convertis en euros. Il s'agira de déterminer si les actifs et les passifs retraités resteront inchangés ou s'ils constitueront de nouveaux éléments qui remplaceront les anciens.

### **Les pratiques commerciales internationales**

Les modalités d'appel d'offres et la facturation pourraient changer. À l'heure actuelle, il est courant de présenter des soumissions et des factures libellées surtout en dollars américains, ce qui oblige les soumissionnaires non américains à se couvrir contre le risque de change s'ils estiment ce risque trop grand. Avec le temps, une partie de la facturation pourrait s'effectuer en euros, comme les prix de marchandises telles que le pétrole, l'or et les métaux communs. Il n'existe aucune nécessité économique de le faire, cependant, à la condition que les marchés des changes demeurent liquides et libres de toute restriction et que le coût de la contrepartie reste faible.

---

<sup>12</sup>Ces questions peuvent sembler insignifiantes (il suffirait de tout multiplier par le taux de change bloqué). Cependant, les facteurs de conversion réciproque ont fait l'objet d'une attention considérable. L'EMI recommande de rendre illégal le recours à ces facteurs en raison des écarts produits par l'arrondissement, qui donne lieu à des montants différents lors de la reconversion. Par conséquent, pour reconverter les montants dans la monnaie initiale, il faudrait les diviser par le facteur de change publié plutôt que par son réciproque. Voilà un exemple des points techniques qu'ont besoin de connaître les entreprises canadiennes.

## **Le déplacement des échanges**

Le déplacement des échanges est un sujet habituellement soulevé en rapport avec une union douanière - structure que l'Europe a déjà mise en place - mais il a surgi également dans le cadre de l'UEM. Il est difficile de mesurer quantitativement les possibilités de déplacement par suite de l'Union monétaire. Le coût calculé par la Commission européenne, soit 0,4 % du PIB, n'est pas important à la lumière d'autres facteurs qui influent sur la compétitivité et touchera fort probablement surtout les opérations au détail de faible valeur en Europe, lesquelles sont moins exposées aux échanges internationaux avec l'extérieur de l'Union européenne. L'élimination de la volatilité des monnaies des pays de l'Union européenne pourra avoir une incidence limitée, mais les preuves empiriques des effets de la volatilité des monnaies sur les échanges commerciaux sont peu solides et, de toute manière, le coût de la volatilité des monnaies mesurée par l'écart acheteur-vendeur des opérations de couverture sur devises, est faible. On pourra peut-être observer des répercussions dans un deuxième temps si l'UEM favorise l'établissement de normes et de règlements à l'échelle de l'Union européenne, ce qui facilitera davantage les échanges commerciaux entre les pays de l'UE<sup>13</sup>. En bref, le potentiel de déplacement des échanges commerciaux présenté par l'UEM n'est pas important par rapport au déplacement commercial engendré par la formation de l'union douanière européenne ainsi que par l'élimination subséquente des obstacles au commerce entre les pays de l'Union européenne.

## **Le protectionnisme commercial**

Même si certains estiment que l'UEM (conjugée à la déréglementation en Europe) sera propice à la croissance, à l'investissement et à un plus grand dynamisme de l'économie, elle peut aussi présenter de graves inconvénients. Certains éléments stratégiques pourraient se combiner et entraîner la stagnation de l'économie européenne après la mise en place de l'Union monétaire :

- l'incapacité des politiques monétaires nationales de tenir compte des situations économiques régionales différentes;
- le fait de ne pas opérer la déréglementation souhaitée des marchés de la main-d'oeuvre et des produits;
- le recours à une politique monétaire restrictive visant à protéger les cours externes de l'euro;

---

<sup>13</sup>Même si nous avons tendance à croire que le marché commun européen est chose faite, il existe encore bien des secteurs où la réglementation limite le commerce entre les pays membres. Par exemple, l'UE ne possède pas de normes communes relativement aux appareils électroménagers. Le secteur financier est aussi réglementé sur une base nationale.

- l'effet contraignant du Pacte de stabilité sur la politique budgétaire.

La stagnation économique qui en résulterait pourrait susciter des pressions en faveur du protectionnisme commercial et modeler l'attitude de l'Europe envers les échanges commerciaux et les arrangements multilatéraux en matière d'investissement.

### **Le financement canadien et les marchés en euros**

Les emprunteurs canadiens, y compris le gouvernement fédéral et les sociétés d'État, utilisent régulièrement le marché des euro-obligations et des euro-prêts de Londres. Bien qu'une bonne partie de ces activités se concluent en dollars américains, une proportion considérable est libellée dans des monnaies qui seront remplacées par l'euro. De fait, si l'UEM est mise en place, les emprunteurs canadiens qui ont émis des titres échéant après 2002 et libellés dans des monnaies participant à l'UEM devront rembourser les intérêts et le principal en euros. Le gouvernement fédéral ne possède aucun titre semblable en circulation pour le moment, mais les émissions des sociétés d'État, des provinces et des sociétés commerciales représentent des sommes considérables.

### **La diversification du portefeuille international et le dollar canadien**

On a fait remarquer que l'UEM fournira aux investisseurs internationaux un choix plus limité de monnaies pour la diversification de leurs portefeuilles, de sorte qu'une part plus grande de capitaux pourrait être affectée aux avoirs libellés en dollars canadiens. Bien que la turbulence sur des marchés étrangers ait pu avoir et continuera d'avoir à l'occasion une incidence sur le Canada, il sera difficile de discerner des retombées soutenues attribuables à la demande de diversification<sup>14</sup>.

- Le Canada est perçu par les investisseurs étrangers comme fortement intégré aux États-Unis. Le dollar canadien suit le dollar américain de plus près que les autres grandes monnaies et ne fournit donc qu'une faible valeur de diversification pour ces investisseurs.
- Malgré des fluctuations de  $\pm 15$  % entre les monnaies européennes, les autorités du continent essaient en pratique de les maintenir dans des marges beaucoup plus faibles. Par conséquent, l'Europe est déjà perçue comme ayant un régime de taux de change fixes. L'UEM ne viendra que confirmer cette perception.

---

<sup>14</sup>Certains feraient valoir que le motif présumé des mouvements de capitaux - soit la diversification - n'est pas aussi important que les velléités de spéculation fondées sur des principes de gestion active des monnaies.

- Lorsque la mise en place de l'UEM sera terminée (2002 ou par la suite), le marché mondial continuera d'être multipolarisé et d'offrir de nouvelles possibilités de diversification et de spéculation sur les devises. Même si une bonne part du continent européen sera régie par une monnaie unique, d'autres régions du globe pourront devenir d'importants centres économiques et financiers, par exemple la Chine, d'autres pays de l'Asie et la Russie.

### **L'investissement étranger direct (IED)**

Certains ont affirmé que l'UEM attirera davantage de capitaux sous forme d'IED en Europe, au détriment du Canada. Pour examiner cet argument, nous devons nous attarder aux caractéristiques de l'IED et voir quels sont leurs liens avec l'Union monétaire.

- L'IED se présente comme des capitaux propres à long terme, patients et peu liquides. Ces investisseurs acceptent d'assumer un risque élevé et, en contrepartie, s'attendent à un rendement avantageux. La volatilité des taux de change à court terme (ou l'absence d'une telle volatilité, ce que l'UEM garantira) ne devrait pas avoir d'influence sur l'IED.
- L'IED a toujours été utilisé principalement par les entreprises pour obtenir un accès aux marchés indépendamment des barrières tarifaires ou autres. L'UEM ne modifiera pas l'accès aux marchés, car l'Europe constitue déjà une union douanière. Les économies réalisées à long terme sur les frais de transaction et qui accompagneront l'UEM se traduiront par des gains limités pour les entreprises de l'Union européenne et de l'étranger en Europe.
- Parmi les autres caractéristiques particulières de l'IDE, soulignons le fait qu'il est souvent motivé par le désir d'entreprises diverses d'établir des rapports stratégiques (intégration verticale ou horizontale) et qu'il donne accès à la technologie. Ni l'un ni l'autre de ces aspects n'est directement relié à l'UEM.

L'Union monétaire aura vraisemblablement peu d'effets directs, voire aucun, sur les mouvements de l'IED. De fait, à court terme, comme l'IED est très sensible à la stabilité des politiques en vigueur, l'UEM pourrait inciter certains investisseurs à attendre l'évolution de la situation, ce qui réduirait l'IED en Europe.

Deux sources pourraient avoir des répercussions indirectes. Premièrement, si l'UEM donne le coup d'envoi à d'autres réformes touchant la réglementation et les marchés en Europe qui feraient augmenter la rentabilité et les taux de croissance, peut-être l'IED serait-il attiré vers le continent. Cette situation (c'est-à-dire une Europe plus prospère grâce à l'augmentation des revenus et de la production) devrait être avantageuse en bout de ligne pour

le Canada. Deuxièmement, même si l'UEM n'a pas d'incidence concrète sur la rentabilité et l'accès aux marchés pour l'IED, l'image de l'Europe comme marché unique pourrait être renforcée, ce qui attirerait l'IED pendant un certain temps (facteur qui est plus susceptible d'avoir des retombées d'abord sur les placements de portefeuille liquides). Ce genre d'incidence psychologique sur les marchés financiers pourrait être importante. Toutefois, si les perceptions ne sont pas confirmées par les faits, elles entraîneront une surréaction puis une correction à la baisse ultérieurement. Dans ce cas, l'IED à destination de l'Europe ne serait pas soutenu.

## 6. Conclusion : Sommaire des conséquences

### POUR L'EUROPE :

- L'UEM forcera les Européens à s'attaquer aux politiques internes de correction des marchés. Les politiques monétaires nationales et les taux de change variables entre les pays procuraient à chacun un moyen d'absorber les chocs économiques. Après l'UEM, il n'y aura plus de politiques monétaires nationales indépendantes, et l'indépendance budgétaire sera réduite par le Pacte de stabilité qui vient d'être conclu. Des redressements devront être apportés aux marchés nationaux ou régionaux des marchandises et de la main-d'oeuvre. La plupart des économistes conviennent que les marchés de la main-d'oeuvre européens ne jouissent pas à l'heure actuelle de la souplesse nécessaire à cette fin, ce qui pourrait entraîner une plus grande divergence des taux de chômage entre les régions et les pays. Cependant, si l'UEM incite les Européens à régler les questions difficiles que constituent l'harmonisation des textes législatifs et la déréglementation des marchés de la main-d'oeuvre, des biens et des services, il pourrait s'ensuivre une croissance, une création d'emplois et une hausse des revenus à moyen ou à long terme.
- Une bonne part des discussions entourant l'UEM touchent l'investissement et la croissance qui devraient résulter du marché unique créé par l'Union monétaire. Voilà qui semble le fruit d'une confusion entre l'incidence d'une *union douanière* -- ce qu'est l'Union européenne depuis plusieurs décennies -- et qui s'assortit d'effets importants sur le plan des échanges commerciaux et des investissements, et celle d'une *union monétaire* (l'UEM), qui concerne principalement la politique monétaire et les taux de change. Par conséquent, les attentes concernant l'intensification des investissements et la croissance directement attribuables à l'UEM pourraient être exagérées.

- Si elle réussit, l'UEM accélérera probablement l'harmonisation des marchés de titres nationaux et la réglementation des activités bancaires des pays européens au fur et à mesure que le marché de capitaux unique s'installera. Le fort contraste entre la démarche du Royaume-Uni (qui ressemble davantage au modèle nord-américain) et celle du continent s'accroîtra encore.

#### **POUR LES MARCHÉS FINANCIERS INTERNATIONAUX :**

- Les conséquences devraient être positives si l'on présume une gestion prudente de la part de la nouvelle Banque centrale européenne (BCE). Des marchés financiers plus diversifiés et plus liquides en Europe devraient stimuler la concurrence et l'efficacité, ce qui serait avantageux pour le continent. Lorsque les nouveaux marchés monétaires libellés en euros auront montré leur stabilité et leur liquidité, l'euro trouvera probablement sa place dans les portefeuilles de réserves officielles des pays non membres de l'Union européenne sans qu'il y ait d'incidences importantes sur les marchés monétaires ou les marchés des changes du globe. L'innovation sur le plan des produits pourra s'accroître sur les marchés de capitaux européens lorsqu'ils atteindront la maturité, comme cela s'est produit en Amérique du Nord, ce qui améliorera l'efficacité du marché.

Les risques de volatilité et de turbulence sur les marchés financiers pourraient se concrétiser à certains moments durant le processus de mise en oeuvre de l'UEM. La date à laquelle les participants seront choisis (début 1998), le choix des taux de change fixés irrévocablement et la longue période de transition qui s'étendra de 1999 jusqu'à l'introduction finale des billets de banque (2002) pourraient susciter des problèmes. Étant donné que les marchés financiers ont déjà convergé en partie, en prévision de l'UEM, tout délai ou toute révision entraînera la correction rapide des attentes des marchés financiers, avec l'instabilité que cela implique.

- Plus loin dans l'avenir, l'UEM pourrait avoir des conséquences à long terme sur la gestion des questions monétaires dans le système financier international, y compris le G-7 et le FMI.

#### **POUR LE CANADA :**

- Aucune incidence directe ne se manifeste dans un premier temps. Toutefois, le Canada est susceptible d'être considéré encore davantage comme une partie du marché nord-américain dans un monde financier tripolaire (Amérique du Nord - UE - Japon), du moins jusqu'à ce que d'autres grandes régions fassent leur apparition.

- Des effets secondaires pourront découler des modifications apportées à la compétitivité de l'Europe, au mouvement de l'investissement direct et des capitaux ainsi qu'au déplacement des échanges commerciaux. Toutefois, il est très difficile de mesurer l'incidence de cette évolution sur le Canada et, après examen, nous concluons que ces conséquences indirectes ne seront pas notables. Les marchés ouverts des échanges commerciaux et des capitaux du Canada ainsi que son taux de change variable présentent l'avantage de pouvoir absorber avec minimum d'inconvénients les changements extérieurs éventuels. Si la productivité, la croissance et les revenus augmentent à long terme en Europe sous l'effet indirect de l'UEM, l'économie ouverte du Canada devrait profiter des nouveaux échanges commerciaux qui en résulteront.
- Si l'Europe entre dans une période de stagnation après l'UEM en raison d'une politique de change stricte sur l'euro, des contraintes exercées par le Pacte de stabilité sur la politique budgétaire et de l'absence d'efforts de déréglementation des marchés, des voix pourraient s'élever en Europe en faveur d'une approche plus protectionniste du commerce des arrangements commerciaux multilatéraux. D'après l'opinion officielle en Europe, toutefois, l'UEM stimulera l'activité économique sur le continent.
- Il existe une foule de points techniques qui pourraient être pertinents pour les participants aux échanges commerciaux et aux marchés financiers en Europe; qu'il suffise de penser par exemple aux occasions d'affaires que présentent les mises à niveau de la technologie de l'information rendues nécessaires par l'Union économique. La Banque d'Angleterre et le Conseil national du crédit de France, parmi d'autres, ont publié des documents techniques utiles sur la transition vers l'UEM.

# DOCUMENTS D'ANALYSE COMMERCIALE ET ÉCONOMIQUE

## A) DOCUMENTS SUR LA POLITIQUE COMMERCIALE

1. La mondialisation et la politique officielle au Canada : à la recherche d'une paradigme, par Keith H. Christie. Document n° 93/01 (janvier 1993)\* SP19F
2. Commerce et protection de l'environnement : comment mettre fin au dialogue de sourds?, par Michael Hart et Sushma Gera. Document n° 92/11 (juin 1992)\* SP18F
3. La mondialisation : Incidence sur la dynamique du commerce et de l'investissement, par Dennis Seebach. Document n° 93/07 (juin 1993)\* SP25F
4. Le contrôle des fusionnements à l'heure de la libéralisation des échanges : convergence ou coopération?, par Nicolas Dimic. Document n° 93/09 (août 1993)\* SP27F
5. Les consortiums technologiques : le dilemme du prisonnier?, par Rhoda Caldwell. Document n° 93/10 (août 1993)\* SP28F
6. La durée optimale des brevets dans une économie commercante : matériaux pour l'avenir de la politique commerciale, par I. Prakash Sharma. Document n° 93/12 (octobre 1993)\* SP30F
7. L'émergence d'une politique commerciale stratégique : chacun pour soi et dieu pour tous, par I. Prakash Sharma et Keith H. Christie. Document n° 93/14 (décembre 1993)\* SP32F
8. Mesures de conformité et règlement des différends dans les accords environnementaux internationaux : deux poids, deux mesures, par Keith H. Christie. Document n° 93/15 (décembre 1993)\* SP33F
9. Effets de l'intégration des marchés sur le commerce et la politique commerciale, par James McCormack. Document n° 94/01 (février 1994)\* SP35F
10. La nouvelle Jérusalem : la mondialisation, la libéralisation du commerce et certaines incidences sur la politique canadienne du travail, par Rob Stranks. Document n° 94/02 (février 1994)\* SP36F
11. Convergence de la politique de concurrence : les cartels d'exportation, par William Ehrlich et I. Prakash Sharma. Document n° 94/03 (avril 1994)\* SP37F
12. Programme de diversification du libre-échange au lendemain de l'ALENA et des NCM, par Keith H. Christie. Document n° 94/04 (janvier 1994)\* SP38F
13. Stratégies mondiales et investissement étranger direct : dimension commerciale et économique au Canada, par Julie Fujimura. Document n° 94/07 (février 1994)\* SP41F
14. Les relations fabricant - détaillant : Incidence sur les politiques en matière de commerce extérieur et du concurrence, par I. Prakash Sharma et Prue Thomson, avec Keith Christie. Document n° 94/11 (décembre 1994) SP45F
15. Le libre-échange nord-américain, les subventions et les droits compensateurs: la problématique et les options, par Gilbert Gagné. Document n° 94/13 (juillet 1994).\* SP47F
16. L'Organisation mondiale du commerce et les programmes environnementaux : Rapprochements dangereux, par Anne McCaskill. Document n° 94/14 (juin 1994)\* SP48F

17. Condamnés à agir : réflexions sur les régimes antidumping et la politique de concurrence, par Keith H. Christie. Document n° 94/15 (juillet 1994) \* SP49F
18. Les droits compensateurs et l'environnement : une boîte de Pandore ?, par Rob Stranks. Document n° 94/19 (octobre 1994) \* SP53F
19. La diplomatie à l'avant-garde - La technologie de pointe et la politique commerciale de Canada, par Gary Luton. Document n° 95/12 (décembre 1995) \* SP70F
20. Mesures de contrôle des capitaux : justification et conséquences pour la politique canadienne en matière de commerce et d'investissement, par Ehsan Choudhri et Prakash Sharma. Document n° 96/04 (novembre 1996) \* SP77F
21. La conception de la concurrence dans les entités de la Triade: considérations pour une politique commerciale, par Philip B. Marsden et I. Prakash Sharma. Document n° 96/06 (septembre 1996) \* SP79F

## **B) DOCUMENTS SUR LA PROMOTION DU COMMERCE**

1. Aujourd'hui nation commercante, demain nation de commerçants : À l'aube d'un second siècle d'expansion commerciale, par Andrew Griffith. Document n° 92/05 (mars 1992) \* SP12F
2. Exportation et création d'emplois, par Morley Martin. Document n° 93/06 (juin 1993) \* SP24F
3. L'effet des exportations : analyse entrées-sorties de commerce extérieur canadien, par James McCormack. Document n° 94/24 (décembre 1994) \* SP58F

## **C) DOCUMENTS SUR LE COMMERCE RÉGIONAL ET L'ÉCONOMIE**

1. Les approches particulières : régionalisme et diplomatie économique canadienne, par Keith H. Christie. Document n° 93/08 (mai 1993) \* SP26F
2. Japon Inc : La maîtrise des principes économiques fondamentaux, par I. Prakash Sharma. Document n° 93/16 (décembre 1993) \* SP34F
3. Le Canada et les Amériques : nouveaux débouchés et défis, par Conrad Sheck, Colin Robertson, Jamal Khokhar, Nicolas Dimic et Keith Christie. Document n° 94/06 (avril 1994) \* SP40F
4. La Chine en l'an 2000 : Nature de la croissance et intérêts économiques du Canada, par Steve Lavergne. Document n° 94/10 (mai 1994) \* SP44F
5. Établissements financiers et entreprises : une relation à la japonaise, par James McCormack. Document n° 94/16 (juillet 1994) \* SP50F
6. Les blocs économiques régionaux: un fait accompli?, par Julie Fujimura. Document n° 95/01 (février 1995) \* SP59F
7. Changements de partenaires et partenaires changeants: Tendances des relations économiques régionales du Canada, par Steve Wilson. Document n° 95/02 (mars 1995) \* SP60F

8. L'intégration économique des pays de l'Asie du Nord : réalité ou illusion?, par Steve Lavergne. Document n° 95/03 (mars 1995)\* SP61F
9. Ensemble ou séparément : l'Argentine, le Brésil et l'ALENA, par Stephen Wilson. Document n° 95/09 (août 1995)\* SP67F
10. Les quatre Amigos et d'autres encore : vers une zone de libre-échange des Amériques, par Keith Christie. Document n° 95/10 (octobre 1995)\* SP68F
11. Des Changements dans le Voisinage : Réflexions sur le Mexique en transition, par Thomas Legler. Document n° 96/02 (février 1996)\* SP75F
12. L'Union économique et monétaire en Europe et ses implications pour le Canada, par Robert Hannah. Document n° 97/01 (mars 1997)\* SP81F

#### **D) AUTRES DOCUMENTS SUR L'ÉCONOMIE**

1. Croissance démographique mondiale et mouvements de population : Conséquences pour les politiques canadiennes, par Michael Shenstone. Document n° 92/07 (avril 1992)\* SP14F
2. Pour des sanctions efficaces et appropriées, par Jean Prévost. Document n° 93/04 (mars 1993)\* SP22F
3. L'or noir : Évolution du marché mondial du pétrole et conséquences pour le Canada, par Shusma Gera. Document n° 93/05 (février 1993)\* SP23F
4. Croissance économique et pays en développement : Bilan de la recherche et éléments d'une politique canadienne, par Rick Mueller. Document n° 94/08 (avril 1994)\* SP42F
5. L'épée de Damoclès est-elle toujours là? Retour sur la crise de l'endettement des PMA, par Rick Mueller. Document n° 94/09 (mai 1994)\* SP43F
6. Les sanctions proactives : techniques du passé, vision moderne pour une gestion sans violence, par Dr. Nicholas Tracy. Document n° 94/17 (juin 1994)\* SP51F
7. Stress environnemental, conflits violents et sécurité nationale: L'arbre dans la forêt, par Rob Stranks. Document n° 95/05 (avril 1995) SP63F
8. Gérer la diversité : Les relations économiques du Canada avec les pays en développement, par Keith Christie et David Preston. Document n° 95/15 (décembre 1995)\* SP73F
9. La Chine : stress environnemental et sécurité nationale, par Robert T. Stranks et Nicolino Strizzi. Document n° 96/01 (février 1996)\* SP74F
10. "Nouvelle" : Théorie de la croissance et aide au développement, par James P. Walker. Document n° 96/03 (avril 1996)\* SP76F

## COMMENTAIRE D'ANALYSE COMMERCIALE ET ÉCONOMIQUE

- No. 1 L'Uruguay Round : ses avantages pour les pays en développement, par Robert T. Stranks \* (mars 1994).
- No. 2 L'investissement direct à l'étranger et l'emploi intérieur, par Julie Fujimura et Robert T. Stranks \* (avril 1994).
- No. 3 Les statistiques sur le commerce et l'investissement direct : des données tout à fait conciliables, par James McCormack \* (mai 1994).
- No. 4 Les sanctions économiques : une arme à deux tranchants en politique étrangère?, par Rob Stranks \* (mai 1994).
- No. 5 Entrées de capitaux récentes en Amérique latine : Trop beau pour durer?, par Richard Mueller \* (août 1994).
- No. 6 Pas encore sortis de Bretton Woods: Déséquilibres des taux de change, commerce et réformes proposées, par James McCormack \* (février 1995).
- No. 7 Veiller au grain : L'impact de la réduction du déficit sur le secteur commercial, par James McCormack \* (mars 1995).
- No. 8 Le problème des chiffres: Les dépenses militaires dans les pays en développement, par James McCormack \* (juin 1995).
- No. 9 Dossier en Souffrance: Vers la création d'une organisation mondiale pour l'environnement, par Robert T. Stranks \* (juin 1995).
- No. 10 Un nouveau mode de financement des Nations unies: une idée qui fait son chemin, par James P. Walker \* (décembre 1995).
- No. 11 Négociateurs en baskets: Produits dérivés, volatilité, risque et surveillance, par James McCormack \* (mai 1995).
- No. 12 Possibilité de nouvelles réformes en Inde, par I. Prakash Sharma \* (décembre 1995).
- No. 13 La restructuration du système financier japonais Après la tempête, par Julie K. Fujimura \* (février 1996).
- No. 14 Bien Peser le pour et le contre: Sanctions commerciales et respect des droits fondamentaux du travail, par Robert T. Stranks \* (avril 1996).
- No. 15 Le commerce extérieur dans les années 90: Aperçu de la performance du Canada, par Julie K. Fujimura \* (juin 1996).
- No. 17 Réfugiés pour motifs environnementaux, par Robert T. Stranks \* (janvier 1997).

\* **Disponible en anglais - available in English**



CA1 EA533 97P01 FRE DOCS  
Hannah, Robert.  
L'Union économique et monétaire  
en Europe et ses implications pou  
43279757

