



L'EURO ET LE RÉÉQUILIBRAGE DU SYSTÈME MONÉTAIRE ET FINANCIER INTERNATIONAL

CHRISTIAN DE BOISSIEU*

L'évolution de l'euro depuis son lancement conduit à distinguer, en core plus que d'habitude, deux dimensions : le taux de change et le rôle international de la monnaie unique européenne.

Certes, ces deux dimensions ne sont pas indépendantes l'une de l'autre. Une monnaie dont le taux de change se déprécierait continûment et sans borne apparente finirait par décourager certains de ses utilisateurs effectifs ou potentiels. Il y aurait donc, au-delà d'un certain seuil difficile à quantifier *a priori* mais toujours connu *a posteriori*, une rétroaction dommageable du taux de change vers la place de cette devise dans la finance mondiale. Tant que les seuils ne sont pas atteints, on peut et on doit ne pas mélanger les deux aspects, le taux de change et le rôle international d'une monnaie.

Le recul quasi continu de l'euro par rapport au dollar (et au yen) depuis janvier 1999 jusqu'à la date de rédaction de cet article (octobre 2000) n'avait pas été franchement anticipé. C'est une information importante, mais ce serait une erreur d'apprécier le succès ou l'échec de la monnaie unique à l'aune de ce seul critère. L'objet de cet article est précisément d'analyser le rôle de l'euro dans la dynamique du Système monétaire et financier internatio-

nal (SMFI). Où en est-on après presque deux ans d'euro ? Les hypothèses de rééquilibrage (progressif) du SMFI sont-elles confirmées ? Où va t-on ?

PARTIR DES CHIFFRES

L'arrivée de l'euro est censée favoriser un rééquilibrage dans la finance mondiale. La monnaie unique ne va pas remplacer le dollar, elle devrait l'épauler en devenant, à côté du billet vert, l'autre grande monnaie de réserve. La triade monétaire évoque le découpage du monde en trois zones respectivement organisées autour du dollar, de l'euro et du yen. L'expression est ambiguë, parce qu'elle suggère une certaine symétrie dans les rôles remplis par chacune de ces monnaies. En pratique, il n'en est rien : la notion même de zone yen est plus que discutable, parce que, malgré les mesures prises par le Japon depuis dix-quinze ans pour internationaliser le yen, celui-ci n'est pas la monnaie de l'Asie. C'est le dollar qui, après avoir servi d'ancre jusqu'à la crise de 1997, continue à facturer l'essentiel du commerce intra-asiatique. D'ailleurs, il sert encore d'ancre pour la Chine et Hong Kong, et quelques pays émergents de la région...

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

Les chiffres à surveiller

Pour analyser l'impact de l'euro sur le SMFI, il faut suivre l'évolution des parts de marché de chacune des trois grandes devises. Surtout, il faut surveiller un possible effet d'agrégation : la part de marché de l'euro est-elle supérieure à la somme des parts de marché des devises constitutives de la zone euro ? Dans cette zone, le deutsche mark était et reste la devise de référence jusqu'à la disparition du cours légal des monnaies nationales (28 février 2002 pour huit des douze pays membres de la zone, la France anticipant de quelques jours en ayant choisi le 17 février). L'absence du Royaume-Uni et de la livre sterling, jusqu'à une date aujourd'hui indéterminée, pèse forcément sur les parts de marché de l'euro au plan mondial et, sans doute aussi, sur le jeu des effets d'agrégation, car elle accentue la concurrence entre la Place de Londres et les Places financières de l'Europe Continentale, venant ainsi limiter les synergies entre elles.

L'étude des parts de marché doit concerner les deux principales fonctions de la monnaie : la fonction de réserve de valeur, ou plus généralement le rôle dans les opérations financières internationales, et la fonction transactionnelle, appréhendée à partir de la facturation du commerce mondial. En pratique, les données disponibles sur ce second aspect sont beaucoup

plus incertaines qu'en ce qui concerne le premier.

Les réserves de change des banques centrales

La composition des réserves de change des banques centrales (à l'exclusion de l'or) fournit une information éclairante sur les rôles et parts de marché des grandes devises. Le suivi de cette série appelle cependant deux observations :

- la composition du portefeuille des banques centrales ne reflète pas, *a priori*, en niveau la structure des portefeuilles des agents privés. On peut cependant penser qu'en dynamique la composition des deux catégories de portefeuille évolue dans la même direction, sauf lorsque les banques centrales font des interventions massives pour contenir la surévaluation ou la sous-évaluation d'une devise, car dans cette hypothèse, portefeuilles privés et portefeuilles publics, c'est-à-dire ici des banques centrales, ont des structures qui varient en sens inverse ;

- justement, en liaison avec l'argument précédent, l'augmentation (par exemple) de la part de marché d'une devise peut traduire, soit une préférence relative accrue du marché, soit un soutien des banques centrales en faveur de cette devise.

Le tableau n°1 rassemble les parts des grandes devises dans les réserves de change des banques centrales.

Tableau n°1
Part des devises dans les réserves de change des banques centrales dans le monde (en %)

	1990	1995	1996	1997	1998	1999
Dollar américain	50,6	56,8	60,1	62,1	65,7	66,2
Euro	-	-	-	-	-	12,5
Yen	8,0	6,8	6,0	5,3	5,3	5,1
DM	16,8	13,5	12,8	12,6	12,1	-
Franc français	2,4	2,2	1,7	1,3	1,3	-
Livre sterling	3,0	3,1	3,4	3,6	3,8	4,0
ECU	9,7	6,8	5,9	5,0	0,8	-

Source : FMI

Le FMI¹ prend bien soin de préciser que le chiffre obtenu pour l'euro (12,5 % fin 1999) n'est pas directement comparable à la somme des parts de marché des devises constitutives de la zone euro (fin 1998, 12,1 % pour le DM, 1,3 % pour le franc français, 0,2 % pour le florin néerlandais, etc.), car certaines réserves de change des banques centrales de la zone euro sont devenues des actifs domestiques du fait de leur conversion en euros (exemple : les francs français détenus par la Bundesbank et convertis en euros dès le 1er janvier 1999). Autrement dit, au vu des données disponibles, il est trop tôt pour voir si l'effet d'agrégation a pu jouer en faveur de l'euro. Deux indices laissent penser qu'il n'a pas vraiment commencé à intervenir dans les réserves de change des banques centrales, et qu'il faudra attendre un peu :

- la part de marché du dollar a continué d'augmenter en 1999, dans un contexte où la force du dollar excluait toute intervention des banques centrales du G7 dans le sens d'un rachat de billets verts (le débat était inverse, relatif à d'éventuelles interventions à la vente...);
- la part de marché de la livre sterling a eu, sur la période considérée, tendance à croître légèrement.

Quoi qu'il en soit, le tableau n° 1 décrit un monde bipolaire plutôt que tripolaire. Le yen, du point de vue de son rôle dans les portefeuilles des banques centrales, est nettement distancé. Le duopole monétaire

(dollar-euro) reste forcément asymétrique, car la part de marché du dollar au regard du critère examiné est plus de quatre fois celle de l'euro.

Les émissions d'obligations internationales

La situation est nettement moins déséquilibrée si l'on suit les devises employées lors des émissions sur le marché obligataire international (au sens large) (cf. tableau n°2).

Ce tableau dégage plusieurs enseignements intéressants :

- sur le marché obligataire international, l'effet d'agrégation a joué de manière significative puisque la part de marché de l'euro a dépassé, dès le début de la monnaie unique, la somme des parts de marché des devises participant à la zone ;
- la part de marché du dollar recule continuellement, au profit de l'euro mais aussi du yen ;
- il est possible - mais il est difficile de le prouver noir sur blanc - que la baisse des parts de marché de l'euro, au premier semestre 2000, soit à relier à sa dépréciation quasi continue sur le marché des changes, et à l'atteinte de certains paliers de taux de change considérés comme dangereux pour les émetteurs et/ou les investisseurs (sous l'angle des risques de change encourus et de leur gestion, etc.) ;

Tableau n°2
Part des devises dans les émissions brutes d'obligations et autres titres de dette internationaux (en %)

	1998	1999	2000 (T1)	2000 (T2)
Dollar américain	50,8	43,8	41,2	40,4
Euro	28,3*	38,4	36,6	32,5
Yen	6,3	6,7	10,6	17,0
Autres devises	14,6	11,1	11,6	10,1

*total des monnaies composantes

T1 : premier trimestre ; T2 : deuxième trimestre

Source : calculs effectués à partir des données de la BRI

- le tableau n°2 confirme le rééquilibrage du système financier international, et la constitution d'un duopole monétaire (dollar-euro). Un duopole, car malgré le rebond récent des parts de marché du yen, la devise nippone reste décrochée par rapport aux deux autres monnaies de réserve, et aussi un duopole nettement plus symétrique que celui suggéré par la composition des réserves de change des banques centrales.

Les monnaies de facturation du commerce mondial

Les données globales font, en la matière, largement défaut. Avant l'arrivée de l'euro, le dollar facturait environ 40 % du commerce mondial, et la devise placée en seconde position, le deutsche mark, avait une part de marché proche de 10 %. Les rapports de force entre les trois grandes monnaies étaient à peu près les mêmes pour les transactions commerciales que pour les réserves de change. Si le dollar a une part de marché plus faible pour les premières que pour les secondes, c'est parce que les exportateurs et importateurs sont spontanément désireux de facturer dans leur propre devise afin d'évacuer le risque de change.

Je ne dispose pas aujourd'hui de statistiques fiables permettant de voir si l'effet d'agrégation, lié à l'arrivée de l'euro, s'est déjà manifesté comme il l'a fait pour les émissions obligataires internationales. Pour plusieurs raisons, déjà évoquées avant 1999² et qui continuent à intervenir, l'effet d'agrégation pour la facturation du commerce mondial mettra du temps à se manifester. Les habitudes et les inerties favorisent le dollar, et la monnaie qui « fait la course en tête » possède ici un avantage indiscutable et durable. La part de marché de 40 % pour le dollar n'a pas dû baisser de façon significative. Il est temps de revenir des chiffres, constatés ou supposés, à l'analyse.

REVENIR VERS L'ANALYSE

Pour une théorie qualitative de la monnaie

La théorie quantitative de la monnaie, dans sa forme ancienne puis dans ses versions modernes (avec Milton Friedman), a dominé les débats de théorie monétaire au XX^{ème} siècle. En tant que telle, cette théorie a pu éclairer certains aspects des processus d'inflation et de désinflation, mais elle ne fournit pas d'éléments décisifs pour étudier l'interrogation majeure née de l'arrivée de l'euro : la concurrence entre les monnaies. Il a fallu attendre en particulier les travaux de F. Hayek³ pour que certains des arguments de la concurrence et de la compétitivité monétaire soient mis en lumière. Pour Hayek, deux critères principaux déterminent la qualité d'une monnaie :

- la stabilité au cours du temps de sa valeur, mais encore faut-il, dans l'application de ce critère, distinguer, valeur interne et valeur externe ;
- son acceptabilité, qui fait référence à l'aire de circulation de la monnaie et à la densité de son réseau.

Dans cette approche, qui esquisse une théorie qualitative de la monnaie à approfondir au XXI^{ème} siècle, la quantité n'est pas oubliée. Simplement, elle est prise en considération dans la mesure où elle détermine, à côté d'autres paramètres, la qualité d'une monnaie. Autrement dit, la théorie quantitative devient alors l'un des axes - mais seulement un parmi d'autres - de la théorie qualitative de la monnaie.

Je ne partage pas les conclusions de Hayek lorsqu'à partir de son analyse de la concurrence monétaire, il prétend qu'il est préférable de se passer de banque centrale. Cette conclusion sous-estime l'importance des externalités dans la finance et la banque et la fréquence des risques systémiques. Sans aller jusqu'à partager les propositions dérivées de l'analyse hayekienne,

on peut s'appuyer sur celle-ci pour souligner certains défis pour la monnaie unique européenne :

- la profondeur et la liquidité des marchés financiers américains sont un atout indéniable pour le dollar. Sous cet angle, la poursuite de l'innovation financière et de l'unification des marchés de capitaux en Europe, avec quelques incertitudes à la clef telle la question « Euronext sera-t-il oui ou non le catalyseur de cette unification, allant même jusqu'à l'incorporation de la City ? », va être un enjeu décisif pour l'avenir du rôle international et des parts de marché de l'euro. Dans un monde exhibant une grande instabilité et volatilité financières, les investisseurs internationaux recherchent non seulement des rendements et une fiscalité attractifs, mais aussi une assurance de fait sur la liquidité de leurs placements ;

- la qualité d'une monnaie dépend non seulement du rythme et de la qualité de la croissance dans la zone concernée, mais aussi de la qualité de la « gouvernance » économique et politique. On ne peut dissocier l'avenir du rôle international de l'euro de sujets actuellement en débat dans les conseils Ecofin ou dans la conférence intergouvernementale : l'harmonisation fiscale, la coordination des politiques économiques, le passage à la majorité qualifiée sur des questions de première importance (dont la fiscalité), la réforme des institutions européennes, etc. Pour appré-

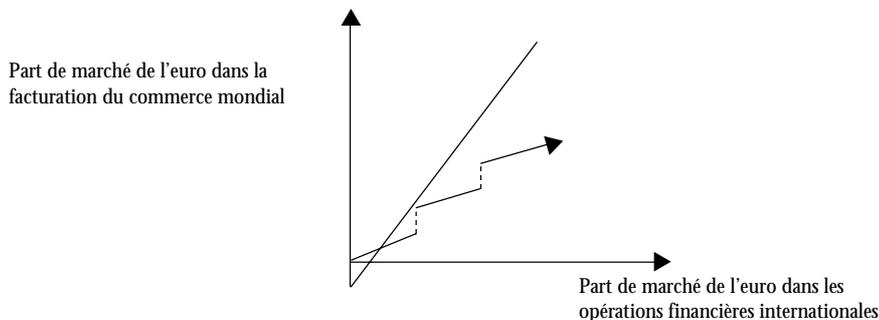
cier la qualité d'une monnaie, les marchés tiennent grand compte de son pilotage et de son (ses) pilote(s). Ainsi, jusqu'à présent, l'effet Greenspan a joué en faveur du dollar, alors qu'une certaine cacophonie et un manque de transparence du côté de la BCE n'ont pas vraiment aidé l'euro.

Comment aborder les inerties dans la facturation du commerce mondial ?

L'essor prévisible de l'euro, avant comme après janvier 1999, est fondé sur l'hypothèse suivante : son rôle financier va s'affirmer beaucoup plus vite que sa fonction commerciale internationale. Pour affiner le raisonnement, j'ajoute que l'essor de l'euro commercial devrait correspondre à une fonction en escalier (cf. figure n°1 ci-dessous) : il va buter sur des seuils, mais dès qu'un seuil est franchi, la marche en avant est susceptible de s'accélérer.

Comment interpréter l'existence de ces seuils et des « sauts qualitatifs » associés ? Le mieux est de faire appel à la théorie des réseaux. La fonction transactionnelle de la monnaie met en évidence l'importance des réseaux monétaires. Si on lui applique la loi de Metcalfe - la valeur d'un réseau varie comme le carré du nombre de participants - on conçoit la difficulté et le temps nécessaire à l'euro pour rattraper le dollar.

Figure n°1
Scénarios pour l'évolution du rôle international de l'euro



Si l'euro devait, à long terme, rester systématiquement et significativement en dessous de la bissectrice de la figure n°1, il serait handicapé dans sa concurrence avec le dollar, car une monnaie vraiment complète ne connaît pas trop, ni trop longtemps, de divergences entre son rôle financier et sa fonction commerciale. On pourrait ainsi redouter qu'un retard conséquent de l'euro commercial vis-à-vis de l'euro financier ne finisse par remettre en cause ce dernier, en plafonnant les opérations financières libellées dans la monnaie unique.

On perçoit donc l'enjeu d'interrogations concrètes du style : les pays de l'OPEP vont-ils un jour facturer le pétrole en euros ? (de toute façon, pas tout de suite ni même, sans doute dans les cinq ans qui viennent). Quand l'Europe sera-t-elle en mesure de facturer en euros les Airbus vendus aux compagnies américaines ? (cela pourrait intervenir plus vite...). Derrière ces questions, et beaucoup d'autres comparables, la question de la dévolution du risque de change entre acheteurs et vendeurs est un élément significatif, mais à terme elle est moins décisive que ce qui l'accompagne et qui touche aux parts de marché des différentes monnaies de réserve.

La configuration des balances de paiements et la concurrence monétaire

Il est devenu courant d'expliquer la faiblesse de l'euro, depuis sa création, par les sorties nettes de capitaux à long terme (investissements directs et certains investissements de portefeuille) de la zone euro vers les Etats-Unis. Cette situation, qui est directement enregistrée non pas dans la balance courante mais dans la balance de base, exprime à la fois une volonté d'internationalisation des entreprises et des investisseurs de la zone euro, mais aussi

une certaine défiance de leur part à l'égard de l'Europe (même si celle-ci attire beaucoup d'investissements directs étrangers), sans qu'il soit possible de pondérer avec précision les deux arguments.

Il y a là une liaison assez directe entre la configuration des balances de paiements (soldes et structure des balances) et la dynamique des taux de change. Pour déboucher sur les conditions de la concurrence monétaire et leur résultante, les parts de marché, il faut privilégier d'autres relations. Je donne juste un exemple. Une zone doit-elle avoir un déficit courant pour favoriser l'usage international de sa monnaie ? L'exemple des Etats-Unis incite plutôt à une réponse positive, dans la limite suggérée par le dilemme de Triffin : au-delà d'un certain seuil, l'excès de la quantité (de dollars) risque de miner la confiance et la qualité du billet vert. On sent intuitivement qu'une zone a intérêt à passer par des cycles dans sa balance des paiements : les excédents courants sont susceptibles d'inspirer confiance aux investisseurs et de fixer une borne à l'éventuelle dépréciation du taux de change de la monnaie nationale, alors que les déficits courants peuvent, dans certaines conditions, catalyser l'usage de ladite monnaie en dehors de sa zone d'émission. La succession, pas trop rapprochée dans le temps, de ces deux types de phase peut aider une devise à conforter ses parts de marché dans la sphère commerciale comme sur les marchés financiers internationaux.

Les développements précédents débouchent sur plusieurs conclusions :

- le système monétaire et financier international ne sera pas, à court-moyen terme, tripolaire. Il s'oriente vers un duopole monétaire (dollar-euro) ;
- ce duopole, encore très asymétrique aujourd'hui surtout pour la facturation du commerce mondial, devrait l'être progressivement de moins en moins. On peut d'ailleurs penser qu'un duopole monétaire



parfaitement symétrique entre le dollar et l'euro ne serait qu'une vue de l'esprit, ou qu'un moment de l'histoire (un moment qui parfois dure quelques années ou quelques décennies, guère plus). Tôt ou tard, les opérateurs marquent une préférence relative pour l'une des deux monnaies plutôt que l'autre, avec toutes les conséquences associées au jeu de la loi de Gresham (« la mauvaise monnaie chasse la bonne ») ou à son inverse ;

- le scénario très probable d'un SMFI organisé autour d'un duopole (dollar-euro) de moins en moins asymétrique ne garantit pas, par lui-même, moins d'instabilité et moins de volatilité. Les théoriciens du *leadership* (Kindleberger, etc.) montrent

même que l'asymétrie est nécessaire à la stabilité. Sans aller jusque-là, je dirai que le rééquilibrage prévisible à l'intérieur du SMFI ne suffira pas à réduire l'instabilité financière internationale. Il faudra aussi compter sur une bonne dose de volontarisme, en particulier en réduisant les déséquilibres internationaux (déficits américains, excédents japonais...) et en mettant en oeuvre une coordination internationale enfin digne de ce nom, dans le cadre du G7 nécessairement reprofilé grâce à une association des pays émergents ou en transition à des décisions qui les concernent aussi. Le G20 actuel pourrait être le point de départ d'un tel *aggiornamento*, pas obligatoirement son point d'arrivée.

NOTES

1. Cf. le Rapport annuel du FMI pour 1999, p.111.
2. Voir mon article, *The SDR in the Light of the Multicurrency System*, in M. Mussa, J. Boughton et P. Isard (eds), *The Future of the SDR*, International Monetary Fund, 1996.
3. F. Hayek, *Denationalisation of Money*, Intitute of Economic Affairs, Londres, 1976.

