

LES SOURCES DE L'INTERNATIONALISATION DE L'EURO

FRANÇOISE LE QUÉRÉ*

La multiplicité des facteurs justifiant l'internationalisation d'une monnaie explique les difficultés rencontrées pour évaluer cette question en l'absence d'une seule théorie de l'internationalisation. Cette difficulté est doublée d'une interrogation sur le poids de chaque facteur et la manière dont ils se conjuguent. De ce fait, les auteurs qui ont cherché à définir l'origine de l'internationalisation des monnaies se réfèrent à plusieurs champs théoriques et s'appuient sur des travaux empiriques fondés sur les expériences d'internationalisation passées. Or, le contexte étant différent, celles-ci ne sont pas nécessairement transposables à l'euro. On peut néanmoins retenir les critères d'internationalisation traditionnellement invoqués pour expliquer l'accession d'une monnaie au statut de devise internationale : la taille de l'économie émettrice et son ouverture commerciale vont ainsi se révéler déterminants dans le choix de la monnaie de rattachement des pays tiers. Le lien entre les fondamentaux d'une économie et l'internationalisation de sa monnaie sera présenté dans une première partie. Nous exposerons dans une seconde partie pourquoi il convient de donner moins d'importance, dans un contexte de développement des transactions financières, à une internationalisation liée aux seuls fondamentaux. La taille relative des transactions financières est devenue telle qu'elle limite de fait la portée des déterminants traditionnels qui expliquent essentiellement la diffusion internationale d'une monnaie par les flux réels. L'internationalisation de l'euro dépendra *in fine* davantage des flux financiers qui seront libellés dans cette monnaie. La taille des marchés financiers de la zone euro et leur liquidité apparaîtront décisifs dans cette problématique.

7

* Université d'Orléans, Laboratoire d'Economie d'Orléans LEO-UMR C6586.
E-Mail : Francoise.Lequere@univ-orleans.fr.

*DES CRITÈRES D'INTERNATIONALISATION
TRADITIONNELS FONDÉS SUR LES CARACTÉRISTIQUES
DE LA MONNAIE ET DU PAYS ÉMETTEUR*

Traditionnellement, on estime qu'une monnaie devient internationale lorsqu'elle remplit ses fonctions hors de ses frontières d'émission, même si son aptitude à les exercer peut être à la fois partielle et réversible. En tant que moyen d'échange, la monnaie internationale est utilisée par les agents privés pour les échanges directs, mais aussi en tant que véhicule pour le règlement des transactions commerciales et financières. La monnaie internationale est également utilisée dans sa fonction de moyen d'échange par les banques centrales pour réaliser les interventions sur les marchés des changes. Les agents privés utilisent la monnaie internationale en tant que numéraire pour coter et facturer les échanges ou pour libeller les actifs financiers. Elle est aussi utilisée comme unité de compte par les institutions officielles dans la définition des parités de taux de change. Elle sert enfin de réserve de valeur pour les secteurs privé et officiel.

Les analyses usuelles permettent d'expliquer les écarts de diffusion internationale des monnaies par les fondamentaux des économies, notamment les écarts de taille, et par le choix de pays tiers de privilégier l'une d'elle comme monnaie de rattachement.

8

*Taille de l'espace monétaire, degré d'ouverture commerciale
et internationalisation*

Le constat suivant lequel l'hétérogénéité des puissances économique et commerciale des pays d'origine justifierait les différents degrés d'internationalisation entre les monnaies est largement fondé sur l'histoire économique récente. Depuis 1850, la monnaie qui s'est imposée comme devise internationale a toujours été celle de l'économie dominante. Si la taille de la zone euro devient comparable à celle des États-Unis dont la monnaie est dominante actuellement, alors l'internationalisation de l'euro est susceptible de se produire.

*La taille de l'économie du pays émetteur de la monnaie candidate au statut
de monnaie internationale comme critère d'internationalisation*

Pour Philippe Martin (1997), l'acquisition du statut de monnaie internationale est une fonction croissante de sa taille, mais cette relation n'est pas linéaire. Historiquement, on observe que la monnaie d'un grand pays possède une probabilité d'internationalisation plus forte que celle d'un pays de taille limitée. Dès lors que l'on admet qu'il existe un lien entre taille économique d'un pays et internationalisation de sa

monnaie, il convient de présenter certains indicateurs économiques permettant de figurer le poids relatif de chaque zone (euro, yen et dollar) dans l'économie mondiale (tableau n° 1). La comparaison des indicateurs économiques établit clairement que la zone euro devient un bloc de taille comparable aux États-Unis, que ce soit sur le plan de la population ou du produit intérieur brut (PIB).

Tableau n°1
Différents indicateurs de taille pour les États-Unis,
le Japon et la zone euro

	Population	PIB ^a en Md \$ (taux de change de décembre 1996)
États-Unis	263 057 ^b	7 575
Japon	124 960 ^c	4 377
Zone euro	287 254 ^d	6 743

a) Projection pour 1996. Allemagne unifiée depuis 1991. b) 1995. c) 1994. d) 1993.

Source : Secrétariat de l'OCDE.

Ouverture extérieure et intégration commerciale

La présentation des indicateurs économiques n'est pertinente sous l'angle de l'internationalisation des monnaies que si elle s'accompagne pour les économies d'un degré d'ouverture significatif. Le tableau n°2 présente les indicateurs d'exposition au commerce international pour les trois zones. Les ratios présentés démontrent une ouverture au commerce assez comparable, et finalement limitée dans les trois blocs. La part des importations sur le PIB est de 10,2 % aux États-Unis et de 6,6 % au Japon, tandis que le commerce extérieur représente respectivement 18,3 % et 15,2 % du PIB. La part des importations sur le PIB dans la zone euro est supérieure à celle du Japon et des États-Unis. Ce constat est confirmé pour le ratio du commerce extérieur sur le PIB.

Le degré d'ouverture au commerce de la zone euro ne reflète pas, en réalité, l'importance de l'ouverture commerciale de chaque pays, comme le montrent les ratios d'ouverture commerciale pour chacun des pays dans la partie basse du tableau n° 2. L'ouverture commerciale des pays européens pris séparément est très largement expliquée par le commerce intra-européen. Or, avec l'unification monétaire, la part très élevée des flux commerciaux intra-zone dans le commerce européen total disparaissant au profit de flux purement internes - facturés et réglés en euros -, l'ouverture commerciale de la zone se réduit, et ce facteur n'est plus un critère décisif d'internationalisation de l'euro.

De fait, la demande d'encaisses transactionnelles de l'euro doit globalement diminuer (Kenen, 1993, Bénassy et al, 1993). En utilisant l'euro plutôt que les monnaies européennes, les résidents réalisent des économies d'échelle dans la gestion des encaisses pour le commerce intra-zone. Cette

baisse de la demande d'encaisses ne devrait pas être compensée par un effet symétrique. En effet, une hausse de la demande d'encaisses transactionnelles en euros ne peut se produire que si la facturation et le règlement des échanges en euros se développent dans le commerce extra-européen et entre des pays tiers. Cela reste hypothétique tant que l'on ne connaît pas les préférences des participants au commerce mondial. Cet effet serait en tout état de cause plus faible que le précédent. Dresser un bilan rapide de l'utilisation des monnaies dans la facturation des échanges peut néanmoins fournir des indications sur l'internationalisation future de l'euro.

Tableau n° 2
Degré d'ouverture commerciale en 1995

	Importations / PIB (%)	Commerce extérieur / PIB (%) ^a
Les blocs commerciaux		
États-Unis	10,2	18,3
Japon	6,6	15,2
Zone euro ^b	10,9	22,4
La zone euro		
Allemagne	19,2	40,8
France	17,3	36,0
Italie	19,0	40,5
Autriche	28,2	52,9
Belgique / Luxembourg	54,4	114,0
Finlande	23,6	56,0
Irlande	53,6	125,7
Pays-Bas	45,2	95,3
Portugal	32,5	55,1
Espagne	20,6	37,1

a) Somme des exportations et des importations de biens. b) Après consolidation excluant le commerce intra-européen.

Source : Secrétariat de l'OCDE.

Pratiques de facturation et internationalisation

La monnaie d'un pays sert à la facturation et au règlement des flux commerciaux avec ses partenaires. Mais cette monnaie acquiert véritablement le statut de devise internationale si elle est utilisée pour libeller et régler des échanges n'impliquant pas le pays émetteur (Krugman, 1980, Chrystal, 1984, Black, 1991). Une monnaie qui parvient à s'imposer comme monnaie tierce dans la facturation et le règlement des échanges a, en outre, toutes les chances de conserver cette position. Même lorsque la qualité de la monnaie décline, par exemple en raison d'une détérioration des fondamentaux du pays d'origine, la monnaie subsiste dans les transactions internationales. Les conditions qui ont favorisé son accession sont déconnectées de son utilisation ultérieure qui devient progressivement conventionnelle (Aglietta, Deusy-Fournier,

1994). L'inertie se renforce au fil du temps et elle devient irréversible sauf si un choc suffisamment important modifie la structure d'échange. La domination et la persistance d'une monnaie internationale peut au bout du compte s'expliquer par toutes sortes d'externalités de réseau (Allen, 1993, Dowd, Greenaway, 1993, Matsuyama, Kiyotaki, Matsui, 1993, Le Quéré, 1996).

La part des monnaies européennes dans la facturation est loin d'être négligeable parmi les principaux exportateurs, mais elle est principalement due à la facturation du commerce intra-européen. La part du dollar dans le libellé des échanges commerciaux (et la cotation de biens primaires) reste dominante et elle seule dépasse largement le poids des États-Unis dans le commerce mondial (tableau n° 3)¹. Funke et Kennedy (1997) mesurent les coefficients d'internationalisation² du dollar et des monnaies européennes en 1980 et 1992 : le premier est passé de 4,5 en 1980 à 3,6 en 1992, tandis que le second est égal à 1,0 pour les deux années concernées³. Le déclin du dollar comme monnaie de facturation du commerce mondial résulte moins d'un véritable désintérêt vis-à-vis du dollar que d'effets de recomposition liés à la moindre importance des pays exportateurs de pétrole dans le commerce mondial (Bénassy, Deusy-Fournier, 1994). Depuis 1987, la part du dollar dans la facturation du commerce mondial s'est d'ailleurs stabilisée.

Tableau n° 3
Part des principales monnaies dans la facturation
des exportations mondiales (%)

Monnaies	1980	1995
Dollar US	56,4	52
Yen	2,1	4,7
Mark	13,6	13,2
Livre	6,5	5,4
Franc	6,2	5,5
Florin	2,6	2,8
Lire	2,2	3,30
Autres	10,4	13,1

Source : Commission européenne (DG II D4).

Il est difficile d'estimer si la facturation des échanges en euros peut être amenée à se développer. S'il devait en être ainsi, le développement d'un usage commercial de l'euro concernerait en premier lieu les pays d'Europe Centrale et de l'Est puisque la zone euro est leur principal partenaire commercial. Plus généralement, on estime que le rôle de l'euro comme unité de compte et moyen de règlement dans le commerce mondial peut se développer si les prix sont stables à l'intérieur de la Zone euro, si cette zone atteint un poids appréciable dans le commerce

mondial et enfin si l'euro est une monnaie attrayante pour les partenaires commerciaux (Bénassy, Italianer, Pisani-Ferry, 1993, Bénassy, 1997, Funke, Kennedy, 1997). Cette dernière condition prouve que l'utilisation future de l'euro reste difficilement prévisible tant il est vrai que définir les préférences futures des exportateurs et des importateurs demeure parfaitement aléatoire. La devise américaine bénéficie de l'avantage du premier entrant dans les pratiques des intervenants du commerce mondial. Ceci leur permet de capter à travers le dollar des externalités positives. L'usage de l'euro entre pays tiers paraît donc improbable à court terme, car la facturation en euros ne permet pas d'obtenir de tels gains, en particulier pour la facturation de biens homogènes (Chrystal, 1978, Swoboda, 1968). La mission de lutte contre l'inflation de la Banque centrale européenne (BCE) et le fait que la zone euro soit le plus gros exportateur du monde (30 % du commerce mondial) jouent en revanche en faveur d'une utilisation plus large de l'euro pour la facturation et le règlement des échanges.

En tout état de cause, les pratiques de facturation ont un rôle de second plan dans l'internationalisation d'une monnaie. Ces pratiques freinent le processus pour passer d'une monnaie internationale à une autre par inertie: elles renforcent donc l'usage de la monnaie dominante.

12

Evolution du change et internationalisation officielle

Les analyses de l'internationalisation des monnaies ont généralement invoqué la nécessité de disposer d'une monnaie forte et stable. Concernant le caractère de monnaie forte, on a en effet pu mettre en évidence dans le passé un lien de causalité entre l'internationalisation de la livre et du dollar et leur appréciation. L'accession au statut de devise internationale entraîne une augmentation de la demande exprimée en faveur de la monnaie qui s'internationalise, ce qui tend à la faire s'apprécier (Alogoskoufis, Portes, Rey, 1997).

Dans le cas de l'euro, on a coutume d'avancer qu'il s'agira nécessairement d'une monnaie forte, imitant en cela le mark. L'euro serait nécessairement perçu comme une monnaie forte à cause du pacte de stabilité budgétaire, et en raison de l'indépendance et de la détermination de la BCE à limiter l'inflation. En effet, des taux d'inflation élevés ou fluctuants s'accompagnent d'une variabilité des taux de change nominaux et conduisent à augmenter le coût d'utilisation d'une monnaie au plan international. Pour cette raison, une politique monétaire visant à limiter le niveau d'inflation domestique serait un vecteur d'internationalisation (Tavlas, 1991, Hakkio, 1993)⁴.

Patrick Artus (1997d) s'oppose à l'affirmation de l'hypothèse d'une appréciation de l'euro. L'évolution de la valeur externe de l'euro dépend certes des choix de politique monétaire de la BCE, mais aussi de

l'évolution de la demande d'euros en tant qu'instrument de placement : l'appréciation de l'euro est donc aussi reliée à sa capacité à attirer durablement les investisseurs (Kenen, 1993). Or, d'une part, il est difficile de statuer sur l'orientation de la politique monétaire sans connaître les objectifs - internes ou externes - privilégiés par la BCE. D'autre part, Artus démontre la difficulté à prévoir la nature des réaménagements de portefeuilles internationaux⁵. De fait, le modèle de portefeuille présenté prédit une légère appréciation à long terme de l'euro en cas de politique monétaire relativement peu restrictive de la BCE, l'appréciation étant d'autant plus forte que la demande de titres en euros du reste du monde augmente. Le modèle conduit à l'opposé à une dépréciation à long terme de l'euro si la BCE n'intervient pas pour stabiliser sa valeur externe : or, s'il se produit une instabilité des changes, la demande du reste du monde de titres en euros diminue surtout si elle est alimentée par une baisse des motifs de diversification.

La stabilité externe de la monnaie, critère d'internationalisation

Une stabilité plus forte de la valeur externe de la monnaie et la possibilité de la prédire sont des vecteurs d'internationalisation traditionnels. Or la question de la stabilité relative de l'euro n'est pas tranchée.

Certains travaux empiriques estiment que la création d'une union monétaire doit donner naissance à une plus grande stabilité des changes. Philippe Martin (1997) présente ainsi un modèle mobilisant le lien que l'on peut établir entre l'écart de taille des différentes zones (Europe, Japon, États-Unis) et la volatilité de leur taux de change. La modification de la taille relative de la zone euro avant et après l'intégration est le point de départ de l'analyse. La réduction du nombre d'intervenants modifie stratégiquement les politiques de change. Selon le modèle, le bénéfice retiré par un pays qui modifie son taux de change pour stabiliser l'économie en cas de choc est d'autant plus élevé que sa taille est petite : une dévaluation est suivie de plus d'effets (hausse de la production) dans un petit pays. Dans ces conditions, un choc produit une instabilité significative des taux de change dans les petits pays, et cette instabilité est d'autant plus forte que l'écart de taille entre les pays est élevé⁶. Philippe Martin applique ce résultat à l'évolution du change de l'euro contre le dollar. La réduction de la volatilité des changes - sur les parités dollar / monnaies européennes et dollar / euro - est d'autant plus saillante que la taille de la zone euro est comparable aux États-Unis, et que l'écart relatif qui prévalait avant l'intégration est notablement réduit. La réduction de l'instabilité des changes devrait donc s'imposer.

D'autres observateurs parviennent à la même conclusion. Ils considèrent que la BCE peut difficilement faire l'économie d'une gestion de son

taux de change, au moins à court ou moyen terme, pour des raisons de réputation et de crédibilité, ainsi qu'en l'absence d'indicateurs préalables pour la conduite de la politique monétaire. L'instabilité des changes serait donc limitée. Par ailleurs, et dans une perspective à plus long terme, des organismes comme le FMI font prévaloir la nécessité d'une réflexion de la zone euro, des États-Unis et du Japon pour mettre en place des relations monétaires internationales stables et coordonnées. Si une telle coopération se mettait en place, elle conduirait à stabiliser les changes entre des joueurs faisant jeu égal : on retrouve l'argument de Philippe Martin (1997).

En revanche, de nombreux auteurs (Artus, 1997b, Bergsten, 1997, Bénassy-Quéré, Mojon, Pisani-Ferry, 1997, Cohen, 1997) envisagent l'hypothèse d'un accroissement de la volatilité des changes. La valeur externe de l'euro doit être plus volatile que celle des monnaies européennes, notamment du fait de la concentration de la BCE sur des objectifs internes. De fait, le désir de stabiliser les changes a davantage de sens dans une économie caractérisée par un fort degré d'ouverture qui peut craindre une évolution défavorable de sa compétitivité. Le désir de stabilisation des changes évolue dans le même sens que le degré d'ouverture. De plus, l'augmentation de l'intégration peut entraîner progressivement des substitutions d'importations qui réduisent encore les courants d'échange avec la zone hors euro et diminuent d'autant le degré d'ouverture de la zone euro. Dans ces conditions, la volonté de stabilisation du change de l'euro est limitée, d'où un accroissement relatif de la volatilité nominale de l'euro par rapport aux monnaies européennes avant l'unification. Pour Bergsten (1997) et Cohen (1997), la zone euro serait conduite à adopter une politique de « douce négligence » comparable à celle qui fut menée par les États-Unis dans le passé. Bénassy-Quéré, Mojon et Pisani-Ferry (1997) nuancent néanmoins la perspective d'une totale « douce négligence ». S'il est vrai que l'on peut attacher moins d'importance à l'évolution de la parité de l'euro avec la grande majorité des monnaies, il peut être souhaitable de singulariser le cas du yen et du dollar. Bénassy-Quéré et *al.* (1997) estiment que le passage à l'euro créera effectivement plus de volatilité réelle des taux de change. Ils insistent cependant sur le fait que la volatilité restera modérée. Sans approfondir davantage la question du lien entre le passage à l'euro et sa plus ou moins grande stabilité, il est clair que l'on ne peut retenir à coup sûr cet indicateur pour anticiper l'internationalisation de l'euro.

Usage officiel de l'euro et internationalisation

En cas de variabilité accrue des taux de change, l'impact sera plus sensible pour les économies actives dans le commerce mondial qui auront rattaché leur monnaie à l'une des trois devises. Leur choix d'ancrage à une monnaie comme l'euro est en tous cas déterminant pour

son accession au statut de monnaie internationale, car la demande officielle d'une monnaie exerce une influence sur la demande privée (Bénassy-Quéré, 1996, Bergsten, 1997). Il est difficile de déterminer de quelle manière s'opère l'internationalisation des monnaies par l'usage officiel, mais on retient généralement comme indicateur leur utilisation en tant que monnaie de rattachement pour des monnaies tierces et la répartition des monnaies dans les réserves officielles.

Ancrage et internationalisation

Le degré d'internationalisation d'une monnaie serait lié, dans cette perspective, au nombre de monnaies qui lui sont rattachées, d'où l'intérêt de travaux empiriques recensant les monnaies d'ancrage les plus utilisées à des fins de rattachement (tableau n°4). En dépit du contexte de flottement général des monnaies, les autorités monétaires peuvent conserver, soit une référence officielle, soit un rattachement *de facto* pour ancrer la valeur externe de leur monnaie. Frankel, Wei (1993), Bénassy, Deusy-Fournier (1994) et Bénassy-Quéré (1996) montrent - suivant des méthodes différentes - l'existence d'efforts de stabilisation *de facto* des monnaies de certains pays d'Asie, d'Amérique latine ou des Pays d'Europe Centrale et Orientale. Il faut donc autant s'intéresser au rattachement réel qu'au rattachement nominal pour appréhender correctement les régimes de changes existant de fait. Le travail empirique de Bénassy-Quéré (1996) fondé sur la volatilité des taux de change nominaux par rapport aux monnaies d'ancrage montre que le rôle de monnaie d'ancrage nominale *de facto* du dollar est loin d'avoir été menacé par le flottement généralisé des monnaies. Certaines recompositions ont eu lieu, puisque moins de pays d'Afrique et du Moyen-Orient rattachent leur monnaie à la devise américaine depuis 1974. En revanche, les pays asiatiques ont stabilisé la valeur externe de leur monnaie en se rattachant au dollar plutôt qu'au yen tout au moins jusqu'à la crise financière de 1997.

15

La capacité de l'euro à acquérir graduellement un rôle de monnaie d'ancrage dépend de plusieurs facteurs, au premier rang desquels figurent les choix d'ancrage des pays périphériques. Il s'agit en particulier des pays désireux d'intégrer le nouveau mécanisme de change européen parmi les Peco et les pays du bassin méditerranéen. Leur choix d'ancrage dépendra principalement de l'intensité des échanges commerciaux et de capitaux avec la zone euro, de la monnaie de dénomination et de la taille de la dette extérieure⁷ et enfin du degré de coordination monétaire. Il faut souligner que le rôle de monnaie d'ancrage est soumis à des phénomènes d'inertie. Dans cette perspective, la place prise par le dollar dans le libellé de la dette extérieure de ces pays

conforterait durablement son rôle de monnaie d'ancrage.

Tableau n° 4
Nombre de monnaies appartenant à chaque régime de change

Classification par régimes de changes	1978	1988	1997
Rattachement à une monnaie :			
Dollar US	43	39	21
Franc français	14	14	14
Deutsche mark	0	0	2
Autres	7	5	9
Rattachement à un panier de monnaies			
DTS	15	8	2
Autres paniers	21	31	20
Flexibilité limitée			
Serpent monétaire, mécanisme de change	4	7	12
Autre rattachement avec bandes étroites	0	4	4
Flottement géré	7	27	47
Flottement indépendant	27	17	51
Total	138	152	182

Source : FMI.

On voit bien que le degré d'internationalisation de l'euro, avec comme moteur son rôle de monnaie de rattachement, est difficile à prévoir. Même si l'euro paraît un recours logique pour certains pays, rien n'est assuré en la matière. Certes, ces pays considéreront l'intérêt d'un rattachement à l'euro pour stabiliser leur change avec leur principal partenaire. D'un autre côté, une limitation des échanges et des financements en provenance de la zone, des coûts de transaction trop élevés, une stabilité contestable ou des perspectives restreintes d'intégration ultérieure à la zone pourraient limiter l'ancrage à l'euro, *a fortiori* pour des pays non périphériques. Cet argument conduit à nous intéresser à la part prévisible de l'euro dans les réserves de change.

L'euro, monnaie de réserve officielle

Il est permis d'établir un lien entre le choix des institutions officielles pour le libellé des avoirs de change et l'internationalisation d'une monnaie. La demande officielle d'euros représente un facteur complémentaire à la demande privée. Elle dépend largement du choix du régime de change des pays tiers. L'accumulation de réserves officielles dans une monnaie peut toutefois être déconnectée du choix d'ancrage, dès lors qu'une monnaie tierce est détenue pour effectuer les interventions officielles.

La part du dollar dans les réserves de changes officielles était de 79 % en 1975 ; elle atteint 57 % en 1997. Ce déclin n'est pas linéaire puisque la part du dollar s'est stabilisée à partir de la moitié des années 80

(tableau n° 5). Il s'explique généralement par le double mouvement de dépréciation du dollar et par des effets de recomposition, traduisant la représentation plus forte des pays européens détenteurs de marks (13,7 % des réserves) ou des pays asiatiques détenteurs de yens (7,1 %) dans le total des réserves détenues. La devise américaine est donc, et de loin, la principale monnaie officielle détenue par les banques centrales. La part des cinq monnaies européennes, bien qu'elle ait progressé, se situait en 1997 à 23 % du total des réserves détenues.

Tableau n° 5
Part des principales monnaies dans les réserves officielles ^a

en %	1975	1985	1997
Dollar US	79,4	55,3	57,1
Yen	0,5	7,3	4,9
Monnaies européennes ^b	13,6	20,4	23,4
Monnaies non spécifiées	7,3	5,4	14,9

a) Fin de l'année. Le tableau intègre l'Écu comme monnaie séparée à partir de 1979. b) Livre Sterling, mark, franc français, franc suisse et florin néerlandais.

Source : FMI (rapports annuels).

Quelle sera la place de l'euro en tant que monnaie de réserve officielle ? Si la demande d'avois officiels dépend principalement de la demande des banques centrales pour des motifs d'intervention sur les marchés des changes, la demande d'euros du secteur officiel devrait suivre l'évolution suivante. Dans un premier temps, elle serait susceptible de diminuer en raison de la réduction des besoins de réserves des pays de la zone euro, au motif que les banques centrales ne sont plus tenues de réaliser des interventions pour aligner les parités dans le cadre du mécanisme de change. Les réserves en monnaies européennes ne sont plus des réserves internationales, mais des actifs en monnaie de la zone unifiée. Les réserves restantes seraient surtout constituées d'avois en dollars. La BCE pourrait chercher à s'en défaire, soit parce qu'elles seront devenues inutiles, soit parce qu'elle optera pour une plus grande diversification de ses réserves (Kenen, 1993, Bénassy et *al.*, 1993, Funke, Kennedy, 1997, Masson, Turtleboom, 1997).

Concernant les tiers, on s'attend à une recomposition progressive de leurs réserves en faveur de l'euro. L'incitation à détenir plus de réserves officielles en euros doit concerner en premier lieu les pays périphériques à la zone euro. Pour Masson, Turtleboom (1997), les banques centrales des autres pays pourraient toutefois chercher à détenir plus d'euros dans une perspective de diversification optimale de leurs avois de change. Dans ce cas, la stabilité réelle de l'euro devient déterminante. D'après leurs projections portant sur la structure optimale des réserves, la demande du secteur officiel pourrait être supérieure

à la demande d'avoirs en marks avant le passage à l'euro.

La première partie de ce travail a montré la difficulté d'établir un lien précis entre internationalisation de l'euro et caractéristiques propres à la monnaie et à l'économie émettrice. Se concentrer uniquement sur l'internationalisation officielle, ce qui supposerait que l'usage de l'euro se développe en tant que monnaie de rattachement, d'intervention et de libellé pour les avoirs de change, est encore très incertain tant que l'on ne connaît pas précisément les effets de l'intégration monétaire européenne sur les différentes politiques de change. Anticiper, d'un autre côté, que l'internationalisation de l'euro puisse résulter d'un développement de son usage comme monnaie de règlement et de facturation paraît également insuffisant. L'internationalisation de l'euro ne peut en aucun cas émaner du seul développement de son utilisation pour la facturation et le règlement des transactions commerciales, en raison de la faiblesse relative des transactions réelles par rapport aux transactions financières. De fait, seul un développement conjugué de l'euro comme moyen de paiement international et monnaie de dénomination des actifs financiers de la zone est à même de conduire à son internationalisation. L'interaction des deux, à savoir le développement des transactions financières et les externalités croissantes de l'usage de l'euro comme moyen de paiement, est déterminante (Alogoskoufis, Portes, Rey, 1997). C'est pourquoi il est essentiel de s'intéresser à la question des transactions financières internationales, pour aborder ce que pourrait être la place de l'euro dans les portefeuilles internationaux.

18

MARCHÉS FINANCIERS INTÉGRÉS ET FLUX DE CAPITAUX COMME VECTEURS D'INTERNATIONALISATION

L'étendue des perspectives d'internationalisation de l'euro doit être reliée à sa part future dans les portefeuilles internationaux. Or la structure des portefeuilles et les flux de capitaux sont particulièrement influencés par les modifications structurelles des marchés financiers européens induites par le passage à l'euro. L'unification des marchés financiers européens constitue un vecteur d'accroissement de leur liquidité, ce qui peut rendre l'euro plus attractif.

Structure des marchés financiers et attractivité de l'euro

La largeur et la profondeur des marchés ainsi que l'absence de réglementation permettent aux opérateurs de réaliser aisément un grand volume de transactions⁸. Les non résidents cherchent à détenir la monnaie qui offre le plus de garanties en termes d'efficacité et de rapidité des moyens de paiement, de variété des instruments financiers disponibles ou de dynamisme du système bancaire. L'existence de structures financières larges et profondes est donc un vecteur prépondérant de

l'internationalisation d'une monnaie pour les transactions financières. L'acquisition d'une plus grande liquidité et d'une plus grande profondeur des marchés est essentielle, mais peut se révéler insuffisante. Des effets de « volumes » favorisent le maintien du dollar sur certains segments de marchés, car son usage génère des externalités. Une perte partielle de son statut de monnaie dominante s'est néanmoins produite sur certains marchés d'actifs. Pour le démontrer, l'évolution de la part des différentes monnaies par actif est un indicateur pertinent : il met en lumière la moins grande place du dollar dans les encours de titres.

Taille et localisation des marchés financiers en euros

L'intégration monétaire doit s'accompagner d'une plus forte intégration financière, celle-ci tendant à augmenter la taille et à modifier la localisation de l'activité financière de la zone vers les principales places, en fait les plus liquides. L'adoption de l'euro à l'intérieur d'une zone de onze pays fait émerger un marché financier qui le rapproche en taille de ceux des États-Unis et du Japon (tableau n° 6). La taille du marché des changes unifié est comparable à celle des États-Unis, mais reste très inférieure à celle de Londres, première localisation pour ces transactions avec 464 milliards de dollars échangés. Par ailleurs, la capitalisation boursière de la zone euro s'établit à 1 933 milliards de dollars, c'est-à-dire bien loin de celle des États-Unis (5 655) et du Japon (3 545). Si Londres avait intégré la zone, la capitalisation boursière aurait été portée à 3 280 milliards de dollars. La non participation de Londres diminue proportionnellement moins la taille du marché de la dette obligataire domestique en euros. L'encours de la dette obligataire domestique atteint 6 207 milliards de dollars dans la zone euro, c'est-à-dire plus que le Japon (4 862), mais moins que les États-Unis (11 292). La taille de l'encours d'obligations internationales de la zone euro dépasse largement celle du Japon et des États-Unis. Au total, la taille du marché unifié en euros est sans comparaison avec la somme des marchés domestiques pris séparément, mais force est de constater que la taille du marché financier de l'euro eût été incomparablement plus élevée, donc plus liquide et attractive, si le Royaume-Uni avait participé à l'unification compte tenu de la taille de la City.

19

Degré d'intégration des marchés européens et liquidité

L'intégration des marchés financiers à l'intérieur de la zone euro va se réaliser progressivement : elle ne sera ni immédiate, ni homogène. Les marchés financiers en euros vont être juxtaposés sans intégration véritable avant d'atteindre un degré élevé d'intégration. Certains marchés vont rester segmentés, c'est-à-dire qu'ils conserveront une connotation

nationale. L'argument de la taille des marchés financiers européens doit donc être nuancé, au moins à moyen terme, tant que l'intégration n'est pas complète⁹. Aussi une totale liquidité des marchés financiers européens, fondée pour Prati et Schinasi (1997) sur « *l'élimination du risque de change, le rétrécissement des écarts de cote et la convergence des usages de marché* » n'est pas garantie dès 1999.

Tableau n° 6
Taille des marchés financiers par pays 1995/1996
(en Md de \$ US)

Pays	Volume des transactions sur le marché des changes ^a	Encours de dette obligatoire domestique ^b	Encours d'obligations internationales ^c	Capitalisation boursière ^d
Etats-Unis	244,4	11292,7 (6965)	434,7	5654,8
Japon	161,3	4862,0 (3409)	203,6	3545,3
Royaume-Uni	463,8	649,4	333,2	1346,6
France	58,0	1280,5 (707)	195,6	500,0
Allemagne	76,2	1891,2 (857)	145,6	577,4
Zone euro	261,0	6207,2	914,5	1933,3

a) Transactions sur le comptant, le terme et les *swaps* de devises. Net d'une double comptabilisation. Avril 1995. b) Titres à court ou moyen terme. Émis par des résidents et des non résidents en monnaie locale. Septembre 1996. Entre parenthèses : dont dette publique. c) Bons internationaux et euro bonds. Décembre 1996. d) Capitalisation boursière pour les entreprises domestiques. Fin 1995.
Source : BRI, Secrétariat de l'OCDE, FIBV, in Funke, Kennedy (1997).

20

La mise en place du système de paiement Target est un moyen d'intégration des différents marchés monétaires à l'intérieur de la zone euro qui devrait favoriser l'émergence d'un marché interbancaire vaste et efficient. Pour certains, ce mouvement s'accompagne nécessairement d'une plus forte concurrence entre les banques, pour les activités de gros, et d'une restructuration du secteur bancaire par des rapprochements permettant d'atteindre une taille critique. Mac Cauley et White (1997) estiment que l'impact immédiat du passage à l'euro sur les activités bancaires est plus limité que celui qui affecte le marché des titres. En revanche, des restructurations profondes vont progressivement et durablement affecter les activités bancaires.

L'intégration financière doit être plus rapide sur le segment des titres à court terme. Des analyses soulignent l'étroite relation, avant l'unification, entre la dénomination des titres choisie et la nationalité des émetteurs. La segmentation était donc liée pour beaucoup à la coexistence des différentes monnaies nationales. C'est pourquoi, certains auteurs s'attendent, dès 1999, à un développement du marché des titres libellés en euros, dopé notamment par le dynamisme prévisible du marché des titres des Etats (Mac Cauley, White, 1997). Le marché des bons du Trésor en euros émis par les différents émetteurs souverains doit s'avérer plus profond que les marchés des bons en monnaie nationale

pris séparément, en particulier avec l'émission de titres d'échéances variées.

Ceci vaut aussi pour les émissions à plus long terme. La conversion en euros des emprunts d'État précédemment libellés en monnaies nationales européennes crée un marché de la dette publique de 5 000 milliards de dollars. Toutefois, en l'absence d'émetteur unique de la dette publique, l'unification des marchés de la dette publique en euros est susceptible de ne pas conduire à une intégration totale. Dès lors que les différents titres publics ne sont pas parfaitement substituables, une certaine segmentation du marché persiste. De fait, les écarts de rendement s'expliquent à la fois par les risques de change, de signature et de liquidité. La disparition du risque de change qui expliquait, avant l'euro, l'essentiel des *spreads* doit donner plus de relief au risque de signature. Les émissions obligataires sont dès lors caractérisées par des écarts de rendement reflétant la hiérarchie des risques de signature des États souverains, la liquidité du marché et le rythme des émissions. Ils pourraient atteindre vingt-cinq points de base suivant certaines estimations. Au total, l'intégration des marchés de la dette publique ne sera pas complète pour toutes les échéances.

Les marchés obligataires de titres privés doivent être plus liquides et diversifiés qu'avant l'unification. Toutefois, leur intégration ne peut être immédiate, en raison de disparités fiscales et de la faiblesse en Europe des investisseurs institutionnels (Artus, 1996). Face à une demande limitée - historiquement par un recours au financement intermédiaire¹⁰ -, les émissions de titres de créance privés en Europe restent limitées si on les compare aux marchés obligataires privés au Japon et aux États-Unis. De plus, les emprunteurs privés émettent essentiellement des titres sur les marchés nationaux. Cependant, le marché des titres obligataires privés peut être stimulé par le développement d'une intégration plus forte du marché des titres publics et par des émissions de non résidents.

Bien que facilitée par une plus forte comparabilité des prix des actifs, l'intégration attendue sur les marchés d'actions - à forte connotation domestique - risque donc d'être imparfaite et devrait concerner essentiellement dans un premier temps les sociétés de taille européenne. Cette intégration pourrait se réaliser dans le cadre du projet de création d'une bourse pan-européenne cotant les 300 plus grosses capitalisations¹¹. Les bourses d'actions nationales conserveraient dans cette hypothèse la cotation des sociétés à plus faible capitalisation. La concurrence attendue sur les différents marchés réglementés de produits dérivés en euros est d'ores et déjà particulièrement saillante entre les places. La concurrence entre Matif, Liffe et DTB s'exerce au demeurant moins sur les contrats des différents indices boursiers nationaux ou de matières premières que sur les contrats à terme de produits de taux d'intérêt pour

lesquels une concentration se dessine très rapidement.

Sans développer davantage ces questions, il est clair que les structures des marchés financiers européens sont largement affectées par l'adoption de l'euro, sans pour autant que l'on puisse envisager une totale harmonisation. Le degré d'intégration des marchés financiers est variable suivant les compartiments, mais, même si elle est imparfaite initialement, l'intégration des marchés financiers européens constitue un facteur décisif pour l'internationalisation de l'euro.

Structure des portefeuilles et internationalisation de l'euro

Nous avons désigné l'acquisition d'une plus grande liquidité et d'une plus grande profondeur des marchés de la zone euro comme un vecteur déterminant de son internationalisation. Cette liquidité croissante se révélera progressivement compte tenu de la segmentation initiale de certains marchés, mais pour Prati et Schinasi (1997), la segmentation tendra à diminuer avec l'intensification des échanges de capitaux entre la zone euro et le reste du monde. Les flux financiers en euros deviennent dès lors essentiels pour créer les conditions de son internationalisation. L'intensification des flux de capitaux pourrait, dans le même temps, être limitée par une plus forte variabilité des changes entre l'euro et les autres monnaies de réserve (Artus, 1997d).

22

Part prévisible de l'euro par segments de marché

Pour connaître la part de l'euro en tant que moyen de paiement international, on se réfère généralement à la structure du marché des changes.

La domination du dollar sur les marchés des changes et le rôle des effets volumes

Le tableau n° 7 est très explicite à propos de la domination du dollar dans les transactions de change. Le dollar est d'ailleurs, excepté à Francfort, la monnaie la plus utilisée pour ces transactions.

Les transactions sur le marché des changes illustrent en quoi l'usage d'une monnaie dans les transactions internationales est conditionné par toute une gamme d'externalités (Aglietta, Deusy-Fournier, 1994, Le Quéré, 1996).

Plus une monnaie est utilisée, plus ses coûts de transaction diminuent, ce qui tend progressivement à la baisse des *spreads*. Ces coûts de transaction sont faibles en pourcentage, mais comme ils portent sur des volumes élevés, ils deviennent tout à fait stratégiques. Les externalités issues des rendements d'échelle et des effets de réseau contribuent progressivement à la pérennité de la position dominante du dollar : l'inertie des positions

acquises est donc particulièrement sensible sur le marché des changes.

Tableau n° 7
Répartition par monnaie des transactions de change

Monnaies	Pourcentage par monnaie*
Dollar US	83,6
Yen	23,6
Mark	37,1
Franc français	8,1
Livre Sterling	8,9
ECU	2,3
Autres monnaies européennes	13,5
Autres	22,9
Total	200,0

* Chaque opération faisant intervenir deux monnaies, la somme des opérations portant sur les différentes monnaies est égale à deux fois le volume total notifié.

Source : BRI (1996) Central Bank Survey of Foreign Exchange.

Alogoskoufis, Rey et Portes (1997) estiment que la baisse des coûts de transaction de l'euro sera d'autant plus rapide que les marchés financiers deviendront plus profonds et plus liquides : « *Un marché financier domestique efficient encourage les entrées de capitaux qui augmentent la liquidité des marchés des changes bilatéraux impliquant la monnaie domestique, ce qui accroît sa probabilité de devenir une monnaie véhiculaire* ». Réciproquement, l'acquisition du statut de monnaie véhiculaire, en renforçant la liquidité sur les marchés des changes, diminue les coûts de substitution entre les portefeuilles d'actifs. En d'autres termes, l'euro peut s'internationaliser par la conjonction d'une plus grande attractivité des actifs en euros et d'une baisse des coûts de transaction sur les marchés des changes. Le développement des transactions sur les marchés financiers et de change créent des phénomènes de synergie qui facilitent l'usage de l'euro comme monnaie véhiculaire, au-delà d'une taille critique de transactions. La demande d'actifs financiers libellés en euros affecte les transactions sur les marchés des changes et accroît la liquidité sur les deux marchés. L'émergence de l'euro comme monnaie véhiculaire reposerait, dans ces conditions, sur des coûts de transaction euro / yen et euro / dollar comparables aux coûts des transaction impliquant le dollar. Les écarts de cours sur les actifs financiers en euros doivent se rapprocher sensiblement de ceux qui prévalent pour le dollar et qui sont naturellement très inférieurs actuellement à ceux des actifs libellés dans les autres monnaies. Ce constat limite singulièrement le remplacement du dollar par l'euro comme monnaie internationale (Alogoskoufis, Portes et Rey, 1997). En revanche, l'euro va effectivement réduire la domination de la devise américaine en tant que monnaie de placement quand l'intégration s'approfondira et limitera les coûts de transaction

sur les flux financiers, d'où l'intérêt d'évaluer le degré d'intégration des marchés financiers.

L'érosion du dollar sur les autres segments de marché et les perspectives de l'euro

Le dollar a perdu en partie son rôle de monnaie de réserve pour les transactions privées (Bénassy, Deusy-Fournier, 1994). Toutefois, l'attrait des agents pour les autres devises a été atténué par l'existence de *swaps* qui offrent la possibilité de convertir en dollars une émission obligataire libellée dans n'importe quelle devise. Le tableau n° 8 permet d'apprécier la part des monnaies dans les encours d'actifs financiers. Il montre l'importance prise par les monnaies européennes sur différents compartiments. Le dollar reste la monnaie dominante pour l'ensemble des fonds levés sur les marchés internationaux de capitaux, mais sa part s'est érodée en 15 ans : elle est passée de 76,2 % à 54,4 % entre 1980 et 1996 pour les émissions de titres et le crédit bancaire. Pour les seules émissions de titres internationaux, la part du dollar atteint 43,5 % en 1996. Parallèlement, les capitaux levés en yens ont progressé sur la période (de 1,6 % à 7,5 %), tandis que la part des monnaies européennes est passée de 12 % à 25,6 % entre 1980 et 1996 pour le total des fonds levés, et de 27,9 % à 28,5 % pour les émissions de titres internationaux. Par ailleurs, la part des monnaies européennes dans les avoirs extérieurs des banques n'a cessé de croître sur les quinze dernières années comme l'indique le tableau n° 9. La part du yen a moins bénéficié de l'érosion du dollar, ce qui peut paraître paradoxal si l'on tient compte du dynamisme de l'activité des banques japonaises (Bénassy-Quéré, 1996).

La place de l'euro en tant qu'instrument de placement pourrait donc se développer avec l'intégration croissante des marchés monétaires et financiers en Europe. La plus grande liquidité des marchés en euros pourrait stimuler les flux financiers et donc favoriser l'internationalisation de l'euro. Cet effet est-il certain ? La taille acquise par les marchés financiers unifiés suffira-t-elle à induire une internationalisation accrue de l'euro compte tenu de son utilisation dans la dénomination des actifs financiers ?

Évolution de l'offre et de la demande internationale de titres en euros

Mac Cauley et White (1997) prédisent un développement substantiel des émissions de titres privés libellés en euros au point que les émissions croissantes des entreprises pourraient remettre en cause la domination actuelle des marchés des fonds d'État en Europe. Les émetteurs tendront à comparer le coût du crédit bancaire avec des émissions de bons, de papiers commerciaux ou d'obligations, et éventuellement à préférer ce

mode de financement. Parallèlement, les investisseurs résidents auront plus facilement accès aux émissions en euros d'un grand nombre d'émetteurs, qu'ils soient ou non de même nationalité, ce qui élargit la gamme des possibilités d'investissement. MacCauley et White (1997) estiment que, si elle se vérifie, la tendance des agents à délaissier le financement intermédié devrait s'avérer très défavorable pour les banques déjà placées en situation de concurrence accrue. Une hausse de l'offre de titres privés et une importance croissante donnée au risque de signature ne sont donc pas à exclure. Les flux de capitaux privés joueraient dans ces conditions un rôle majeur dans une internationalisation possible de l'euro (Bulletin du FMI, 1997).

Tableau n° 8
Composition par monnaie du marché des capitaux
et des obligations internationales^a

	Composition par monnaie du marché des capitaux internationaux Montant total des fonds levés ^a			Composition par monnaie du marché des obligations internationales ^b		
	1980	1990	1996	1980	1990	1996
Total des émissions en milliards de dollars US	116,5	361,4	1058,6	38,3	229,9	710,6
Part en monnaie :						
Dollar	76,2	44,6	54,4	42,7	34,8	43,5
Yen	1,6	9,0	7,5	4,8	13,4	11,1
Livre	1,9	11,9	8,3	3,0	9,2	7,3
Mark	8,5	7,2	10,9	21,9	8,0	14,1
Franc français	1,6	3,0	5,9	3,0	4,2	6,5
ECU	0,0	7,8	0,5	0,0	7,8	0,6

a) Les fonds incluent les émissions de titres internationaux, les crédits syndiqués des banques à moyen et long terme, les prêts et autres facilités. b) Les titres incluent les émissions d'eurobons publiques et privées et les émissions de bons étrangers.

Source : Secrétariat de l'OCDE, in Funke et Kennedy (1997).

Tableau n° 9
Evolution pour tous les secteurs de la composition par monnaie
des avoirs extérieurs des banques des pays industrialisés
(fin d'année)

	1980	1985	1990	1995 (mars)
Dollar	75,3	65,6	52,8	47,9
Yen	0,9	4,0	6,7	6,1
Livre	1,2	1,9	4,4	3,2
Mark + franc + florin + franc belge + lire + ECU	13,0	18,7	24,9	29,6
Autres	5,0	3,5	6,7	9,7

Source : BRI, bulletins mensuels, différents numéros.

Il n'est pas exclu que les investisseurs de la Zone euro continuent de privilégier les émissions de titres nationaux ce qui limiterait l'intégration du marché des titres à l'échelle de la zone. Dans le cas contraire, les investisseurs résidents seraient conduits à diversifier davantage leurs portefeuilles d'actifs à l'intérieur de la zone. De fait, Patrick Artus (1996) s'attend à une hausse de la diversification intra-zone, jusqu'ici limitée par l'exposition au risque de change. Le degré de diversification internationale des investisseurs continentaux est au demeurant plus faible que celui des autres régions, bien qu'à l'intérieur de chaque bloc on constate la même tendance à privilégier des actifs financiers locaux. En 1990, le degré de diversification internationale des investisseurs institutionnels américains est certes limité à 4 % pour les compagnies d'assurance et à 3,8 % pour les fonds de pension. Il est en revanche bien plus élevé au Royaume-Uni (12,5 % pour les fonds de pension et 16,8 % pour les compagnies d'assurance) et au Japon (respectivement 14,2 % et 7,9 %). Les investisseurs institutionnels allemands et français conservent une composante principalement domestique à leurs portefeuilles, avec un degré de diversification de 2 % pour les sociétés d'assurance et de 4 % pour les fonds de pension en France, contre 0,7 % et 0,8 % pour l'Allemagne, ce qui est particulièrement faible. De plus, Patrick Artus constate que la part des investisseurs institutionnels dans la détention totale d'actifs en Europe Continentale est modeste : 21,5 % en Allemagne et 13,2 % pour la France, alors que les parts sont respectivement de 55,8 %, 29,8 % et 78,5 % pour les États-Unis, le Japon et le Royaume-Uni. Le passage à l'euro doit modifier le comportement des investisseurs dans le sens d'une demande proportionnellement plus forte de titres non nationaux en euros.

Une augmentation des émissions privées peut-elle trouver une demande de placement du côté des non résidents ? D'un côté, les non résidents de la zone euro sont susceptibles d'être attirés par la plus grande liquidité et la plus grande profondeur du marché des titres en euros, relativement à ce que l'on observait jusqu'ici pour les monnaies européennes. Les grands investisseurs internationaux peuvent être conduits à réaliser une réallocation de leurs portefeuilles en faveur de l'euro, en particulier si celle-ci leur permet de bénéficier d'une diversification accrue par rapport aux titres en dollars. La réallocation des portefeuilles en faveur de l'euro sera d'autant plus forte qu'il existe une corrélation limitée des rendements entre les titres américains et les titres de la zone euro¹². D'un autre côté, Funke et Kennedy (1997) et Artus (1997d) remarquent que le passage à l'euro va précisément réduire les possibilités de diversification des investisseurs internationaux. L'hypothèse d'une plus grande demande d'actifs par les non résidents est donc contestable si, avec plusieurs monnaies nationales, les investisseurs bénéficiaient de

possibilités d'arbitrage supérieures entre les différents rendements. Une comparaison du rendement et du risque des titres émis dans le zone euro par rapport aux titres émis hors zone euro donne des résultats qui ne sont pas nécessairement favorables à une hausse de la demande de titres en euros par les non résidents, car elle nécessiterait un rendement plus élevé ou un risque plus faible par rapport à la détention de titres en dollars. De fait, l'excès de rendement des titres en euros par rapport aux titres en dollars ne saurait être obtenu si la BCE choisit de mener une politique monétaire accommodante, orientant à la baisse les taux d'intérêt à l'intérieur de la zone. En outre, la demande de titres ne saurait être stimulée par un plus grand risque attaché à la détention de ces titres. Or, nous avons souligné le risque supérieur de la détention de titres en euros par des non résidents en cas de plus forte volatilité des changes. Si les taux de change deviennent effectivement volatils, alors la demande de titres européens se réduira par rapport à celle qui prévalait avant l'unification. Par ailleurs, et contrairement à Mac Cauley et White (1997), Artus (1997c) s'attend à ce que l'offre nette de titres en euros destinée aux non résidents soit extrêmement limitée. Patrick Artus remarque qu'une monnaie qui acquiert le statut de monnaie de réserve conduit les investisseurs à demander sans limite des avoirs libellés dans cette monnaie, ce qui offre pour le pays émetteur des opportunités de financement de sa dette extérieure sans supplément de rendement. Ceci a un sens seulement dans la mesure où le pays émetteur possède effectivement un déficit de balance des paiements. Or la zone euro est caractérisée par un excédent structurel, l'offre de titres en euros doit donc être faible. Dans ces conditions, l'offre limitée ne permet pas de satisfaire la demande émanant des investisseurs non résidents. L'internationalisation de l'euro ne peut donc se produire qu'en présence d'une accumulation de déficits de balance des paiements de la zone euro : elle est donc incertaine.

Par ailleurs, la difficulté à évaluer les effets de l'adoption de l'euro sur l'offre et la demande d'actifs remet en question l'argument couramment exprimé, qui suppose - à émissions données des émetteurs de la zone - que l'attrait d'investisseurs non résidents conduirait à une appréciation de l'euro. Alogoskoufis, Portes et Rey (1997) estiment ainsi que la demande d'actifs en euros par des investisseurs privés, à laquelle s'ajoute une reconstitution des réserves officielles favorable à l'euro, devrait être supérieure aux nouvelles émissions en euros. Cette tendance repose sur une demande nette d'actifs en euros favorisant l'appréciation de l'euro contre les autres devises. Or l'hypothèse d'une appréciation fondée sur une hausse de la demande internationale nette de titres en euros n'est aucunement assurée (Mac Cauley, White, 1997), dès lors que l'attrait pour les marchés européens pourrait s'accompagner également d'une augmentation des émissions en euros des non résidents. Un développe-

ment des émissions de titres en euros par de grands gestionnaires de dette privés ou publics - notamment dans les économies émergentes - pourrait se produire, alors que ces entités préfèrent généralement libeller leurs émissions en dollars compte tenu de la profondeur du marché des titres en devise américaine et des faibles coûts de transaction. Par conséquent, la croissance des émissions en euros, monnaie d'emprunt alternative au dollar, ne conduirait pas à son appréciation puisque l'on constaterait à la fois une hausse de la demande de titres en euros et un développement des émissions.

L'effet total de la création d'une zone unifiée en Europe est donc difficile à déterminer. Certains analystes pensent que la zone euro attirera surtout les émetteurs internationaux, d'autres pensent au contraire qu'elle attirera davantage les investisseurs internationaux. Le comportement des intervenants est d'autant moins prévisible que l'avenir de l'euro reste difficile à cerner, qu'il s'agisse de sa plus grande volatilité ou de sa tendance à s'apprécier par rapport aux autres devises.

Les déterminants de l'internationalisation de l'euro présentés en première partie ont en commun qu'ils tendent davantage à accompagner le processus qu'à provoquer l'émergence de l'euro en tant que devise internationale. La recherche du facteur provoquant une extension des usages de l'euro, nous a conduit à nous intéresser davantage à l'intégration des marchés financiers en euros dans un contexte où les flux financiers prennent une singulière importance. La liquidité et la profondeur de ces marchés pourraient en ce sens jouer un rôle déterminant pour favoriser l'émergence de l'euro comme monnaie de placement. L'interdépendance des fonctions de monnaie internationale suggère un développement conjoint des autres fonctions, en particulier celle de monnaie de rattachement pour les pays proches de la zone euro, comme les pays de l'Est et du bassin méditerranéen, désireux d'adopter un ancrage monétaire.

BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M., DEUSY-FOURNIER P. (1997), « Internationalisation des monnaies et organisation du système international », *Économie internationale*, n°59, 3ème trimestre.
- ALLEN P.R (1993), « Transactions Use of the ECU in the Transition to EMU : a Model of Network Externalities », *Recherches Économiques de Louvain*, Vol. 59, n°1 et 2.
- ALOGSKOUFIS G., PORTES R., REY H. (1997), « The Emergence of the Euro as an International Currency », CEPR Discussion Paper, n°1741, octobre.
- ARTUS P. (1996), « A Strong or a Weak Euro? », Document de Travail, Caisse des dépôts et consignations, n°1996-11/EI, novembre.
- ARTUS P. (1997a), « Dette extérieure, politique monétaire, stabilité du taux de change et degré de mobilité du capital », Document de Travail, Caisse des dépôts et consignations, n°1997-06/EI, juin.
- ARTUS P. (1997b), « The Degree of Openness of the Economy and the Weight of the External Objective of the Central Bank », Document de Travail, Caisse des dépôts et consignations, n°1997-07/EI, juin.

- ARTUS P. (1997c), « L'euro, la diversification de portefeuille et la gestion des réserves », Document de Travail, Caisse des dépôts et consignations, n°1997-09/EI, septembre.
- ARTUS P. (1997d), « L'unification monétaire et l'équilibre financier entre l'Europe et le reste du monde », Document de Travail, Caisse des dépôts et consignations, n°1997-10/EI, septembre.
- BANQUE DES REGLEMENTS INTERNATIONAUX (1980-1996), « Activité bancaire et financière internationale, Rapport trimestriels et annuels », différents numéros.
- BENASSY A., ITALIANER A., PISANI-FERRY J. (1993), « Les implications extérieures de la monnaie unique », *Economie et Statistiques*, n°262-263.
- BENASSY-QUERE A., DEUSY-FOURNIER P. (1994), « La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973 », *Economie Internationale*, n°59, 3ème trimestre.
- BENASSY-QUERE A., (1996), « Potentialities and Opportunities of the Euro as an International Currency », Direction générale des affaires économiques et sociales, Economic Paper, n°115, juillet.
- BENASSY-QUERE A., MOJON B., PISANI-FERRY J. (1994), « The Euro and the Exchange Rate Stability », Document de travail, CEPII, n°97 - 12 juin.
- BENOS A., CROUHY M. (1996), « Changes in the Structure and Dynamics of European Securities Markets », CR 582/1996
- BERGSTEN F. (1997), «The Impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation», in EMU and the International Monetary System, Masson P.R., Krueger T.H. and Turtleboom eds, Washington DC, 12-18 mars.
- BLACK S.W. (1991), « Transactions Costs and Vehicle Currencies », *Journal of International Money and Finance*, vol. 10, décembre.
- BULLETIN DU FMI (1997), « Les conséquences de l'UEM pour l'Europe et l'économie mondiale », Vol. 26, n°7.
- CHRYSTAL K. A. (1978), « International Money and the Future of the SDR », *Essays in International Finance*, n°128, juin, Université de Princeton.
- CHRYSTAL K. A. (1984), « On the Theory of International Money », John Black and Graeme S. Dorrance, eds, *Problems of International Finance*, New-York : St. Martin's Press.
- COHEN D. (1997), « How will the Euro Behave ? », MIMÉO CEPREMAP, Paris n°97-04, in EMU and the International Monetary System, Masson P.R., Krueger T.H. and Turtleboom eds, Washington DC, 12-18 mars.
- DOWD K., GREENAWAY D. (1993), « Currency Competition, Network Externalities and Switching Costs : Towards an Alternative View of Optimum Currency Areas », *Economic Journal*, Vol. 130, septembre.
- ECU INSTITUTE (1995), « International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency », Kluwer Law International.
- EMERSON M., GROS D., ITALIANER A., PISANI-FERRY J., REICHENBACH H. (1991), « Marché unique, monnaie unique », *Economica*, Octobre.
- FRENKEL J. A., WEI S. J. (1993), « Trade Blocs and Currency Blocs », NBER Working Paper, n°4335.
- FUNKE N., KENNEDY M. (1997), « International Implications of European Economic and Monetary Union », OECD Working Paper, n°174.
- GROS., THYGESEN N. (1992), « European Monetary Integration : from the European Monetary System to European Monetary Union » Longman Group UK Limited, Londres, 494 pages.
- HAKKIO C. S. (1993), « The dollar's International Role », Comtemporary Policy Issues, vol. XI, avril.
- ILZKOVITZ F. (1996), « Les perspectives de l'internationalisation de l'euro », *Revue d'Économie Financière*, n°36, printemps.
- KENEN P.B. (1993), « EMU, Exchange Rates and the International Monetary System », *Recherches économiques de Louvain*, Vol.59, n°1-2.
- KRUGMAN P. (1980), « Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange », *Journal of Money, Credit and Banking*, 13 (3).
- KRUGMAN P. (1991), « The International Role of the Dollar : Theory and Prospects », in *Currencies and Crises*, MIT Press.
- LE QUERE F. (1996), « La substitution de l'ÉCU aux monnaies nationales : le Traité de Maastricht et la monnaie de règlement », Thèse pour le Doctorat de Sciences économiques, Orléans.
- MAC CAULEY R. N., WHITE W. R., (1997), « The Euro and European Financial Markets », BIS Working Paper, n°41, mai.
- MARTIN P. (1997), « The Exchange Rate Policy of the Euro : A Matter of Size ? », CEPII, Document de travail, n°97-06, avril.

- MASSON P., TURTLEBOOM (1997). « Characteristics of the Euro, the Demand for Reserves, and Policy Coordination under EMU », in *EMU and the International Monetary System*, Masson P.R., Krueger T.H. and Turtleboom eds, Washington DC, 12-18 mars.
- MATSUYAMA K., KIYOTAKI N., MATSUI A. (1993), « Towards a Theory of International Currency », *Review of Economic Studies*, Vol. 60.
- PRATI A., SCHINASI G.J. (1997), « Quel sera l'impact de l'UEM sur les marchés de titres européens », *Finances et Développement*, septembre.
- SWOBODAA K. (1968), « The Euro-Dollar Market : An Interpretation », *Essays in International Finance*, n°64, février, Université de Princeton.
- TAVLAS G. S. (1991), « On the International Use of Currencies : the case of the Deutsche mark », IMF Working Paper, n°90-3, janvier.
- TAVLAS G. S., OSEKI Y. (1992), « The Internationalization of Currencies : an Appraisal of the Japanese Yen », IMF Occasional Paper, n°90, janvier.

NOTES

1. L'internationalisation du yen ne s'est pas réalisée dans les mêmes proportions que l'accroissement du poids économique du Japon dans le commerce mondial, ce qui tendrait à réfuter le lien entre l'usage commercial d'une monnaie et son internationalisation. La portée de ce contre-argument est elle-même contestable car l'internationalisation du yen a été limitée par des restrictions d'ordre fiscal et réglementaire (Tavlas, Ozeki, 1992, Hakkio, 1993). De plus, les importations japonaises portant elles-mêmes sur des biens primaires, l'usage du dollar est privilégié au détriment du yen.
2. Le coefficient d'internationalisation est la part des exportations libellées dans une monnaie par rapport aux exportations du pays qui l'émet. Lorsque ce coefficient est supérieur à un, la monnaie est utilisée au-delà du poids du pays dans le commerce mondial.
3. Les cinq monnaies européennes sont le mark, le florin, le franc français, la lire et la livre Sterling. Le coefficient d'internationalisation du mark pris séparément est plus élevé que celui des cinq monnaies avec un ratio de 1,4 en 1980 et 1992.
4. De fait, pour Tavlas, l'orientation de la politique monétaire menée par la banque centrale allemande a favorisé l'internationalisation du mark en facilitant la prédictibilité et la faible volatilité des taux d'inflation allemands.
5. Confère seconde partie.
6. Cela vaut jusqu'à une valeur critique de l'écart de taille, au-delà de laquelle Martin parle de « forme en cloche ».
7. La composition de la dette par monnaie fin 1996 dans les différentes régions des pays en développement est respectivement en faveur du dollar, du yen et des monnaies européennes de 67.4 %, 10.6 % et 11.5 % pour les pays d'Amérique latine, 46.3 %, 32.7 % et 9.6 % pour les pays asiatiques et 37.0 %, 11.4 % et 27.3 % pour les Peco.
8. Pour Hakkio (1993) il ne fait pas de doute que « le dollar est une monnaie internationale dominante car les Etats-Unis possèdent le marché financier le plus ouvert, le plus grand et le plus profond. Donc le risque de marchés illiquides et de contrôle des capitaux est minime, ce qui fait du dollar une monnaie sûre à détenir ».
9. Les obstacles d'ordre fiscal, réglementaire et juridique devraient de plus persister (Prati, Schinasi, 1997).
10. Dans un contexte de disparition du risque de change, le développement du financement direct doit conduire les emprunteurs à améliorer la perception de leur qualité de signature, les prêteurs y devenant plus sensibles.
11. Le projet de bourse intégrée conclu entre plusieurs places repose sur la mise en place d'accès croisés, d'une interconnexion des systèmes de transaction électroniques et, à terme, d'une plate forme commune des systèmes de compensation et de règlement.
12. Pour Mac Cauley et White (1997), les réallocations de portefeuilles privés doivent être d'une plus grande ampleur que les changements dans la composition des réserves officielles.