

Développement et limites de l'écu privé

Pierre-Bruno RUFFINI
IRED — Université de Rouen

Il n'est pratiquement plus de transaction financière aujourd'hui qui ne puisse être exprimée en écus. L'unité de compte européenne est en effet présente dans des domaines aussi variés que les émissions d'obligations (qui constituent, depuis 1981, l'usage le plus développé et sans doute le plus connu de l'écu privé), les options de change (plusieurs places — dont Paris — proposent un contrat écu/dollar) le papier commercial, les certificats de dépôt, les chèques de voyage ou les cartes de paiement. D'un strict point de vue technique, rien ne s'oppose a priori à ce que l'écu soit utilisé par les agents économiques comme support pour leurs règlements, leurs opérations de placement, d'endettement ou de couverture, et ceci aussi bien dans les transactions domestiques qu'internationales. En pratique, cependant, le recours à l'écu reste globalement limité, et très inégalement réparti entre les différents usages qui peuvent en être faits. Ceux-ci font, au demeurant, l'objet d'appréciations souvent contradictoires. Pour les uns, qui ne peuvent se départir d'une défiance de principe à l'égard de l'unité européenne, l'écu n'apparaît pas comme étant autre chose qu'une technique financière parmi d'autres : en raison de sa nature composite, l'écu est, au mieux, un moyen commode d'indexation des créances ou des dettes. Pour d'autres par contre, l'écu, dont l'usage s'autonomise par rapport à celui de ses composantes, remplirait déjà certaines des fonctions attribuées à la monnaie. L'extension de son usage privé serait de bonne augure pour en faire, à terme, la monnaie unique de l'Europe.

Le texte qui suit considère d'abord les faits. Il cherche à analyser la réalité et les fondements de la « préférence pour l'écu » qu'expriment les agents économiques. L'écu est surtout choisi comme une monnaie de placement ou d'endettement. À côté de cet usage financier existe également, d'une moindre ampleur, un usage de l'écu dans la facturation commerciale. Chacun de ces usages est analysé, pour ce qu'il est réellement et pour le potentiel de développement qu'il représente. La facturation en écu, en particulier, fait ici l'objet d'un examen particulièrement attentif. L'écart constaté entre ce potentiel de croissance et la réalité conduit enfin à s'interroger sur les limites actuelles à l'extension de l'usage de l'écu.

L'ÉCU : UNE MONNAIE DE PLACEMENT ET D'ENDETTEMENT

LE DÉVELOPPEMENT DE L'USAGE FINANCIER DE L'ÉCU

L'usage financier de l'écu, défini de façon large par les choix en matière de placement et d'endettement, peut être repéré à la fois, dans les bilans bancaires et dans les portefeuilles des agents non bancaires.

Les données publiées par la Banque de Règlements Internationaux offrent une vision d'ensemble du marché bancaire de l'écu (*tableau 1*).

TABLEAU 1

STRUCTURE DU MARCHÉ BANCAIRE DE L'ÉCU
(*encours en milliards de dollars, corrigés de l'évolution des changes*)

	Avoirs					Engagements				
	1983	1984	1985	1986	1987	1983	1984	1985	1986	1987
Positions sur agents non bancaires	3,9	7,9	12,3	16,9	26,2	1,1	2,0	6,4	6,7	8,8
Positions sur agents bancaires	8,0	20,3	41,9	55,8	79,9	8,9	20,3	41,7	55,9	80,9
Total général	11,9	28,2	54,2	72,7	106,1	10,0	22,3	48,1	62,6	89,7

Source : BRI

Ces données font apparaître en premier lieu le réel essor du marché bancaire de l'écu, entre 1983 et 1987. Les avoirs, comme les engagements bancaires en écu, ont été multipliés par neuf sur cette période, la baisse du dollar expliquant environ le tiers de cette augmentation. Le dynamisme propre aux opérations bancaires en écu conduit celles-ci à progresser, en part relative, dans l'ensemble des positions en devises des banques : la part de l'écu dans le total passe de 1 % à un peu moins de 4 % entre 1983 et 1987. Mais on remarque que ne se résorbe pas, au fil des années, le déséquilibre entre les avoirs et les engagements bancaires en écu : les banques ont plus de facilité à se constituer des avoirs qu'à susciter des dépôts en écu. Cette illiquidité structurelle est très marquée dans le bilan des opérations avec les agents non bancaires, où les engagements et les avoirs sont, bon an mal an, dans un rapport de un à trois. Elle reste l'un des obstacles importants au développement ultérieur du marché bancaire de l'écu. Enfin, ce marché est principalement européen, bien qu'une distinction doive être faite entre les opérations non bancaires — où, assez logiquement, l'emportent les opérations des banques avec les résidents de leur propre pays — et les opérations interbancaires, dans lesquelles prédominent les opérations entre les différentes places européennes.

Le tableau 2 fait ressortir de façon plus précise l'importance de la distribution des crédits en écu. Ces chiffres, qui intègrent notamment les montants des crédits consortiaux, montrent que la part de l'écu est comparable à celle du deutschemark. L'année 1985 — qui a vu la part de l'écu augmenter fortement dans un marché globalement récessif — y apparaît rétrospectivement comme exceptionnelle.

LIMITES DE L'ÉCU PRIVÉ

TABEAU 2

CRÉDITS BANCAIRES EN MONNAIE LOCALE* ET CRÉDITS INTERNATIONAUX** (en pourcentage)

	1984	1985	1986	1987
Dollar des États-Unis	66,9	62,5	67,0	66,9
Livre sterling	4,5	3,4	6,4	13,4
Yen	16,3	18,5	16,1	11,0
Écu	3,4	7,1	2,2	2,3
Deutschemark	2,7	2,1	3,0	2,2
Franc suisse	2,0	3,0	2,1	0,7
Autres monnaies	4,2	3,4	3,2	3,5
Total	100,0	100,0	100,0	100,0
Pour mémoire :				
Total, contre-valeur en milliards de dollars des États-Unis	61,7	48,3	53,1	84,7

*Consentis à des non résidents.

**À l'exclusion des crédits renégociés.

Source : OCDE.

Monnaies de supports converties en dollar à taux de change constants (fin 1986)

Le tableau 3 complète enfin ces statistiques d'ensemble sur l'usage financier de l'écu par les grandeurs qui en demeurent les plus importantes : celles relatives au marché euro-obligataire.

83

TABEAU 3

ÉMISSIONS EURO-OBLIGATAIRES EN ÉCU

	Nombre d'émissions	Montant (millions d'écus)
1981	6	202
1982	19	1 942
1983	46	2 547,2
1984	66	4 894,8
1985	138	12 198,5
1986	85	9 280,8
1987	72	7 966

Source : Ecu Newsletter, avril 1988.

Comme pour les crédits internationaux en écu, l'année 1985 est celle du record d'activité. Cette année-là, la part de l'écu dans le total des émissions euro-obligataires a atteint 5,2 %, pour revenir en 1987 à 4,1 %. Les années récentes ont été également celles de la diversification des émetteurs. À côté d'emprunteurs souverains, des organismes supranationaux et des entreprises des pays de la CEE, on a vu se présenter, sur le marché, des entreprises scandinaves, japonaises ou nord-américaines. La part de ces emprunteurs hors CEE atteint désormais 30 %.

L'observation d'autres indicateurs plus fins (par exemple, relatifs à l'écu comme support des « nouveaux instruments financiers ») conduirait à la même

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

conclusion que celle qui transparait à la lecture des chiffres : quoique irrégulière, la croissance de l'usage financier de l'écu est réelle. Il convient dès lors d'en analyser les raisons.

LES MOBILES DE LA « PRÉFÉRENCE POUR L'ÉCU »

L'opinion courante attribuée à l'écu des qualités de stabilité supérieure à celle des autres devises. En raison de sa nature de panier de monnaies, le cours de l'écu varie moins que celui de chacune des devises qui le composent. Son taux d'intérêt se situe à un niveau moyen, et fait l'objet de fluctuations d'ampleur limitée.

Ces affirmations doivent être étayées par une observation minutieuse des faits. Afin d'évaluer la qualité d'une monnaie comme support de placement ou d'endettement, il est ici fait appel à une analyse de type « portefeuille », reposant sur l'observation du couple « rendement/risque » attaché à la devise considérée.

Un examen rétrospectif des performances de l'écu, selon ces critères, est riche d'enseignements. Il faut pour cela d'abord évaluer ce qu'a été le rendement total d'un placement en écu (ou le coût total, lorsqu'il s'agit d'un emprunt) en prenant en compte le taux d'intérêt du placement (ou emprunt) en écu et en le rapportant à la monnaie de l'opérateur, c'est-à-dire en le corrigeant de la variation du change. D'autre part, le risque total du placement (ou de l'emprunt) en écu dépend à la fois de la variabilité du taux d'intérêt sur l'écu, et de la variabilité du taux de change entre l'écu et la monnaie de l'opérateur.

La revue *Ecu Newsletter* publie régulièrement les informations statistiques permettant d'illustrer cette démarche¹. Le tableau 4 indique ce qu'a été, en moyenne, le rendement total (ou le coût total) d'un placement (ou d'un emprunt) en écu selon le pays de l'opérateur, au cours des trois dernières années (juin 1985-juin 1988). Ce tableau indique également ce qu'a été le risque total, au sens retenu plus haut, d'un tel placement ou emprunt. Enfin, le coefficient de variation — défini comme le rapport variabilité du rendement (ou du coût)/rendement (ou coût) — est l'indicateur synthétique des performances de l'écu en termes de rendement et de risque. Les échéances trimestrielles retenues sont les plus fréquentes dans une optique de trésorerie. Ces échéances sont également utilisées dans l'optique de financements à moyen terme, dont les conditions sont révisées périodiquement. Étant enfin présentées en valeur moyenne sur une période de trois ans, ces observations statistiques permettent de commenter les performances de l'écu dans le moyen/long terme. Ce commentaire doit distinguer les performances relatives de l'écu lorsqu'il est en concurrence avec la monnaie nationale de l'opérateur de ses performances lorsqu'il est en concurrence avec des monnaies tierces.

Les performances de l'écu par rapport à la monnaie nationale

En terme de risque, la monnaie nationale est toujours, et de loin, la solution la plus avantageuse, puisque, par construction, la source principale de variabilité (le change) est absente. Mais il est remarquable que l'écu se place devant toutes les autres monnaies étrangères, pour les opérateurs américains, britanniques, allemands et français. Seuls les opérateurs japonais, suisses et italiens obtiennent sur le plan du risque de meilleures performances avec le mark.

En matière d'endettement l'écu a été sur la période une solution avantageuse pour les emprunteurs japonais (avec un coût total de 2,4 % contre 5,13 % pour

¹ — Voir également C. Maggilli, « Appréciation des performances relatives de l'écu sur les euro-marchés », *Reflets et perspectives de la vie économique*, juin 1987.

LIMITES DE L'ÉCU PRIVÉ

l'endettement en yen) et les emprunteurs italiens (coût total de 10,49 % contre 12,36 % pour l'endettement en liras)². Pour les emprunteurs suisses, allemands et, particulièrement, américains en raison de la forte dépréciation du dollar sur la période, l'endettement en monnaie nationale s'est révélé préférable à l'endettement en écu. Pour les emprunteurs britanniques (taux d'intérêt moyen de la livre sur la période : 10,327 / coût total de l'emprunt en écu : 12,696) et les emprunteurs français (taux moyen du franc : 8,269 % / coût total de l'emprunt en écu : 8,846 %), la conclusion est la même, quoique de façon moins nette : si, en moyenne, il ressort que l'emprunt en monnaie nationale a été moins coûteux que l'emprunt en écu, il y a des sous-périodes où c'est l'inverse qui a été vrai.

Du côté des prêteurs, et de façon symétrique, le placement en écu s'est avéré plus avantageux que le placement en monnaie nationale pour les opérateurs américains, suisses, allemands et, au prix d'une analyse plus fine sur certaines sous-périodes, britanniques et français.

En définitive, et par comparaison avec les performances correspondantes de la monnaie nationale, l'écu a été plus souvent une solution plus avantageuse pour les prêteurs que pour les emprunteurs. Parmi ces derniers, se trouve confirmée en partie l'idée que l'endettement en écu est avantageux pour les pays à monnaie « faible » (Italie, et sur une partie de la période France). Mais une dépréciation de l'écu par rapport à certaines monnaies « fortes » peut également le rendre potentiellement moins coûteux pour d'autres emprunteurs : c'est ici le cas des emprunteurs japonais.

Les performances de l'écu par rapport aux monnaies étrangères

Lorsqu'il est en concurrence avec les monnaies tierces dans les stratégies de placement des opérateurs européens, il est remarquable de constater que, selon le critère du rendement total, l'écu n'est jamais la meilleure solution, étant dépassé en permanence par le yen. Il est en revanche, et pour tous les opérateurs, le « deuxième meilleur choix ». L'écu possède cependant l'avantage sur la monnaie japonaise de procurer des rendements beaucoup plus stables. Sauf pour l'opérateur britannique, l'écart type et le coefficient de variation y sont inférieurs à ceux du yen. Pour les emprunteurs japonais, on remarque que l'écu a été au cours de ces trois années la devise de placement la plus attractive, alors que diminuait dans le même temps l'attrait du placement en dollar ; les investisseurs institutionnels japonais, en particulier, en ont pris acte, en faisant figurer en bonne place les titres en écu dans leurs portefeuilles internationaux.

85

Rétrospectivement, et pour tous les emprunteurs, l'endettement en dollar s'est avéré le plus avantageux. À des taux en moyenne inférieurs à ceux de l'écu s'est ajouté l'effet favorable sur le coût total de l'emprunt de la dépréciation de la devise américaine. Mais cet avantage en termes de coût va de pair avec un risque supérieur : le risque total est particulièrement lourd, et le coefficient de variation, pour tous les emprunteurs non américains, le plus élevé. Ce même coefficient est, à l'inverse, très régulièrement le plus faible pour la devise européenne, preuve que celle-ci apporte aux emprunteurs, par comparaison avec les devises tierces, un compromis coût de l'endettement/risque particulièrement avantageux.

Cette conclusion d'ensemble ne doit pas masquer, pour autant, qu'avec des coefficients de variation à peine supérieurs, les emprunts en deutschemark ont été sur la période, assortis d'un coût, corrigé du change, sensiblement inférieur à celui de

²— Les taux d'intérêt moyens pour la lire, la livre sterling et le franc français ont été calculés sur la période considérée à partir des données présentées dans la seconde partie de cet article.

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

l'écu. Pour l'écu monnaie d'emprunt comme pour l'écu monnaie de placement le jugement global est le même : ses qualités indéniables sous l'angle du couple rendement/risque n'en font pas, en général, la meilleure solution pour les agents. Plus régulièrement, dans cet usage, l'écu apparaît comme une solution de « second best ».

L'ÉCU : UNE MONNAIE DE FACTURATION

Bien que difficile à quantifier, en raison de l'insuffisance des sources statistiques, l'usage de l'écu dans la facturation commerciale apparaît très en retrait par rapport à son usage financier. Selon l'enquête réalisée par l'Istituto Bancario San Paoli di Torino auprès de 204 entreprises des 10 pays de la CEE, cet usage n'a été le fait que de 9 % d'entre elles en 1984³. Une enquête plus récente, conduite auprès de 33 grandes entreprises ou groupes industriels figurant parmi les « leaders » de l'exportation française faisait apparaître en 1986, que 13 % d'entre elles utilisaient l'écu pour la facturation de leurs exportations, et 12 % pour la facturation de leurs importations⁴. Ces proportions ne se retrouvent pas, loin s'en faut, à l'échelle de l'économie toute entière, comme en témoignent les statistiques des douanes françaises (Tableau 5).

TABLEAU 5

PART DE L'ÉCU DANS LES FACTURATIONS DES IMPORTATIONS ET DES EXPORTATIONS FRANÇAISES (en % du total)

	Importations	Exportations
1984		
— 1 ^{er} trim.	0,02	0,02
— 2 ^e trim.	0,02	0,02
— 3 ^e trim.	0,03	0,03
— 4 ^e trim.	0,04	0,04
1985		
— 1 ^{er} trim.	0,09	0,05
— 2 ^e trim.	1,5	0,08
— 3 ^e trim.	0,7	0,07
— 4 ^e trim.	1,0	0,1
1986		
— 1 ^{er} trim.	1,5	0,3
— 2 ^e trim.	1,4	0,3
— 3 ^e trim.	1,0	0,3
— 4 ^e trim.	0,6	0,2
1987		
— 1 ^{er} trim.	0,6	0,2
— 2 ^e trim.	0,5	0,3
— 3 ^e trim.	0,4	0,4
— 4 ^e trim.	0,5	0,3

Source : Ministère de l'Économie et des Finances. Direction générale des douanes et des droits indirects.

3— Voir Écu Newsletter, janvier 1986.

4— J. Peyrard, « Les monnaies de facturation », Le Moniteur du Commerce International, 27 octobre 1986.

LIMITES DE L'ÉCU PRIVÉ

Les raisons habituellement invoquées pour expliquer le choix des monnaies dans la facturation commerciale n'éclairent que très partiellement la question-clé de la préférence pour l'écu. Aucun des arguments habituels (préférence du vendeur pour sa propre monnaie, usages commerciaux propres à certains produits, choix d'une monnaie véhiculaire internationale) n'est a priori pertinent. D'apparition récente, l'écu doit, pour s'imposer, se substituer aux devises initialement utilisées dans les contrats commerciaux. La préférence pour l'écu est donc fondée sur la reconnaissance d'avantages spécifiques qu'il importe d'identifier.

La facturation en écus (dont on admet ici qu'elle implique un règlement en écus) apparaît, en première analyse, comme triplement avantageuse : elle fait profiter les partenaires des avantages de stabilité de l'écu ; elle permet de simplifier, grâce notamment au caractère de monnaie composite de l'écu, la gestion de la trésorerie-devises ; elle est une devise permettant de neutraliser, en les partageant entre les partenaires, les effets du change dans les relations commerciales.

Les deux premiers arguments sont bien connus⁵. Le troisième, celui de la neutralité de l'écu, est probablement le plus original et peut-être le plus important des trois. Il exprime fondamentalement l'idée que l'écu est toujours une devise tierce pour les partenaires à l'échange. Il ne peut être suspecté de favoriser unilatéralement l'un ou l'autre des échangistes. Il réalise un partage des aléas monétaires et renvoie chacun des partenaires aux avantages ou aux inconvénients attachés à sa propre monnaie — et à elle seule. Il est, en résumé, une monnaie de compromis.

Les développements qui suivent vont s'attacher à justifier analytiquement ces affirmations. Il est nécessaire pour mener à bien cette réflexion de faire l'hypothèse que les agents économiques devant effectuer ou percevoir un règlement en écu souhaitent éliminer totalement le risque de change — (atténué, on le sait par le recours à l'écu) — et décident d'une couverture de change. Cette hypothèse a l'avantage de permettre le chiffrage du rendement financier, pour chacun des partenaires, du recours à l'écu. Elle est en outre cohérente avec l'idée que les industriels ou commerçants engagés dans les opérations de commerce extérieur n'ont pas, *a priori*, d'attitude spéculative. L'attitude de prudence, dictée par des années d'incertitude monétaire, veut qu'un trésorier ne prenne pas le risque de gaspiller, par le fait d'une variation du change, les quelques points de marge gagnés, dans des conditions de concurrence souvent difficiles, par les industriels ou les commerciaux de l'entreprise. La perception d'une forte dissymétrie entre l'utilité des gains et la désutilité des pertes est le fondement d'une telle attitude. Parmi les principales techniques de gestion du risque de change (couverture à terme, avance en devises, options de change), seule la première est envisagée ici. Elle est (toutes devises confondues) la mieux connue des entreprises, qui utilisent moins souvent l'avance en devises. À la différence de cette dernière, qui est en même temps une technique de financement, la couverture à terme n'a qu'un seul objet : fermer une position de change. Elle permet donc de conduire un raisonnement d'où sont évacuées toutes les considérations relatives à l'endettement. Quant aux contrats d'options en écus, leur développement reste embryonnaire.

L'analyse qui est proposée privilégie la question de la compétitivité-prix : la problématique d'ensemble, une fois posée, va permettre d'établir le rôle joué par l'écu dans le partage du risque de change.

5 — Voir par exemple P. Guimbretière, « Facturation des échanges en écu », *Eurépargne*, n° 2, 1986 ; P.B. Ruffini, « La facturation commerciale en écus. Les enjeux pour l'entreprise et pour l'Europe », *Revue du Marché Commun*, à paraître 1989.

MONNAIE DE FACTURATION ET COMPÉTITIVITÉ-PRIX

La monnaie dans laquelle un exportateur exige d'être payé est un élément — favorable ou défavorable — de sa compétitivité-prix. Tout dépend des positions respectives de la monnaie demandée par l'exportateur et de la monnaie de l'acheteur.

Le principal intérêt de la couverture à terme est de permettre de déterminer au moment où l'offre est faite et le contrat signé, le prix auquel la transaction est conclue. En couvrant son change, l'exportateur sait exactement quelle est la contrevaletur en monnaie nationale de sa créance en devises. De même, l'importateur qui se couvre à terme sait dès à présent combien lui coûtera son achat, et peut intégrer cet élément dans ses coûts prévisionnels. Ainsi, la couverture à terme n'est pas un « *accessoire éventuel du contrat mais un élément essentiel sans lequel celui-ci n'existe pas, puisqu'alors le prix reste indéterminé en raison du risque de change... (...). Le vrai taux de change, celui qui détermine la compétitivité, est le cours à terme et non le cours au comptant* »⁶.

Ces remarques préalables soulignent explicitement l'incidence des coûts de couverture à terme dans la détermination des prix de vente, et donc de la compétitivité — prix des exportations. On doit alors s'interroger sur l'incidence du choix d'une monnaie de facturation — via les coûts de couverture qui lui sont attachés — sur la compétitivité-prix.

Il serait faux de croire, de ce point de vue, que la meilleure politique pour l'entreprise soucieuse de gérer son risque de change soit de rechercher toujours des facturations dans sa propre monnaie. L'avantage direct de l'entreprise qui évacue ainsi tout problème de change doit être rapproché de l'inconvénient éventuel du partenaire qui se trouve, lui, en position de change, et qui doit faire face à un problème de couverture. Or, une telle couverture peut être coûteuse, ou même parfois impossible (cas des devises pour lesquelles il n'existe pas de marché à terme). L'acheteur pourra alors être tenté de demander une remise, ou de se retourner vers un autre fournisseur, toutes éventualités qui peuvent conduire l'exportateur à réviser son prix à la baisse, et donc à accepter une prise en charge indirecte du coût de la couverture de change du partenaire.

Un examen systématique de ce problème doit prendre en compte plusieurs éléments :

- Le rôle dans l'échange (importateur ou exportateur) de l'agent qui utilise sa propre monnaie ;
- La situation relative de sa monnaie par rapport à celle de son partenaire (monnaie « forte » — en report, ou monnaie « faible », en déport) ;
- Le rapport de force commercial entre l'agent et son partenaire (sensibilité de l'acheteur au prix, existence de substituts...);
- Pour l'exportateur, la stratégie adoptée : comportement de marge, ou comportement de part de marché⁷.

Le tableau 6 récapitule les conséquences sur la compétitivité-prix de l'exportateur, du choix par lui de sa propre monnaie ou bien de celle de son client comme monnaie de facturation⁸.

6 — G. Gellée, « Réformer le contrôle des changes ? Le point de vue des entreprises », Banque, mai 1986, p. 434.

7 — On peut ici transposer le raisonnement relatif aux conséquences, sur les prix à l'exportation, des variations des cours de change. Voir H. Bourguinat, M. Gazals, P. Ithurbide, L'entreprise française face aux variations de change. Dollar contre SME ? Paris, *Economica*, 1985.

8 — Une monnaie est forte par rapport à une autre lorsqu'elle cote un report vis-à-vis de celle-ci. Elle est faible dans le cas contraire.

LIMITES DE L'ÉCU PRIVÉ

Deux enseignements se dégagent de ce tableau :

- L'effet tendanciel (favorable ou défavorable) sur la compétitivité-prix de l'entreprise exportatrice ne dépend pas de la monnaie choisie pour la facturation mais, en tout premier lieu, de la « hiérarchie » existant entre les monnaies. Ainsi, qu'il facture dans sa monnaie ou dans celle de son client, un exportateur à monnaie forte se trouvera toujours, et toutes choses égales par ailleurs, en situation défavorable. L'exportateur, pénalisé en quelque sorte par la force relative de sa monnaie, peut être contraint de réduire ses prix (et donc d'absorber ainsi, au moins en partie, le déport qui touche le client) s'il veut conserver sa position commerciale. Que telle monnaie soit forte ou faible par rapport à telle autre est une donnée objective, sur laquelle les agents économiques n'ont pas prise ;
- Ces données objectives étant connues, le choix de la monnaie indique de quel côté (exportateur ou importateur) naît le risque de change, et donc se trouve la charge de la couverture. Ainsi lorsque la monnaie de l'exportateur est forte, le coût qui en résulte se trouve entièrement du côté de l'importateur (facturation dans la monnaie de l'exportateur) ou du côté de l'exportateur (facturation dans la monnaie de l'importateur). Lorsque la monnaie de l'exportateur est faible, l'avantage en terme de couverture qui en résulte se trouve entièrement du côté de l'importateur (facturation dans la monnaie de l'exportateur) ou du côté de l'exportateur (facturation dans la monnaie de l'importateur). On parlera d'avantage (ou de désavantage) unilatéral pour désigner ces situations.

La prise en charge indirecte par l'exportateur du coût de la couverture de change apparaît alors comme un moyen de compenser, par une réduction de prix, un inconvénient jugé excessif parce que préjudiciable aux intérêts de l'exportateur lui-même.

C'est dans ce cadre de raisonnement qu'il convient de poser l'hypothèse de l'écu.

89

L'ÉCU ET LE PARTAGE DU GAIN OU DU COÛT DE LA COUVERTURE DE CHANGE

Introduire l'écu dans une relation commerciale auparavant libellée dans la monnaie de l'un ou l'autre des deux partenaires présente un inconvénient : les deux partenaires, au lieu d'un seul précédemment, se trouvent en risque de change. Mais ce risque de change est, pour chacun d'eux, réduit, et le gain ou le coût de la couverture unilatéralement situé auparavant, se trouve désormais partagé entre l'importateur et l'exportateur.

La démarche d'ensemble est introduite ici à partir du cas particulier d'un contrat commercial entre un résident français et un résident allemand. Les quatre hypothèses concernant le choix de la monnaie de facturation sont les suivantes : le franc français (FF) ; le deutsche mark (DM) ; le dollar (USD) ; l'écu (écu).

D'après le mode de détermination des cours du change à terme (voir en annexe), c'est par des différentiels de taux que se mesurent les avantages ou les charges financières liés aux différentes situations de couverture. Dans le tableau 7, les gains enregistrés par l'exportateur figurent dans la colonne (1), ceux de l'importateur dans la colonne (2). La troisième colonne exprime le gain total, somme des colonnes (1) et (2). Un différentiel de taux négatif (gain négatif) est un coût.

On remarque d'abord la symétrie dans la situation des exportateurs (ou des importateurs) de chaque pays : l'exportateur français qui facture en francs conduit l'importateur à un gain (Teuro(FF) — Tdom(DM)) qui est exactement l'opposé de celui que connaît l'exportateur allemand qui facture en francs.

Plus fondamentalement deux questions doivent guider le commentaire sur

E S P A C E M O N É T A I R E E U R O P É E N

l'intérêt de la facturation en écus : le recours à l'écu permet-il de *réduire* le gain total, c'est-à-dire l'avantage ou le coût total affectant les partenaires ? Quelles sont les *modifications* dans le partage du gain total résultant de l'usage de l'écu ?

La réponse à la première question est double :

- lorsqu'une monnaie tierce est utilisée, le gain total reste constant ; il est égal aux différentiel des taux domestiques des monnaies des deux partenaires : ainsi le remplacement du dollar par l'écu ne fait que modifier la répartition d'un gain total qui n'a pas varié ;
- lorsque l'écu remplace l'une ou l'autre des monnaies propres des partenaires, le gain total varie à raison de l'écart éventuel, pour chaque monnaie, entre le taux de son marché domestique et le taux de son euro-marché. Si l'on suppose, par exemple, que la hiérarchie des taux est la suivante :

$$\xrightarrow{\text{Tdom(DM)} \quad \text{Tdom(FF)} \quad \text{Teuro(FF)}}$$

alors l'usage de l'écu abaisse le coût global de $\text{Teuro(FF)} - \text{Tdom(DM)}$ à $\text{Tdom(FF)} - \text{Tdom(FF)}$. L'existence — et le sens — de l'écart entre le taux domestique et le taux euro d'une monnaie conditionnent la nouvelle valeur du gain total (si, initialement, $\text{Teuro(FF)} < \text{Tdom(FF)}$, le recours à l'écu augmente le gain total).

Pour ce qui est en second lieu des modifications dans le partage du gain total, introduites par l'utilisation de l'écu, à nouveau deux remarques doivent être faites :

- la répartition est d'autant plus équilibrée que l'écu est proche de la moyenne des taux des monnaies concernées.

$$\xrightarrow{\text{Taux DM} \quad \text{Taux écu} \quad \text{Taux FF}}$$

Ainsi dans cet exemple, si l'écu remplace le mark allemand dans la facturation d'une importation française provenant d'Allemagne, le coût de la couverture ($\text{Teuro(DM)} - \text{Tdom(FF)}$) initialement supporté par l'importateur se trouve partagé de façon équitable entre l'importateur ($\text{T(écu)} - \text{Tdom(FF)}$) et l'exportateur ($\text{Tdom(DM)} - \text{T(écu)}$)⁹.

- le problème est autre lorsque le taux de l'écu se trouve à l'extérieur de l'intervalle des taux des monnaies des partenaires, par exemple :

$$\xrightarrow{\text{Taux DM} \quad \text{Taux FF} \quad \text{Taux écu}}$$

Dans ce cas l'importateur français facturé initialement en mark quitte une situation de coût ($\text{Teuro(DM)} - \text{Tdom(FF)}$) pour une situation d'avantage ($\text{T(écu)} - \text{Tdom(FF)}$). L'exportateur allemand est pour sa part nettement perdant, puisqu'il se trouve confronté à un problème de change qu'il n'avait pas, avec, en outre, un coût de couverture ($\text{Tdom(DM)} - \text{T(écu)}$) qui excède en tout état de cause le coût que supportait son client dans la situation initiale.

On voit donc qu'un taux de l'écu « extérieur » par rapport aux taux des monnaies des partenaires est une situation globalement défavorable (deux partenaires en risque de change au lieu d'un, et l'un d'eux en désavantage absolu).

La conclusion de bon sens est donc de n'évoquer l'hypothèse de la facturation en écu, pour des contrats initialement libellés dans la monnaie de l'un des deux partenaires, que lorsque le taux de l'écu est à l'intérieur de l'intervalle des taux des

⁹— À l'écart $\text{Tdom(DM)}/\text{Teuro(DM)}$ près (dans la pratique négligeable).

LIMITES DE L'ÉCU PRIVÉ

monnaies en question ; cette hypothèse seule permet le transfert sur le partenaire d'une partie — mais d'une partie seulement — du coût (ou de l'avantage) supporté précédemment par l'un des deux partenaires.

Le raisonnement qui vient d'être présenté va être illustré sur l'exemple des relations commerciales bilatérales France-Allemagne, France-Italie et France-Angleterre et sur la période juin 1985-juin 1988. Pour chacun des partenaires, les rôles d'exportateur et d'importateur sont successivement envisagés. L'échéance retenue pour les règlements est de trois mois. Les monnaies envisagées pour la facturation sont chacune des monnaies nationales des deux partenaires, le dollar et l'écu. Les taux utilisés pour les monnaies des partenaires sont les taux domestiques et euro à trois mois. Distincts pour le franc et la lire, ces taux sont en pratique confondus pour le mark et le sterling. Pour le dollar (devise tierce) seul le taux euro est ici nécessaire. Tous ces taux sont des taux mensuels (moyenne des taux quotidiens)¹⁰.

La présentation la plus simple et aussi la plus explicite est la présentation graphique (voir ci-après), l'importance (et le sens) de l'écart entre deux taux, par lecture verticale, exprime l'ampleur des gains ou des coûts de la couverture, pour chaque partenaire, et selon la monnaie utilisée. Les définitions utilisées des écarts de taux sont celles du tableau « couverture à terme, France-Allemagne ». Ce tableau est repris, *mutatis mutandis*, sur les observations France-Italie et France-Angleterre. On cherche à apprécier, à partir des situations nationales des importateurs et exportateurs, quelles sont les périodes où la substitution de l'écu aux autres devises de facturation peut être considérée comme globalement avantageuse.

Le commentaire d'ensemble que l'on peut faire, pour tirer les enseignements de ces observations, doit bien sûr tenir compte de l'évolution particulière des taux, sur la période considérée. Trois particularités doivent être relevées : le fait que de décembre 1985 à décembre 1986 le taux de l'écu ait été supérieur au taux du franc domestique, d'une part ; l'évolution plus erratique du taux de la livre sterling, d'autre part ; enfin, l'existence d'écarts, parfois importants dans la première partie de la période observée, entre les taux domestique et euro, tant pour le franc que pour la lire. Ces remarques étant faites, plusieurs conclusions peuvent être tirées.

- En premier lieu, le remplacement du dollar par l'écu est toujours favorable. Dans la plupart des situations observées, l'écu permet un meilleur partage des avantages ou inconvénients de la couverture de change (France-Italie, France-Angleterre).
- En second lieu, l'écu évacue les distorsions qui naissent, unilatéralement, de l'écart entre un taux domestique et le taux euro de la même monnaie (franc, lire). Ces distorsions sont éliminées dans un sens favorable aux partenaires, puisque l'écu accroît l'avantage global à partager (*tableau 9b*) ou réduit l'inconvénient global (*tableaux 8b et 10b*). Le resserrement de l'écart taux du franc domestique/taux de l'euro-franc et taux de la lire domestique/taux de l'euro-lire à partir de l'année 1988 et en raison du relâchement des contrôles des changes, atténue d'autant l'avantage apporté ici par l'écu.
- En troisième lieu, lorsque le taux de l'écu est à l'extérieur de l'intervalle des taux des monnaies des partenaires, son utilisation est globalement source de désavantage (*tableaux 9a et 9b*, monnaie initiale FF).
- Enfin, lorsque le taux de l'écu est dans l'intervalle des taux des monnaies domestiques il y a lieu de distinguer les cas où la monnaie de l'exportateur est forte

91

¹⁰ — Les données sur les taux sont extraites des Statistiques financières de l'OCDE (FF, USD, DM, STR) ; les données sur les taux de l'écu et de la lire ont été recueillies auprès du Crédit Lyonnais.

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

et les cas où cette monnaie est faible par rapport à celle de l'importateur : lorsqu'il s'agit d'un exportateur à monnaie faible, l'utilisation de l'écu conduit au partage des avantages initiaux entre les partenaires (cas des exportations françaises vers l'Allemagne, des exportations italiennes vers la France) ; le gain de la substitution est le plus avantageux lorsque ce sont des coûts de couverture qui sont redistribués entre les partenaires. Une réduction des coûts, en levant des obstacles à l'échange, a plus d'effets bénéfiques qu'une réduction des gains (cas précédent). Cet effet bénéfique apparaît nettement dans le tableau 8b.

En définitive, et sans être, comme on pouvait s'y attendre, systématiquement plus avantageuse que les hypothèses initiales de facturation, l'utilisation de l'écu est génératrice d'avantages pour les partenaires dans des occasions relativement nombreuses. Si l'usage effectif de la monnaie européenne est faible, sa marge de croissance dans les facturations commerciales est réelle. Moins de 10 % des entreprises interrogées par l'Istituto Bancario San Paolo ont effectivement utilisé l'écu dans la facturation, mais 40 % d'entre elles se sont déclarées intéressées par un usage futur. Selon cette même enquête les obstacles à l'utilisation de l'écu comme monnaie de facturation, tels qu'ils sont perçus par les entreprises, ne sont pas toujours le résultat de données objectives. Il a été montré ici qu'il y avait des situations de taux où l'écu devait être considéré de façon structurelle comme mutuellement avantageux. Dès lors, si l'écu ne progresse pas plus vite dans la facturation, c'est en raison de la persistance de limites à son développement, qu'il convient maintenant d'analyser.

92

LES LIMITES AU DÉVELOPPEMENT DE L'ÉCU PRIVÉ

Les limites que rencontre le développement de l'écu sont diverses. L'image de l'écu est valorisée de manière inégale, selon les pays, et beaucoup d'entreprises hésitent probablement à l'utiliser, faute d'une information suffisante. D'après l'enquête déjà citée réalisée par l'Istituto San Paolo, la principale difficulté dans la décision de facturer en écus est formée des réticences du partenaire à l'échange. Cette difficulté peut être aplanie progressivement par une information plus active en direction des utilisateurs potentiels, tâche à laquelle un certain nombre de banques se sont déjà attelées. Cet effort semble d'autant plus justifié que les obstacles d'ordre administratif se sont réduits : l'écu s'est vu reconnaître, dans tous les pays de la communauté, le statut de devise, la Bundesbank ayant fait taire ses dernières réserves en autorisant, depuis 1987, l'ouverture en RFA de comptes bancaires libellés en écus. Mais il subsiste d'autres raisons expliquant que l'usage privé de l'écu se trouve en deçà de son niveau potentiel, raisons qu'il est commode de regrouper en trois points :

L'INFLUENCE NÉGATIVE DES IMPERFECTIONS DU SME

Comme on l'a vu en analysant sur le plan financier la préférence pour l'écu, celui-ci est recherché pour sa stabilité, pour la bonne prévisibilité de ses performances. Écarts-types et coefficients de variation sont souvent les plus faibles. Cette stabilité de l'écu résulte à la fois de la nature de monnaie-panier de l'écu, et de l'accord de change en vigueur au sein du système monétaire européen. On peut dire que l'écu profite au maximum de la force de cet accord. Mais il en subit également les faiblesses, qui sont triples : fluctuation tolérée à l'intérieur d'une marge, autour des taux-pivots ; non-participation de la livre sterling à l'accord de change ; enfin

LIMITES DE L'ÉCU PRIVÉ

« réalignements » périodiques. Tous ces facteurs se conjuguent pour porter atteinte à l'image de stabilité qui est celle de l'écu. Onze réalignements sont intervenus depuis 1979. Dans les semaines qui les précèdent, ils sont générateurs d'incertitude, quant à leur ampleur, ou à la date de leur application. D'autre part, le fait que la livre, qui représente aujourd'hui plus de 13 % de l'écu, soit libre de toute attache avec les monnaies européennes, conduit à infléchir le cours de l'écu, lorsque, sur les marchés, la monnaie anglaise fait cavalier seul. On ne doit pas sous-estimer enfin l'effet des variations monétaires à l'intérieur des marges de fluctuation. Pour C. Maggiulli, ce sont davantage les fréquentes oscillations des monnaies du SME à l'intérieur des grilles de parité que les réalignements qui ont influencé l'évolution relative de l'écu¹¹.

Une illustration de ces difficultés est fournie par la situation dans laquelle s'est trouvé l'écu sur le marché euro-obligataire, au cours de l'année 1986. De façon *a priori* surprenante, les émissions en écus ont été en net recul, alors qu'elles avaient fortement augmenté au cours de l'année 1985 et que la conjoncture du marché euro-obligataire, dans son ensemble, demeurait florissante. Une période d'attente particulièrement longue avant le réalignement du 4 avril 1986, ainsi que l'effet déstabilisant de la dépréciation de la livre contribuent à expliquer ces mauvaises performances. Mais a également joué contre l'écu le contexte, pour lui défavorable, d'une baisse d'ensemble des taux d'intérêt. De façon plus générale — et c'est là la seconde limite principale à l'extension de son usage privé — l'écu reste assez largement tributaire de la conjoncture monétaire et financière internationale.

L'INFLUENCE DE LA CONJONCTURE MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE INTERNATIONALE

Les conclusions formulées sur les performances de l'écu lors de l'analyse menée plus haut dépendent étroitement des conditions de taux d'intérêt et de change prévalant au moment où l'observation est faite. Les situations dans lesquelles l'écu est avantageux, pour l'opérateur de tel ou tel pays, ne sont ni générales, ni permanentes. Que la hiérarchie des taux d'intérêt se modifie, sous l'effet d'évolutions macro-économiques sur lesquelles les agents n'ont pas prise, et les cartes des avantages qu'il y a à utiliser — ou à ne pas utiliser — l'écu se redistribuent. Ainsi, par exemple, les entreprises françaises ont eu intérêt en 1984 et jusqu'à la fin de l'année 1985 à s'endetter en écus, plutôt qu'en francs (au moyen notamment de la technique de l'avance en devises), les taux de l'écu étant plus faibles que ceux du franc. Entre décembre 1985 et janvier 1987, cette attitude a perdu sa raison d'être, les taux de l'écu étant sur cette période plus élevés que ceux du franc. Depuis janvier 1987, la hiérarchie initiale s'est retrouvée. Des changements comparables sont observés sur le marché obligataire. Ainsi, à l'automne 1986, les investisseurs japonais ont manifesté un vif intérêt pour les obligations en écu, dont le rendement s'était élevé, par rapport aux titres comparables en dollars. Mais cet intérêt s'est mué en son contraire, au printemps 1987 : la remontée du dollar a rendu à nouveau les placements aux États-Unis attractifs, et l'écu s'est trouvé délaissé pour quelques mois par cette catégorie d'investisseurs. Sur le marché euro-obligataire, par ailleurs, les périodes où les taux à l'émission se resserrent entre les monnaies ne sont pas favorables à l'écu. Un écart de moins de 100 points de base entre l'écu et le mark ne vaut pas forcément le risque d'une moindre liquidité aux yeux des investisseurs, qui préféreront alors les obligations allemandes. Bien qu'il soit, par sa composition même, une devise *a priori* « non spéculative », l'écu n'échappe donc pas à la règle des comportements

93

¹¹ — C. Maggiulli, art. cit.

ESPACE MONÉTAIRE EUROPÉEN

d'arbitrage, commandés par l'évolution de la conjoncture. Sur des marchés qui, comme ceux des différents usages de l'écu, restent étroits, ces arbitrages sont un facteur d'instabilité, et expliquent les irrégularités constatées dans le développement de l'écu privé.

L'INSUFFISANCE DE LA CIRCULATION DE L'ÉCU

Pour que l'écu circule entre les agents économiques, il faut tout d'abord que ceux-ci se constituent des encaisses en écu, et ensuite qu'ils les utilisent pour effectuer des paiements. Or l'écu est très souvent demandé, non pour être conservé, mais pour être converti. C'est typiquement le cas lorsque, à travers sa détention, c'est la technique d'indexation, la « clause de change », qui est recherchée. Dans ce cas, le produit de l'emprunt ou la recette d'exportation en écu sont immédiatement convertis par leur titulaire en telle ou telle devise classique¹². Les écus reçus peuvent également, seconde hypothèse, être « éclatés » en leurs éléments composants — ce qui peut être pour les opérateurs un moyen indirect d'accéder à certaines monnaies peu traitées (livre irlandaise, couronne danoise). Dans ce dernier cas, la demande d'écus n'est qu'un voile, qui masque une demande de monnaies composantes. La non-conversion est une première condition de la circulation de l'écu. Il en est une seconde : que les bénéficiaires de recettes en écu ouvrent auprès du système bancaire des comptes courants dans cette devise, de façon à pouvoir effectuer des transferts vers d'autres agents, et ainsi régler des dépenses en écu.

L'ouverture de tels comptes ne pose pas de problème technique ou réglementaire particulier, mais elle reste peu fréquente. Comme on l'a vu plus haut, le déséquilibre persiste sur le marché bancaire de l'écu, le montant des dépôts n'atteignant pas, loin s'en faut, celui des crédits dans cette monnaie.

Les engagements des banques envers les agents non bancaires sont une indication du potentiel de circulation de l'écu. En décembre 1987, ces engagements équivalaient à 8,8 milliards de dollars, à rapprocher des 26,2 milliards de dollars d'avois des banques sur les entités non bancaires. Et encore, s'agit-il d'une évaluation par excès, puisqu'une partie seulement des dépôts en écu a la forme de dépôts à vue transférables.

L'entrée en fonctionnement, depuis octobre 1986, de la chambre de compensation interbancaire en écu, sous l'égide de la Banque des Règlements Internationaux, a eu pour effet de supprimer l'essentiel des obstacles techniques à la circulation de l'écu¹³. Il reste que le réseau des paiements en écu est limité, et ne correspond pas à ce qu'on pourrait attendre, au vu de la place occupée désormais par l'écu dans les opérations financières internationales.

Au terme de cet examen, le bilan du développement de l'écu se doit d'abord de mettre en évidence la situation paradoxale qui est la sienne. Les avantages qui lui sont attachés, comme actif de placement ou de financement ou comme monnaie de facturation, lui donnent le crédit d'un potentiel de croissance non négligeable. mais c'est un fait également que le développement de ces usages de l'écu a atteint un palier. La monnaie européenne est à la recherche de son second souffle. Afin d'éclairer ce paradoxe, nous voudrions suggérer que l'un des problèmes majeurs de l'écu privé est d'être encore en quête de son identité. Celle-ci doit résulter d'un dosage adéquat et délicat entre deux exigences qu'il peut être malaisé de concilier :

12 — Ce comportement se retrouve sur le marché obligataire, avec la pratique des swaps. Au cours de l'année 1987, environ 80 % des émissions en écus ont ainsi été « swappées ».

13 — Voir M. Lelart, « La compensation des opérations en écus », communication au Congrès de l'Association Internationale des Économistes de Langue Française, juin 1988.

LIMITES DE L'ÉCU PRIVÉ

celle de la banalisation et celle de la différenciation. L'écu doit avoir l'ambition de devenir une devise à part entière tout en conservant et en valorisant sa différence.

Tous les efforts des promoteurs de l'écu sur les marchés ont tendu, dès l'origine, à en faire une devise « comme les autres », une devise « à part entière ». Ceci passe, sur le plan réglementaire, par l'octroi du statut de devise à l'écu. Ceci suppose aussi l'adaptation à la devise européenne de toutes les techniques ou innovations qui s'appliquent aux devises classiques. La diversification des instruments libellés en écus, déjà largement entamée, peut être poursuivie, notamment par la promotion d'un véritable marché des titres à court terme en écus¹⁴. La banalisation enfin se manifeste dans le recul du contrôle des changes en France. Avec la libéralisation de 1986, l'écu a cessé de faire exception au droit commun, les distorsions réglementaires dont il bénéficiait relativement au régime de la devise-titre ou à celui de la couverture à terme des importations ayant été aplanies. Cette banalisation, pour souhaitable quelle soit lorsqu'elle est synonyme d'enrichissement des opportunités permises par l'écu, peut néanmoins apparaître dans certains cas limites comme un handicap : c'est le cas lorsque la conjoncture des marchés rend moins sensibles les avantages spécifiques de l'écu, que celui-ci n'apparaît plus que comme une euro-devise parmi d'autres et que son identité, précisément, devient floue.

C'est ici qu'intervient la seconde exigence que l'écu doit satisfaire, et qui est le plus souvent sous-estimée : affirmer sa différence. Il faut entendre par là non ce qui fait la différence « en moins » de l'écu — et qui renvoie à son incomplétude (l'écu, monnaie « partielle », c'est-à-dire ne remplissant pas toutes les fonctions attribuées à la monnaie), mais ce qui est sa différence positive, et essentielle, par rapport aux autres monnaies : être le symbole, en même temps que l'instrument, du projet européen. Il n'entre pas dans le propos de cet article de détailler en quoi la progression de l'écu privé va dans le sens de l'intégration monétaire européenne. Mais si on l'accepte, cette idée signifie que vouloir l'Europe, c'est en particulier vouloir l'écu. Ce que les marchés ont commencé à faire, les pouvoirs publics ont à l'amplifier. Ces initiatives, que d'autres contributions de ce numéro spécial analysent, sont aujourd'hui possibles, en ce sens que l'écu a dépassé le seuil de crédibilité sur les marchés. Mais s'il satisfait assez bien aujourd'hui aux exigences que ceux-ci lui posent, il reste à l'écu à affirmer pleinement sa seconde nature, celle qui lui vient de sa naissance et de sa composition. Qu'il devienne la monnaie de l'Europe unie désigne l'enjeu actuel, en même temps que le terrain de la seconde exigence qu'il doit désormais satisfaire : celui d'une exigence politique.

95

¹⁴— Entre autres exemples, on peut relever que l'Italie, la Grande-Bretagne et la France se sont récemment engagées sur la voie de l'émission de bons du Trésor libellés en écus.

Annexe

LE MÉCANISME DE LA COUVERTURE À TERME

Un exportateur vend et facture en devises (D) pour un paiement à recevoir à terme (3 mois). Afin d'annuler son risque de change, l'exportateur s'adresse à sa banque pour connaître le cours de rachat à 3 mois des devises (cours à terme : CT (D)).

La banque emprunte les devises à 3 mois sur l'euro-marché, au taux Teuro (D). Elle convertit en monnaie nationale (F) les devises, au cours du comptant CC (D), et place à 3 mois le produit de cette conversion sur le marché domestique de la monnaie F, au taux Tdom (F).

Le cours à terme, cours auquel la banque s'engage à racheter les devises de l'exportateur, est calculé en tenant compte de la perte ou du gain d'intérêt enregistré par la banque qui substitue une trésorerie en monnaie nationale à une trésorerie en devises

$$CT(D) = CC(D) + \frac{CC(D) \times (T_{dom}(F) - T_{euro}(D)) \times 3/12}{100}$$

Symétriquement, un importateur qui doit effectuer un règlement à 3 mois en devises (D) souhaite connaître le cours auquel sa banque peut lui vendre à 3 mois les devises en question (CT (D)).

La banque prélève sur sa trésorerie en monnaie nationale pour acheter au comptant les devises, au cours CC (D), et place à 3 mois le produit de la conversion sur l'euro-marché de la devise, au taux Teuro (D).

En répercutant sur le cours au comptant le gain ou la perte d'intérêt associé à cette substitution d'une trésorerie en devises à une trésorerie en monnaie nationale, on obtient le cours à terme.

$$CT(D) = CC(D) - \frac{CC(D) \times (T_{euro}(D) - T_{dom}(F)) \times 3/12}{100}$$

Les deux formules conduisent évidemment au même résultat. Si $T_{dom}(F) - T_{euro}(D) > 0$, la banque gagne à emprunter des devises et prêter la monnaie nationale. Cet avantage (devise en *report* par rapport à la monnaie nationale) se traduit pour le client par un cours de vente à terme des devises supérieur au cours au comptant. Inversement si $T_{euro}(D) - T_{dom}(F) > 0$, c'est l'importateur qui est avantagé (devise en *déport* par rapport à la monnaie nationale), sous la forme d'un cours d'achat à terme des devises inférieur au cours au comptant.

On voit donc que toute couverture à terme peut s'avérer avantageuse (gain) ou désavantageuse (perte) pour l'importateur ou l'exportateur. En termes *relatifs*, l'écart du cours à terme par rapport au cours au comptant est mesuré par le différentiel de taux d'intérêt sur l'échéance considérée.

$$\frac{CT(D) - CC(D)}{CC(D)} \times 100 = (T_{dom}(F) - T_{euro}(D)) \times 3/12$$

Les *différentiels de taux* expriment donc, en pourcentage, l'avantage ou le coût associé à la couverture sur une devise donnée.

LIMITES DE L'ÉCU PRIVÉ

TABLEAU 4

RENDEMENT (OU COÛT) TOTAL D'UN PLACEMENT (OU EMPRUNT) DE 3 MOIS EN ÉCUS (période : juin 1985-juin 1988)

Devise	Taux d'intérêt	Moyenne Gain/perte due au changement	Rendement/coût total	Écarts-types Rendement/coût total	Coefficients de variation Rendement/coût total
Pays de l'opérateur : USA					
Écu	7,906	17,126	25,396	22,910	0,902
Euro \$	7,252	—	7,252	0,813	0,112
Euro Yen	5,130	23,394	28,858	27,138	0,940
Euro DM	4,426	19,782	24,450	25,162	1,029
Euro Sfr	4,025	20,424	24,688	28,227	1,143
Pays de l'opérateur : Japon					
Écu	7,906	-5,390	2,400	16,145	6,727
Euro \$	7,252	-20,623	-13,765	24,090	1,750
Euro Yen	5,130	—	5,130	1,092	0,213
Euro DM	4,426	-2,968	1,432	17,346	12,113
Euro Sfr	4,025	-2,595	1,419	15,849	11,172
Pays de l'opérateur : Suisse					
Écu	7,906	-2,753	5,089	8,305	1,632
Euro \$	7,252	-17,794	-10,879	25,426	2,337
Euro Yen	5,130	3,201	8,374	15,629	1,866
Euro DM	4,426	-0,366	4,052	7,808	1,927
Euro Sfr	4,025	—	4,025	0,842	0,209
Pays de l'opérateur : Grande-Bretagne					
Écu	7,906	4,692	12,696	19,195	1,512
Euro \$	7,252	-11,184	-4,143	21,939	5,295
Euro Yen	5,130	10,755	16,052	23,827	1,484
Euro DM	4,426	7,317	11,835	22,894	1,934
Euro Sfr	4,025	7,774	11,903	23,294	1,957
Pays de l'opérateur : Allemagne					
Écu	7,906	-2,387	5,470	3,672	0,671
Euro \$	7,252	-17,528	-10,604	22,945	2,164
Euro Yen	5,130	3,714	8,893	17,232	1,938
Euro DM	4,426	—	4,426	0,640	0,145
Euro Sfr	4,025	0,522	4,557	8,264	1,814
Pays de l'opérateur : France					
Écu	7,906	0,920	8,846	5,118	0,578
Euro \$	7,252	-14,434	-7,454	21,732	2,916
Euro Yen	5,130	7,097	12,320	18,261	1,482
Euro DM	4,426	3,349	7,812	5,267	0,674
Euro Sfr	4,025	3,905	7,975	11,071	1,388
Pays de l'opérateur : Italie					
Écu	7,906	2,534	10,493	6,972	0,664
Euro \$	7,252	-12,963	-5,955	20,775	3,489
Euro Yen	5,130	8,639	13,883	16,565	1,193
Euro DM	4,426	4,958	9,443	6,370	0,675
Euro Sfr	4,025	5,520	9,609	11,788	1,227

- / + indique une appréciation/dépréciation du taux de change de la monnaie du pays de l'opérateur.

Source : Écu Newsletter

E S P A C E M O N É T A I R E E U R O P É E N

TABLEAU 6

MONNAIE DE FACTURATION ET COMPÉTITIVITÉ-PRIX

	Position relative des monnaies de l'exportateur et de l'importateur	La monnaie de l'exportateur (F) est forte par rapport à la monnaie de l'importateur (D)	La monnaie de l'exportateur est faible par rapport à la monnaie de l'importateur
Monnaie de facturation proposée par l'exportateur			
L'exportateur facture dans sa propre monnaie (F)	— l'importateur a une couverture coûteuse qui renchérit son prix d'achat → détérioré la compétitivité-prix de l'entreprise exportatrice — l'exportateur peut être contraint d'effectuer une prise en charge indirecte (réduire ses prix en monnaie nationale)	— l'importateur a une couverture avantageuse. — Le coût réel de son importation est abaissé d'autant → améliore la compétitivité-prix de l'entreprise exportatrice	
L'exportateur facture dans la monnaie de l'importateur (D)	— L'exportateur a une couverture coûteuse — Il peut être tenté d'inclure ce coût dans son prix de vente → détérioré la compétitivité-prix de l'entreprise exportatrice	— L'exportateur a une couverture avantageuse — il peut utiliser cet avantage pour réduire son prix de vente → améliore la compétitivité-prix de l'entreprise exportatrice	

98

TABLEAU 7

COUVERTURE À TERME : GAINS RESPECTIFS DE L'EXPORTATEUR ET DE L'IMPORTATEUR SELON LA MONNAIE UTILISÉE FRANCE — ALLEMAGNE

	Monnaie de facturation	Gain exportateur (1)	Gain importateur (2)	Gain total (3) (1) + (2)
Exportateur français	FF	—	$T_{\text{euro}}(\text{FF}) - T_{\text{dom}}(\text{DM})$	$T_{\text{euro}}(\text{FF}) - T_{\text{dom}}(\text{DM})$
	DM	$T_{\text{dom}}(\text{FF}) - T_{\text{euro}}(\text{DM})$	—	$T_{\text{dom}}(\text{FF}) - T_{\text{euro}}(\text{DM})$
Importateur allemand	USD	$T_{\text{dom}}(\text{FF}) - T_{\text{euro}}(\text{USD})$	$T_{\text{euro}}(\text{USD}) - T_{\text{dom}}(\text{DM})$	$T_{\text{dom}}(\text{FF}) - T_{\text{dom}}(\text{DM})$
	ÉCU	$T_{\text{dom}}(\text{FF}) - T(\text{ÉCU})$	$T(\text{ÉCU}) - T_{\text{dom}}(\text{DM})$	$T_{\text{dom}}(\text{FF}) - T_{\text{dom}}(\text{DM})$
Exportateur allemand	FF	$T_{\text{dom}}(\text{DM}) - T_{\text{euro}}(\text{FF})$	—	$T_{\text{dom}}(\text{DM}) - T_{\text{euro}}(\text{FF})$
	DM	—	$T_{\text{euro}}(\text{DM}) - T_{\text{dom}}(\text{FF})$	$T_{\text{euro}}(\text{DM}) - T_{\text{dom}}(\text{FF})$
Importateur français	USD	$T_{\text{dom}}(\text{DM}) - T_{\text{euro}}(\text{USD})$	$T_{\text{euro}}(\text{USD}) - T_{\text{dom}}(\text{FF})$	$T_{\text{dom}}(\text{DM}) - T_{\text{dom}}(\text{FF})$
	ÉCU	$T_{\text{dom}}(\text{DM}) - T(\text{ÉCU})$	$T(\text{ÉCU}) - T_{\text{dom}}(\text{FF})$	$T_{\text{dom}}(\text{DM}) - T_{\text{dom}}(\text{FF})$

LIMITES DE L'ÉCU PRIVÉ

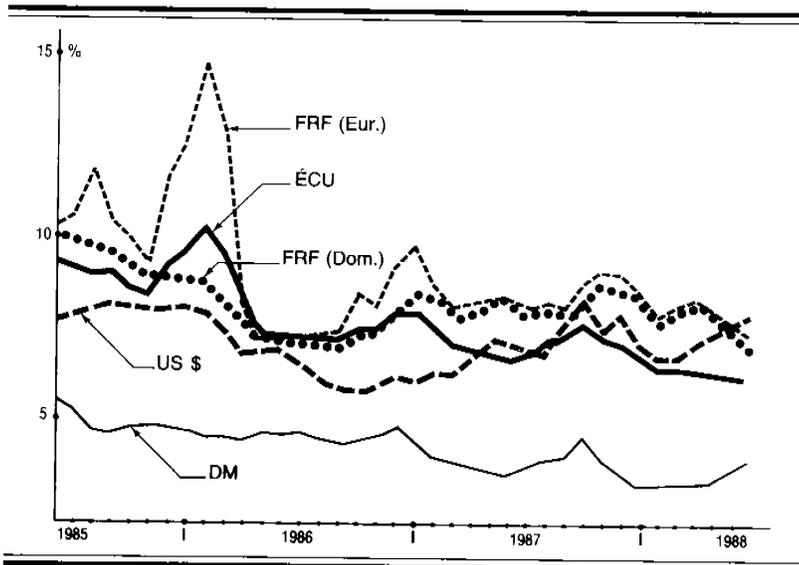
TABLEAU 8a

EXPORTATEUR FRANÇAIS ET IMPORTATEUR ALLEMAND

Monnaie initiale	Situation initiale	Conséquences du remplacement de la monnaie initiale par l'écu	Bilan de la substitution écu/monnaie initiale
FF	<ul style="list-style-type: none"> — Le franc est en déport permanent vis-à-vis du mark — L'importateur bénéficie d'une couverture avantageuse 	<ul style="list-style-type: none"> — le taux de l'écu est <i>intercalé</i> — sauf entre déc. 1985 et déc. 1986 — (partage du gain) — réduction faible de l'avantage de couverture chez l'importateur — création d'un avantage de couverture chez l'exportateur (sauf à partir de nov. 85 : $T(\text{ÉCU}) > T_{\text{dom}}(\text{FF})$) 	Incertain
DM	<ul style="list-style-type: none"> — Le mark est en report vis-à-vis du franc — L'exportateur bénéficie d'une couverture avantageuse 	<ul style="list-style-type: none"> — Réduction de l'avantage de couverture chez l'exportateur (qui devient un coût de couverture après nov. 85) — Création d'un avantage de couverture chez l'importateur 	Incertain
USD	<ul style="list-style-type: none"> — L'exportateur bénéficie d'un report sur le dollar — L'importateur bénéficie d'un déport sur le dollar 	<ul style="list-style-type: none"> — Le sens des avantages n'est pas modifié (sauf à partir de nov. 85 pour l'exportateur français) — L'écu est préférable pour la plus grande stabilité de ses taux 	Favorable

99

France - Allemagne. Taux d'intérêt à 3 mois



E S P A C E M O N É T A I R E E U R O P É E N

TABLEAU 8b

EXPORTATEUR ALLEMAND ET IMPORTATEUR FRANÇAIS

Monnaie initiale	Situation initiale	Conséquence du remplacement de la monnaie initiale par l'écu	Évaluation de la substitution par l'écu
FF	— Franc en déport; l'exportateur a un coût de couverture, d'autant plus important que T euro (FF) est élevé	— Le coût <i>total</i> de la couverture est <i>réduit</i> (sur toute la période, on a $T(DM) - T_{dom}(FF) < T(DM) - T_{euro}(FF)$) — Le coût total de la couverture est <i>partagé</i> mais reste plus important pour l'exportateur.	Très favorable
DM	— Mark en report; le coût de la couverture reste, pour l'importateur, substantiel, bien qu'inférieur à celui de l'exportateur lorsque le FF est utilisé	— Le coût de la couverture est <i>partagé</i> ; l'exportateur en supporte la plus grande part	Favorable
USD	— Mark en report et franc en déport vis-à-vis du dollar; situation désavantageuse pour les deux partenaires	— Le partage du coût de couverture par l'écu est voisin de celui réalisé par le dollar — L'écu est <i>préférable</i> pour la plus grande stabilité de ses taux.	Favorable

100

TABLEAU 9a

EXPORTATEUR FRANÇAIS ET IMPORTATEUR ITALIEN

Monnaie initiale	Situation initiale	Conséquences du remplacement de la monnaie initiale par l'écu	Évaluation de la substitution par l'écu
FF	— Le franc est en report vis-à-vis de la lire — L'importateur supporte un coût de couverture important sur toute la période.	— Le taux de l'écu est <i>extérieur</i> (sauf de déc. 85 à déc. 86) — Aggravation du coût de la couverture pour l'importateur — Création d'un avantage modéré pour l'exportateur (déc. 85-déc. 86).	Défavorable
LIT	— La lire est en déport vis-à-vis du franc — L'exportateur supporte un coût de couverture important.	— Création d'un coût de couverture très élevé pour l'importateur. — L'exportateur bénéficie d'un avantage modéré de couverture.	Défavorable
USD	— L'exportateur bénéficie d'un report sur le dollar — L'importateur subit les inconvénients d'un déport élevé vis-à-vis du dollar	— L'écu réduit l'avantage de l'exportateur (juin 85 → avril 87) et l'inconvénient de l'importateur. — Crée une répartition plus équilibrée (juin 85 → mai 87)	Favorable

LIMITES DE L'ÉCU PRIVÉ

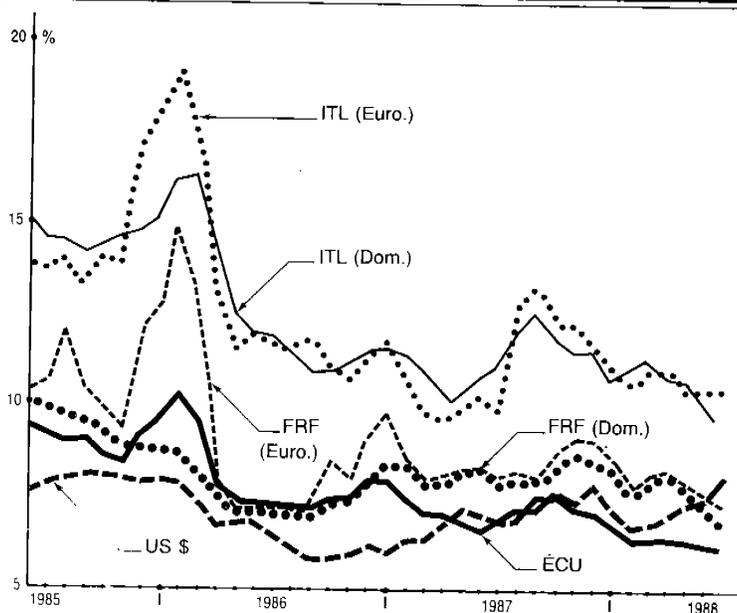
EXPORTATEUR ITALIEN ET IMPORTATEUR FRANÇAIS

TABLEAU 9b

Monnaie initiale	Situation initiale	Conséquences du remplacement de la monnaie initiale par l'écu	Évaluation de la substitution par l'écu
FF	<ul style="list-style-type: none"> — Le franc est en report vis-à-vis de la lire. — L'exportateur a un avantage important 	<ul style="list-style-type: none"> — L'exportateur voit son avantage s'accroître (sauf d'avril 86 à sept. 86) — Création d'un coût de couverture chez l'importateur (avant nov. 85) 	<ul style="list-style-type: none"> Défavorable (→ nov. 85) Favorable (→ nov. 85)
LIT	<ul style="list-style-type: none"> — La lire est en déport vis-à-vis du franc — L'importateur a un avantage substantiel 	<ul style="list-style-type: none"> — L'avantage global s'accroît : sur la plus grande partie de la période, on a la hiérarchie ÉCU FFdom FFEuro ITLeuro ITLdom — L'exportateur accapare la totalité de cet avantage, la prise en charge indirecte de l'inconvénient qui naît du côté de l'importateur semble donc possible. 	Favorable
USD	<ul style="list-style-type: none"> — L'exportateur bénéficie d'un report vis-à-vis du dollar — L'importateur subit les inconvénients d'un déport vis-à-vis du dollar 	<ul style="list-style-type: none"> — Le gain s'est réduit pour l'exportateur (juin 85 → mai 87) — Le coût est réduit pour l'importateur, ce coût devient même un avantage après nov. 85. 	Favorable

101

France - Italie. Taux d'intérêt à 3 mois



E S P A C E M O N É T A I R E E U R O P É E N

TABLEAU 10a

EXPORTATEUR FRANÇAIS ET IMPORTATEUR ANGLAIS

Monnaie initiale	Situation initiale	Conséquences du remplacement de la monnaie initiale par l'écu	Évaluation de la substitution par l'écu
FF	— L'importateur est globalement désavantagé	— L'inconvénient pour l'importateur est aggravé (sauf entre déc. 85 et déc. 86) — Création d'un avantage pour l'exportateur (sauf entre déc. 85 et déc. 86)	Défavorable
£	— L'exportateur est globalement désavantagé	— Apparition d'un coût substantiel pour l'importateur — L'exportateur obtient un avantage (sauf entre déc. 85 et déc. 86)	Défavorable
USD	— L'exportateur bénéficie d'un report sur le dollar. — L'importateur subit les inconvénients d'un déport élevé vis-à-vis du dollar	— L'avantage de l'exportateur est réduit (devient un inconvénient de déc. 85 à déc. 86) — L'inconvénient de l'importateur est réduit	Favorable

102

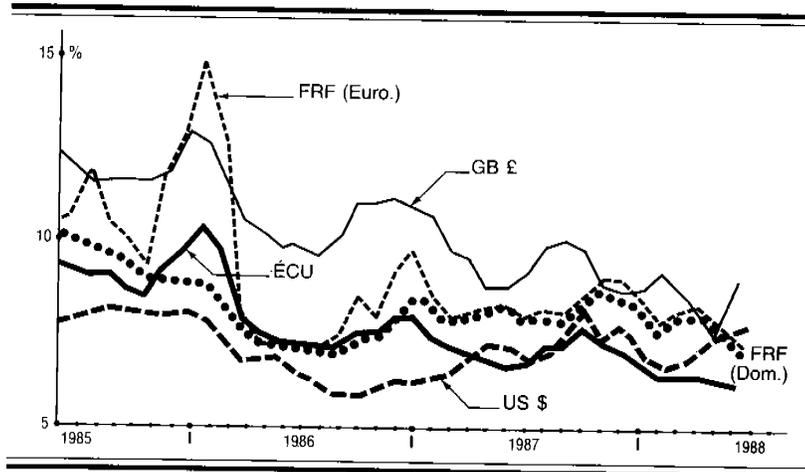
TABLEAU 10b

EXPORTATEUR ANGLAIS ET IMPORTATEUR FRANÇAIS

Monnaie initiale	Situation initiale	Conséquences du remplacement de la monnaie initiale par l'écu	Évaluation de la substitution écu monnaie initiale
FF	— Report important dont bénéficie l'exportateur anglais sur toute la période	— Augmentation de l'avantage global due à la différence $T_{dom}(FF)/T_{euro}(FF)$ — L'exportateur augmente son avantage avant déc. 85 et après déc. 86 — L'importateur est désavantagé jusqu'en déc. 85 et à partir de déc. 86	Défavorable (→ nov. 85) Favorable (→ nov. 85)
£	— L'importateur est avantagé sur toute la période	— L'exportateur est sur la totalité de la période, avantagé. — L'importateur est désavantagé avant nov. 85, avantagé ensuite	Défavorable (→ nov. 85) Favorable (→ nov. 85)
USD	— L'exportateur est avantagé sur toute la période — L'importateur est désavantagé sur toute la période	— L'écu permet la réduction de l'avantage de l'exportateur, et de l'inconvénient de l'importateur — Conduit à un meilleur partage	Favorable

LIMITES DE L'ÉCU PRIVÉ

France - Angleterre. Taux d'intérêt à 3 mois



Source : Services de la Commission II-D-1

ef