

## LES MARCHÉS FINANCIERS DE L'ÉCU

CHRISTOPHER JOHNSON,

CONSEILLER BRITANNIQUE, ASSOCIATION POUR L'UNION MONÉTAIRE DE L'EUROPE

Les experts financiers admettent tous que l'écu est bien la future monnaie unique, cependant leur avis divergent quant à son usage financier et commercial. Certains se contentent d'attendre paisiblement le jour J, date à laquelle ils suivront scrupuleusement les consignes de leurs banques pour faire passer leurs opérations de la monnaie nationale à l'écu. D'autres préfèrent s'y préparer d'ores et déjà. En essayant aujourd'hui de conduire ce nouveau véhicule encore en rodage, ils espèrent être devenus des experts pour le grand jour. Pour eux, l'écu, panier de monnaies, était déjà intéressant, mais son nouveau statut de précurseur de la monnaie unique le rend plus attrayant.

A cet effet, un mode d'emploi vient d'être publié (*ecu Handbook*), parainné par l'Association pour l'Union Monétaire de l'Europe, l'Association bancaire pour l'Ecu et la Commission des Communautés Européennes. Les entreprises qui n'ont pas encore fait usage de l'écu y trouveront les avantages mais aussi les inconvénients de ce que l'on pourrait appeler la plus grande innovation financière des temps modernes : l'écu.

Les obstacles à une utilisation accrue de l'écu sont essentiellement d'ordre juridique. La Commission de la CE doit publier incessamment un livre blanc précisant les actions attendues des gouvernements pour que l'écu soit sur un pied d'égalité avec les autres monnaies, en attendant de les remplacer. Déjà, dans la plupart des pays, il jouit des mêmes privilèges que les autres devises, mais comme elles, il demeure moins intéressant que la monnaie nationale.

Malgré ces handicaps, l'écu est devenu la sixième monnaie du monde, après le dollar, le D-mark, le Yen, le Franc suisse, et la Livre. Sa part dans le prêts bancaires internationaux est passée à 2,0 % et à 6,1 % dans les obligations internationales. L'écu est plus utilisé comme un moyen de financement à long terme que comme moyen de paiement à court terme ; son usage est plus répandu parmi les gouvernements et les banques que chez les entreprises.

L'écu débuta comme monnaie inter-bancaire, les banques recyclant leurs écus entre elles pour démontrer son existence plutôt que pour réaliser les bénéfices. La part des créances écu sur les agents bancaires monta néanmoins de 25 % fin 1989 à 33 % fin 1991. Pour la seule année 1991 un total de 179 milliards de créances en écus, il y eut 57 milliards d'écus sur agents non-bancaires, soit une augmentation de 70 %. Les créances totales en écu, 28 % locales sur résidents, augmentèrent de 18 % en 1990 et aussi en 1991.

Les entreprises qui utilisent l'écu bancaire le font surtout pour solder chaque mois les comptes entre filiales en divers pays européen d'une manière neutre, évitant ainsi les aléas de fluctuation des changes, particulièrement dans le cas des monnaies en dehors de la bande étroite du SME. En général ces compensations reposent sur le dollar, mais dans le cas de l'Europe il est trop sujet à fluctuations vis-à-vis des monnaies européennes.

L'écu est aussi en train de devenir une monnaie de facturation, particulièrement dans les pays dont la monnaie nationale n'est pas utilisée dans les échanges internationaux. En 1991, dans les 7 pays de la CEE pour lesquels nous disposons de chiffres, 4,6 milliards de leurs exportations furent facturées en écus, les pourcentages variant entre 0,5 % des exportations totales pour la France et 3,3 % pour le Portugal ; en valeur absolue, l'Italie vient en tête, avec 2,4 milliards d'écus, soit 1,6 % de ses exportations totales. L'évolution de ces statistiques, publiées par la Commission des Gouverneurs des Banques Centrales des pays de la CE, sera intéressante à suivre dans les années à venir.

Il en va de l'écu dans les règlements commerciaux comme du téléphone. Il n'est utile que dans la mesure où les autres le possèdent. Plus le réseau s'étend, plus l'usage se répand. Aux entreprises qui veulent accélérer l'arrivée de la monnaie unique, on est en droit de demander qu'elles l'utilisent d'abord pour justifier de leur foi dans son avenir commercial.

Les banques doivent trouver les moyens de renforcer le clearing pour les règlements internationaux en écu à Bâle, assujettis aujourd'hui, comme les clearings internationaux, à des obligations de contrepartie, dont la complexité est un casse-tête même pour les personnes les plus averties. De plus, la Banque des règlements internationaux agit en tant qu'agent pour le clearing écu, mais ne s'engage nullement à jouer le rôle de prêteur en dernier ressort pour garantir les règlements. Enfin, l'écu souffre aussi du fait de ne pas avoir de banque centrale — tout au moins jusqu'à la création annoncée de la Banque Centrale Européenne. Les banques centrales nationales en sont réduites à espérer que les banques membres du clearing écu parviennent à un système fiable pour limiter leurs risques mutuels.

La plus grande part du marché bancaire du prêt en écu, un peu plus d'un quart, se trouve à Londres. Paris et Milan détiennent chacun un-huitième du

marché, Bruxelles et Luxembourg environ un-dixième chacun. Ces chiffres comprennent les créances domestiques en écus, qui sont particulièrement importantes en Italie.

Du point de vue des emprunteurs, la situation est inversée. L'Italie détient 16 % du marché, le Royaume-Uni et la France 14 % et 7 %. Ces deux derniers pays sont donc des prêteurs nets en écus, l'Italie étant structurellement emprunteuse. Pour les emprunteurs italiens, l'écu offre l'avantage de taux d'intérêt inférieurs à ceux de la Lire. Chaque fois que court le bruit d'une dévaluation de la Lire, les emprunteurs boudent l'écu au profit de la Lire, et les autorités sont obligées de relever son taux d'intérêt.

Sur le marché des obligations, l'écu devint une monnaie courante à cause de la stabilité des taux de change au sein du SMÉ, et de son rendement plus élevé que celui du D-mark. L'écu comme la Lire est un quasi D-mark, mais avec des risques de dévaluation moindres. Pour les investisseurs japonais, l'écu fut aussi un moyen pratique de « se payer l'Europe » sans avoir à se préoccuper des détails de fonctionnement de chacun des douze marchés financiers.

En 1991, au moment des négociations sur l'union économique et monétaire, le stock des obligations internationales en écu passa de 55 milliards d'écus à 75, et celui des obligations domestiques de 35 milliards d'écus à 40. Mais seulement 24 milliards d'écus — 21 % — furent émis par les entreprises du secteur privé. Les émetteurs les plus importants furent les gouvernements et autres agences publiques (29 %), les banques et autres institutions financières (28 %) et les institutions internationales, surtout la Commission de la CE (22 %).

197

Le flux net des obligations internationales pendant 1991 démontra un essor remarquable de l'écu. Au premier trimestre, les émissions en écus représentent un tiers du total, dépassant même celles en dollars. Pour l'année entière l'écu vient en deuxième position après le dollar, avec une part de marché de 15 % contre 22 % pour le dollar. Les incertitudes qui précédèrent Maastricht troublèrent le marché de l'écu, mais l'accord de décembre lui donna une nouvelle impulsion. Les émissions atteignant 15 milliards d'écus au premier semestre 1992, plaçant à nouveau l'écu à la deuxième place sur le marché des obligations internationales.

Le non des danois lors du référendum sur Maastricht fut un coup dur pour l'écu. Le rendement actuel des obligations, au lieu de tomber en dessous de son niveau théorique, monta au-dessus, à cause de la chute des cours. Si l'écu ne vaut plus que les composantes du panier, et dont quelques-unes sont capables de se dévaluer dans les années à venir, la valeur de rachat des obligations en écu devient aléatoire. Seule la ratification du traité de Maastricht par les pays les plus importants apaisera, tout au moins pour un temps, de telles inquiétudes.

Si l'écu devient vraiment la monnaie unique de l'Europe, le marché international des obligations en écu égalera celui du dollar, chacun avec une part de 40 %, en tenant compte de la fusion des monnaies nationales dans l'écu, y compris le franc suisse. Quant aux marchés domestiques des obligations, la part de l'écu atteindrait 27 %, contre 45 % pour le dollar. Mais le marché de l'écu, tout comme celui des obligations en dollars, restera dominé par les Etats.

Du côté de l'emprunt, le marché obligataire de l'écu est dominé par l'Italie, avec 31 %, et puis la France, avec 17 %, qui en financent une partie de leurs déficits publics. L'Italie prend même 65 % du marché domestique en écus, un indice de l'attrait de l'écu pour les italiens comme monnaie de placement. Après ces deux pays, il est surprenant de voir les deux grands, les Etats-Unis et le Japon, avec 7 % chacun. Cette fois-ci c'est le secteur privé qui découvre les mérites de l'écu, des sociétés multinationales comme IBM et NTT l'ayant utilisé pour leurs émissions, bien entendu en pratiquant des swaps en monnaie nationale.

L'écu fait aussi son chemin sur les marchés des papiers à court terme, et dans les marchés des dérivés. Les euronotes en écu se montèrent à 16 milliards d'écus à la fin de 1991, dont la plupart comme billets de trésorerie des entreprises. L'euromarché en billets de trésorerie (eurocommercial paper ou ECP) tripla pendant les deux années 1990 et 1991, pendant que les marchés domestiques — surtout des notes des Trésors britannique et italien — plafonnèrent.

Les banques et les entreprises commencent à planifier leurs préparatifs pour l'introduction de l'écu-monnaie unique. Une fois les nouveaux systèmes de comptabilité et de gestion financière en écus mis en place, les entreprises deviendront impatientes, et mettront la pression sur les administrations et les banques centrales pour prendre les mesures juridiques et monétaires nécessaires. La manufacture de billets de banque et de pièces de monnaie exigera un laps de temps considérable, même avec des échéances serrées. L'Association pour l'Union Monétaire de l'Europe vient de publier une étude sur la préparation des entreprises pour la monnaie unique qui esquisse les difficultés techniques de la transition.

C'est seulement quand le citoyen pourra faire ses courses avec un portefeuille rempli d'écus que la dernière étape sera franchie dans la création de la nouvelle monnaie. Entre temps, les entreprises, avec le concours de leurs banques, ont des opportunités à saisir en utilisant l'écu dans son rôle actuel de monnaie commune, avant de le voir devenir monnaie unique. C'est seulement l'unicité de la monnaie qui assurera l'unicité du marché.