



L'EURO ET LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

MICHEL LELART*

La mise en place d'une monnaie unique en Europe est l'aboutissement d'un processus qui a débuté en 1979, il y a vingt ans, avec le Système monétaire européen, et qui s'est accéléré en 1989, il y a dix ans, avec l'adoption du plan Delors pour une union économique et monétaire en Europe. A mesure que le projet prenait forme et lorsqu'il est apparu qu'il allait probablement se réaliser, l'une des questions les plus débattues a concerné le rôle international que pourrait jouer l'euro et, au-delà, l'impact qu'aurait cette nouvelle monnaie sur le système monétaire international. La réponse n'a pas été facile tant que la liste des pays concernés, c'est-à-dire les contours de la future union monétaire, est restée incertaine. Le Royaume-Uni allait-il entrer, et la livre sterling cesser d'exister ? L'Italie et l'Espagne allaient-elles entrer elles aussi et permettre une meilleure compensation au sein de l'Union entre les pays du Nord et les pays du Sud ? Ces incertitudes ont été levées en mai 1998, en même temps que celle relative au calcul des cours de conversion en euro.

Le 1^{er} janvier 1999, onze pays ont constitué l'Union et l'euro a remplacé onze monnaies nationales, ainsi que l'écu qui a été utilisé par les agents et qui a vu son usage privé se développer depuis vingt ans. L'euro est depuis ce jour-là la monnaie unique de l'Union. Les monnaies nationales peuvent encore être utilisées pendant trois ans, et les pièces et les billets six mois de plus, mais elles ne sont plus que des « substituts parfaits de l'euro » ou, comme on dit encore, des « valeurs non décimales » de l'euro. Depuis le 1^{er} janvier 1999, l'euro peut donc voir se développer son rôle international, ce qui ne va pas être sans conséquences sur le système monétaire international.

Ce système est actuellement à deux faces. La *face officielle* correspond aux règles édictées à Bretton Woods et plusieurs fois modifiées depuis. L'euro va poser problème à ce niveau. Par exemple, il est « rentré » au Fonds monétaire international qui a dû le substituer à onze monnaies nationales. De plus, la surveillance exercée par le Fonds, comme la conditionnalité à laquelle est soumise son aide, vont désormais concerner l'Union en même temps que chaque pays membre. La *face privée* correspond à l'usage de certaines monnaies dans les transactions inter-

49

* CNRS, Laboratoire d'Economie d'Orléans. e.mail : michel.lelart@univ-orleans.fr



nationales. Le mark est remplacé par l'euro, qui devient naturellement un concurrent beaucoup plus sérieux pour le dollar, plus encore pour le yen. Le polycentrisme monétaire pourrait se trouver rapidement réalisé, mais dans des conditions différentes de celles qui étaient imaginées autrefois. Ce n'est plus d'une monnaie nationale qu'il s'agit cette fois, mais d'une monnaie régionale, commune à plusieurs pays qui constituent un ensemble économique et financier sensiblement plus important.

Nous allons nous interroger sur l'impact de l'euro sur le système monétaire international en examinant successivement :

- dans quelle mesure l'euro peut-il remplir les fonctions traditionnelles d'une monnaie internationale. La réponse est facile : il les remplit, et toutes ;

- dans quelle mesure pourra-t-il effectivement concurrencer le dollar et se substituer partiellement à lui ? La réponse est beaucoup moins aisée, et nous verrons pourquoi ;

- au-delà de cette analyse qui privilégie la demande de monnaie internationale, qu'en est-il de son offre : comment l'euro, utilisé comme monnaie nationale par les résidents de onze pays européens, peut-il devenir une monnaie internationale utilisée par des non-résidents ?

- quelles sont les conséquences de l'introduction de l'euro sur le Fonds monétaire international, sur ses opérations, sur son activité, sur les missions qui sont les siennes ?

50

L'EURO PEUT-IL REMPLIR LES FONCTIONS D'UNE MONNAIE INTERNATIONALE ?

Les fonctions traditionnelles de la monnaie sont bien connues : la monnaie est unité de compte, moyen de règlement, avoir de réserve. Ces fonctions sont forcément liées : c'est la monnaie de facturation qui est utilisée dans la transaction, et la monnaie cédée dans les règlements est nécessairement détenue. Au niveau international, dans les relations avec ou entre des non-résidents, ces fonctions sont un peu plus complexes, mais elles restent étroitement liées¹. Une monnaie internationale doit pouvoir être utilisée dans la facturation des échanges de biens et de services, c'est-à-dire dans une certaine proportion du commerce international, comme dans le libellé des actifs financiers, ce qui suppose qu'un volume important de titres soit émis dans cette monnaie. De ce fait, cette monnaie doit pouvoir être utilisée facilement dans les règlements, ce qui suppose une organisation bancaire performante, garantie de coûts de transactions limités. Elle doit aussi être largement utilisée dans les interventions, de façon à rendre faciles les conversions sur les marchés des changes. Et pour ce faire, elle doit être largement détenue par les banques centrales et constituer une part importante de leurs réserves. Toutes ces fonctions peuvent être exercées facilement par la nouvelle monnaie européenne.

Sur le plan commercial, l'euro peut être utilisé largement comme unité de compte, dans les échanges entre les pays membres de l'Union et le reste du monde. Les pays européens sont très largement ouverts sur l'extérieur, leurs exportations et leurs importations représentent en moyenne 24 % de leur PIB contre 11,5 % pour les Etats-Unis et 9 % pour le Japon. C'est ainsi que les onze font près de 30 % du commerce mondial, les Etats-Unis à peine deux fois moins et le Japon encore deux fois moins que les Etats-Unis. Mais ces pourcentages ont perdu de leur signification du simple fait du passage à l'euro. Une partie importante du commerce extérieur de chacun des onze - 50 % en 1996 - est effectué avec ses partenaires². C'est du commerce intra-communautaire qui va devenir intérieur à l'Union et être facturé et réglé dans la monnaie unique. La part de l'Union, considérée comme un tout dans le commerce mondial, s'en trouvera sensiblement réduite, mais elle restera du même ordre que celle des Etats-Unis et largement le double de celle du Japon. L'euro a donc vocation à devenir l'une des principales monnaies du commerce entre les pays dans le monde.

Tableau n° 1
L'incidence du commerce intracommunautaire

| % des exportations | Onze pays | Etats-Unis | Japon |
|-----------------------------------|-----------|------------|-------|
| avec les onze (non compensé) | 28,3 % | 15,7 % | 5,5 % |
| avec l'Union (compensé) | 16,9 % | 18,6 % | 6,5 % |
| % des importations | | | |
| avec les onze (non compensé) | 28,1 % | 13,6 % | 8,3 % |
| avec l'Union (compensé) | 18,5 % | 15,5 % | 9,4 % |
| % du commerce mondial (exp + imp) | | | |
| avec les onze (non compensé) | 28,2 % | 14,7 % | 6,9 % |
| avec l'Union (compensé) | 17,5 % | 16,9 % | 7,9 % |

Les calculs ont été effectués à partir des données de l'année 1997³.

Source : FMI, *Direction of Trade Statistics Quarterly*, décembre 1998.

L'euro peut aussi devenir une grande monnaie de règlement international. D'une part, les onze constituent un ensemble économique du même ordre que les Etats-Unis, avec un Produit intérieur brut très proche, égal à 87 % du PIB américain, et une population qui est même légèrement supérieure. L'euro va donc être une monnaie connue, et pas seulement aux pourtours de l'Union. Le tourisme jouera sans doute à cet égard un rôle essentiel qui se trouvera amplifié lorsque les billets commenceront à circuler. Faut-il ajouter que le montant du plus « gros » billet - 500 euros, soit à l'heure actuelle 520 dollars - donnera un avantage supplémentaire à sa détention pour qui souhaite garder l'anonymat, ici ou là dans le monde. D'autre part, la Communauté a pris



conscience très tôt de la nécessité de rapprocher les systèmes de paiement nationaux avant de passer à la monnaie unique. Des groupes de travail ont été constitués à cette fin dès 1991, qui ont souhaité une plus grande transparence, une concurrence mieux organisée, une harmonisation des normes et des règles juridiques... Les initiatives qui s'en sont suivies ont permis à la fois d'harmoniser les systèmes nationaux (pour les petits montants), de mettre en place dans chaque pays un système de règlements bruts en temps réel (RBTR), et de relier ces derniers par un système commun dit Target. Celui-ci, qui est géré par la Banque centrale européenne (BCE), doit faciliter les opérations liées à la politique monétaire, mais il peut aussi servir au règlement des paiements de gros montants. Les transactions effectuées avec ou par des non-résidents se trouvent naturellement traitées et compensées avec et en même temps que les transactions entre résidents des onze. Faut-il ajouter que le système de compensation de l'Association bancaire de l'écu est maintenu, et que des banques britanniques, danoises, suédoises, mais aussi suisses, japonaises et américaines y participent depuis quelques années, sans parler des banques polonaises, hongroises, tchèques, bulgares et russes qui s'y sont associées en 1993⁴.

Les transactions en euros avec ou entre des non-résidents ne seront pas que des transactions commerciales, il y aura aussi, et certainement beaucoup plus, et de plus en plus, des transactions financières. Et il y aura un volume important de titres, d'avoirs ou de créances en euros détenus par des non-résidents. L'euro ne sera pas seulement de ce fait utilisé comme unité de compte en laquelle seront libellés ces titres ou ces créances, il sera lui-même un avoir de réserve. D'une part, il sera détenu en tant que monnaie internationale proprement dite, sous forme de comptes courants ouverts à des non-résidents, et il sera détenu en tant que liquidité internationale, sous forme d'actions, d'obligations, de dépôts à terme ou de créances diverses. Ces opérations devraient être facilitées par l'existence de marchés financiers particulièrement développés, comme ceux de Francfort et de Paris, sans compter celui de Londres où des transactions en euros ont commencé à se faire depuis le 1^{er} janvier, et cela d'autant plus que les grandes places financières européennes nouent des accords pour faciliter l'émergence d'un grand marché financier européen. L'euro a d'autant plus de chances de devenir une grande monnaie de placement que les non-résidents ont pris l'habitude d'investir beaucoup au sein de l'Union : sensiblement plus qu'aux Etats-Unis, plus de trois fois plus qu'au Japon.

La dernière qualité que l'on attend d'un avoir de réserve international concerne sa valeur : il faut qu'il s'agisse d'une monnaie forte, peu susceptible de se déprécier à long terme, et d'une monnaie stable, peu susceptible de fluctuer à court terme. L'euro offrira-t-il ce double avantage ? La question est beaucoup discutée. Il sera sans doute une

monnaie forte, parce que le Système européen de banques centrales (SEBC) a pour première mission d'assurer la stabilité des prix. C'est pour cela que ses statuts le rendent fortement indépendant. De plus, au début de la monnaie unique et de la politique monétaire commune, la BCE doit asseoir sa crédibilité et se forger une « réputation ». Et cependant, un euro fort pourrait poser problème aux économies européennes frappées par le chômage ou la récession, il pourrait susciter des difficultés d'ordre politique dans tel ou tel pays membre, ce qui affaiblirait l'image de la monnaie unique⁵. L'euro sera-t-il plus stable que les monnaies qu'il va remplacer ? Oui, si les accords de change envisagés par l'article 109 du Traité de Maastricht sont conclus et mis effectivement en pratique. Mais l'ouverture vers l'extérieur de la zone euro consolidée se réduisant automatiquement, les fluctuations de l'euro entraîneront moins de perturbations, et la BCE pourra attacher moins d'importance à la valeur externe de sa monnaie⁶. Et de toute façon ne risque-t-elle pas, comme toutes les banques centrales, d'être parfois impuissante devant les forces du marché... et les moyens dont il dispose ?

Tableau n° 2
Les investissements internationaux des principaux pays

| (En milliards de \$) | Onze pays | Etats-Unis | Japon |
|---------------------------------|-----------|------------|-------|
| Investissements directs | 1,005 | 1,224 | 30 |
| Investissements de portefeuille | 2,090 | 2,369 | 559 |
| Engagements du secteur bancaire | 1,933 | 941 | 702 |
| Engagements du secteur privé | 543 | 347 | 460 |
| | 5,571 | 4,881 | 1,751 |

Ces données sont cumulées (stocks) à la fin de 1996, sauf, en ce qui concerne les onze, pour l'Allemagne dont on ne connaît les chiffres qu'à la fin de 1995. De plus, on ne dispose pas des données pour l'Irlande.
Source : FMI, Statistiques Financières Internationales, août 1999.

Une telle incertitude est-elle vraiment une gêne pour le rôle international de l'euro ? Qu'il soit fort ou faible, il ne pourra le rester indéfiniment. Qu'il soit stable ou non, ce sera principalement par rapport au dollar, qui le sera donc autant ou aussi peu que lui. Il sera parfaitement capable de remplir, comme le dollar, toutes les fonctions d'une monnaie internationale, bien mieux que ne l'a fait l'écu. L'écu n'était pas une monnaie à part entière, mais un panier d'autres monnaies qu'il ne remplaçait pas ; il n'était la monnaie d'aucun pays et n'avait pas « d'habitat monétaire » ; malgré les efforts de quelques banques commerciales, il ne pouvait pas être facilement transféré, et malgré les initiatives de quelques banques centrales il y a quelques années, il n'est jamais devenu indépendant des monnaies du panier et sa liquidité n'a jamais été garantie par un « prêteur en dernier ressort ».

L'EURO FERA-T-IL CONCURRENCE AU DOLLAR ?

Autant on peut affirmer que l'euro est capable de jouer un rôle international, autant il est difficile de dire quel sera effectivement ce rôle, et dans quelle mesure ou à quel rythme il se substituera au dollar. On a fait à cet égard beaucoup de prévisions, on a élaboré beaucoup d'hypothèses qui aboutissent à des résultats différents. Une chose est sûre : la substitution ne peut se faire que lentement. L'usage crée des habitudes qui ne se perdent pas facilement. C'est pourquoi il est plus difficile de devenir une monnaie internationale que de le rester⁷. Il y a bien quelques facteurs qui peuvent accélérer l'internationalisation d'une monnaie, mais le phénomène rencontre surtout des obstacles difficiles à surmonter rapidement.

L'euro aura sans doute un rôle important dans la facturation des échanges. Les monnaies européennes étaient récemment utilisées dans 33 % du commerce mondial, et le dollar dans 48 %⁸. On pourrait s'attendre à ce que la part de l'euro soit, elle aussi, de 33 %. Cependant, ce pourcentage correspond à toutes les monnaies européennes dont certaines ne font pas partie des onze remplacées par l'euro (la livre sterling, le franc suisse...). Mais à l'inverse, le commerce entre les onze, qui sera toujours du commerce international, devrait se faire intégralement dans la monnaie commune de ces partenaires. De plus, le rôle de l'euro ne peut que s'étendre au commerce avec les pays voisins. On pense en particulier à l'Europe Centrale qui a fortement réorienté ses échanges avec les pays de la Communauté. Les prévisions sont cependant aléatoires.

On peut appliquer la loi bien connue de Grassman selon laquelle à peu près les deux tiers des exportations d'un pays industrialisé et le tiers de ses importations sont facturées et réglées dans sa monnaie nationale. C'est alors 22,5 % du commerce extérieur des onze qui devrait être effectué en euros. C'est un pourcentage voisin (24 %) que propose Hartman en extrapolant le rôle du mark à l'euro⁹.

On peut considérer le coefficient d'internationalisation défini comme le rapport entre les exportations libellées dans une monnaie et les exportations du pays émetteur, en supposant par exemple que le coefficient de l'euro pourrait atteindre celui du mark (1,4)¹⁰. Le calcul n'est pas évident pour autant. Si l'on applique ce coefficient aux exportations de la zone euro considérée comme un pays, l'euro serait utilisé dans 34 % du commerce mondial ; si on l'applique aux exportations des onze pays de la zone, l'euro serait utilisé dans 39 % du commerce mondial¹¹.

On a même avancé un pourcentage de 50 %, ce qui signifie que l'euro et le dollar seraient pratiquement utilisés à égalité dans la facturation du commerce mondial¹²... et sans doute dans son règlement, tellement ces deux fonctions sont liées. La transition sera cependant lente, car les habitudes dans ce domaine sont tenaces et les entreprises ne vont pas du jour au lendemain modifier leurs méthodes commerciales, d'autant plus

que les monnaies nationales vont subsister jusqu'en 2002. Il en sera sans doute autrement des opérations financières, qui déjà sont un multiple - et quel multiple ! - des opérations commerciales, et dont une fraction grandissante pourrait se faire en euro, et rapidement. On l'a bien vu avec l'écu privé qui n'a été utilisé dans le commerce international qu'à concurrence de 1 à 2 %, mais qui l'a été beaucoup plus, et beaucoup plus vite, dans le domaine de la finance : jusqu'à 10 % par exemple des émissions d'obligations internationales certaines années. Et le système de compensation institué par des banques commerciales a permis d'effectuer les règlements liés aux transactions financières bien plus qu'aux transactions commerciales.

Comme l'écu, l'euro est présent sur tous les comportements des marchés financiers, et il est l'une des monnaies en laquelle les avoirs sont détenus. Mais il ne fait pas que remplacer l'écu, il remplace aussi - et surtout - les autres monnaies nationales auxquelles il se substitue, et dont le rôle augmente légèrement, mais régulièrement, au détriment du dollar, depuis quelques années.

Tableau n° 3
Les principales monnaies des opérations internationales

| Titres internationaux | Dollar | Monnaies européennes | Yen |
|--------------------------------|--------|----------------------|--------|
| Émissions en 1998 | 49,4 % | 27,8 % | 6,4 % |
| En cours fin 1998 | 44,9 % | 27,9 % | 11,5 % |
| Swaps de taux, en cours fin 97 | 27,3 % | 34,5 % | 19,3 % |
| Swaps de monnaies, fin 96 | 36,6 % | 22,6 % | 14,6 % |

Les « monnaies européennes » sont les monnaies des onze et l'écu. Les titres internationaux sont les obligations, les euro-effets et les instruments du marché monétaire.

Source : BRI, *Activité bancaire et financière internationale*, mars 1999, pp. 15-17-82-83.

Le passage à l'euro ne manquera pas d'accélérer cette évolution, du fait de l'unification des marchés financiers européens qui contribuera à augmenter leur liquidité, même si, pour l'instant, la place de Londres reste extérieure à la zone euro¹³.

Les dépôts bancaires constituent une autre catégorie d'avoirs financiers internationaux, qu'ils soient détenus par des non-résidents ou en devises. L'euro a son rôle à jouer comme avoir de réserve, dans des conditions difficiles à prévoir, d'autant plus que les statistiques correspondantes vont se trouver complètement modifiées. Raisonons sur les chiffres à fin 1998, notamment sur les engagements des banques recensées par la BRI.

La difficulté d'évaluer l'impact de l'euro tient d'abord à ce que la ventilation des opérations est donnée pour les banques des différents pays (de ce fait pour les places financières), et pour les monnaies

concernées, mais chaque fois globalement, sans que l'on sache quelles monnaies sont utilisées par les banques de chaque pays, ni par conséquent par celles des onze. On sait seulement que :

- les engagements en devises envers des résidents vont diminuer, dans la mesure où il s'agit des banques des onze et que les devises sont des monnaies des pays partenaires. Ainsi, les engagements des banques françaises en liras sont devenus des engagements en monnaie nationale ;
- les engagements en devises envers des non-résidents vont également diminuer, car les engagements des banques des onze pays sont devenus, pour partie, des engagements en monnaie nationale : et ils devraient être décomposés désormais en engagements envers des non-résidents du pays, résidents de l'Union, et en engagements envers des non-résidents de l'Union ;
- les engagements en monnaies nationales envers des non-résidents ne sont pas modifiés. Dans la mesure où ces engagements concernent des banques installées dans les onze pays, ils sont devenus des engagements en euro. Au 31 décembre 1998, les engagements dans les monnaies des onze s'élevaient à 783 milliards de dollars.

Tableau n° 4
Les opérations internationales des banques (engagements)

| (En milliards de dollars) | En devises | En monnaies nationales | |
|-----------------------------------|------------|------------------------|---------------|
| | Résidents | Non-résidents | Non-résidents |
| Toutes banques, toutes monnaies | 1,399 | 7,019 | 2,447 |
| dont banques pays industrialisés | 1,285 | 5,283 | 2,409 |
| dont en dollars | | 2,500 | 912 |
| dont en yens | | 362 | 323 |
| dont en monnaies des onze et écus | | 1,388 | 783 |
| soit en % | | 26,3 % | 32,5 % |

La décomposition en monnaies n'est donnée que pour les engagements des banques des pays industrialisés envers des non-résidents.

Source : BRI, *op.cit.*, août 1999, pp. 2-4-8-10.

La mise en place de l'euro aura enfin des conséquences sur les avoirs en devises des banques centrales dont 57 % étaient constitués de dollars à la fin de 1997. Ce pourcentage, qui a baissé avant 1990, a progressé depuis et semble maintenant se stabiliser¹⁴. L'impact de l'euro est souvent analysé, parce que ces avoirs ont un caractère officiel, parce qu'ils sont les mieux connus et parce que leurs variations devraient être plus faciles à prévoir. La réalité est sans doute différente. Ces avoirs vont diminuer parce que les banques centrales n'ont plus besoin de détenir les monnaies de leurs partenaires pour intervenir sur les marchés des changes, et parce que, de toute façon, de tels avoirs, qui sont devenus des avoirs en leur monnaie commune, se trouvent consolidés. Mais cette



diminution n'apparaîtra sans doute pas de grande ampleur, car dans le cadre du Système monétaire européen, les banques centrales étaient tenues de ne conserver que des montants limités des monnaies de leurs partenaires. D'un autre côté, l'euro devenant une monnaie internationale, les banques centrales étrangères vont en détenir sans doute davantage qu'elles ne détenaient de marks ou de francs. Enfin, la question reste posée de savoir comment évolueront les avoirs en dollars : ceux de la BCE dont il est difficile de prévoir quelle sera la politique en matière de change, ceux des banques centrales étrangères qui pourront souhaiter une meilleure diversification de leurs avoirs en devises quand l'euro fera vraiment concurrence au dollar¹⁵.

Le volume des réserves officielles en euros dépendra également du nombre de pays qui décideront de rattacher leur monnaie à la monnaie européenne. Ce rôle d'ancrage de l'euro aura aussi des conséquences sur son importance dans le commerce international. D'ores et déjà, certains pays qui avaient rattaché leur monnaie au mark dans le cadre d'une caisse d'émission l'ont rattachée à l'euro : la Bulgarie, l'Estonie, la Bosnie-Herzégovine. De même, les pays de la zone franc - ils sont quinze - ont vu leur monnaie, jusque-là rattachée au franc, automatiquement rattachée à l'euro, comme le Cap Vert dont la monnaie était rattachée à l'escudo portugais. Cela fait déjà une vingtaine de pays, alors qu'il n'y a pas davantage de monnaies rattachées au dollar. Bien des pays aussi laissent flotter leur monnaie dans certaines limites, soit directement par rapport à l'euro (les Républiques tchèque et slovaque, la Slovénie, la Hongrie le 1^{er} janvier 2000), soit plus fréquemment par rapport à un panier qui comprend désormais de l'euro : la Pologne, mais aussi la Turquie, Israël, le Botswana, le Chili et probablement le Maroc¹⁶. Mais la situation n'est pas figée, et d'autres pays pourraient un jour ou l'autre adopter l'euro comme référence. Ce pourrait être d'autres pays africains, voire les pays du Bassin méditerranéen. Et on s'interroge sur ce que pourraient décider la Russie ou d'autres pays de l'ex-URSS, la Chine, d'autres pays d'Amérique Latine¹⁷... C'est dire que l'impact de l'euro sur le système monétaire international est encore bien difficile à imaginer.

LA CRÉATION INTERNATIONALE D'EUROS

Nous avons considéré jusqu'ici le rôle que pourrait avoir l'euro en partant des fonctions qu'il pourrait remplir, c'est-à-dire des services qu'il pourrait rendre. C'est l'aspect « demande » qui est le plus souvent étudié. Mais l'euro ne peut être une monnaie internationale que si les agents qui souhaitent l'utiliser disposent des quantités dont ils ont besoin, en d'autres termes s'il en est créé suffisamment. C'est l'aspect « offre », qui n'est que rarement évoqué. Il est pourtant essentiel. Car l'euro est devenu la monnaie des onze, mais il ne deviendra une monnaie

internationale que s'il peut être utilisé par des non-résidents. Il faudra donc qu'il leur en soit transféré, et cela ne peut se faire qu'à l'occasion des transactions effectuées par la zone euro avec le reste du monde et qui sont recensées à la balance des paiements.

Le mécanisme est simple¹⁸. Chaque fois qu'un résident fait une opération avec un non-résident en sa propre monnaie, celle-ci devient une monnaie internationale. Il en est ainsi lorsqu'il règle des importations, mais l'inverse se produit quand ses exportations lui sont réglées en sa monnaie qui redevient nationale : il faut donc considérer le solde de ces opérations. Il en est de même quand une entreprise investit à l'étranger ou quand une banque accorde à l'étranger un crédit en sa monnaie. Chaque fois, le compte courant d'un non-résident, dans une banque résidente, se trouve crédité, et le total de ces transferts correspond à la création de monnaie internationale. Ces dépôts à vue des non-résidents sont ensuite placés à terme ou utilisés pour acquérir des titres ou faire des investissements : la monnaie internationale se transforme en liquidités. La balance des paiements qui recense l'ensemble de ces transactions peut en réalité être présentée sous la forme d'un bilan - en flux il est vrai - avec au passif le total des engagements extérieurs du pays correspondant à la création de monnaie internationale, et à l'actif les contreparties de cette création.

On peut avoir une idée de ces opérations pour la zone euro en regroupant les balances des paiements des onze pays.

Tableau n° 5
La balance des paiements des pays de l'euro
(en milliards de dollars et pour 1997)

| | | | |
|--------------------------------------|-----|---------------------------------------|-----|
| Transferts en capital | -13 | Excédent courant | 105 |
| Investissements directs à l'étranger | 126 | Investissements directs de l'étranger | 61 |
| Investissements de portefeuille | 361 | Investissements de portefeuille | 304 |
| Avoirs de l'Etat | 3 | Engagements de l'Etat | -6 |
| Avoirs du secteur bancaire | 222 | Engagements du secteur bancaire | 333 |
| Avoirs du secteur privé | 87 | Engagements du secteur privé | 42 |
| Erreurs et omissions | 30 | | |
| Variation des réserves | 23 | | |
| Total | 839 | Total | 839 |

Source : FMI, *Statistiques Financières Internationales*, décembre 1998.

La création de monnaie internationale correspond à l'ensemble des engagements de ces pays envers l'extérieur, dont la plus grande partie n'est pas restée monétaire mais a pris la forme de liquidités : 734 milliards de dollars (839 - 105). C'est exactement le même montant que celui tiré de la balance des paiements US : 733 milliards ; il est nettement



plus élevé que celui correspondant au Japon : 171 milliards. Cette comparaison doit toutefois être interprétée avec de sérieuses réserves.

La création monétaire est du même ordre, mais non pas ses contreparties. Pour les onze, la balance des opérations courantes est excédentaire, leurs avoirs ont donc progressé en 1997 plus que leurs engagements, ils ont été financés pour partie (12,5 %) par leur excédent courant. Il en est de même pour le Japon, où ce pourcentage atteint 35 %. Pour les États-Unis au contraire, la balance courante est déficitaire, leurs engagements ont donc progressé plus que leurs avoirs, et ils ont contribué à concurrence de 21 % à financer ce déficit¹⁹.

Les données ci-dessus sont globales, elles concernent l'ensemble des onze. Nous avons regroupé leurs balances des paiements, mais la situation des pays n'est pas homogène. En 1997, trois pays avaient une balance courante déficitaire ; la France et l'Allemagne faisaient 54 % des investissements directs à l'étranger et 45 % des investissements de portefeuille ; la France et la Belgique recevaient 57 % des investissements directs de l'étranger, l'Allemagne et l'Italie 52 % des investissements de portefeuille ; l'Allemagne à elle seule totalisait 36 % des avoirs et engagements bancaires.

Les données ci-dessus sont des flux. On dispose des stocks correspondants pour quelques pays, mais pas pour l'ensemble des onze. La plupart de ces opérations varient fortement d'une année à l'autre. C'est le cas du total des engagements correspondant à la création monétaire, c'est aussi le cas des transactions qui en sont les contreparties. L'analyse des flux a néanmoins le mérite de faire apparaître l'extrême instabilité des mécanismes de la création monétaire internationale. On ne voit pas ce que l'avènement de l'euro pourrait changer à cet égard.

La balance des paiements cumulée au niveau de l'Union regroupe les transactions effectuées par chaque pays avec le reste du monde. Celles qui sont réalisées avec ses partenaires seront-elles encore des transactions internationales dès l'instant qu'elles seront réglées en une seule monnaie qui sera la monnaie nationale de chacun de ces pays ? L'euro deviendrait-il une monnaie internationale lorsqu'il sera prêté par une banque allemande à une entreprise autrichienne, ou lorsqu'il permettra à une firme espagnole d'importer des produits portugais ? Dans la négative, il est bien évident que seule une balance des paiements consolidée pourra rendre compte de la création d'euros en tant que monnaie internationale. Les agrégats mesurés ci-dessus seront dès lors beaucoup plus modestes.

Une difficulté plus sérieuse encore tient à ce que les transactions internationales des onze ne sont pas toutes réalisées en leur monnaie nationale, comme elles le sont aux États-Unis. Ces transactions sont aussi réalisées en devises, notamment en dollars. Quand les pays n'utilisent pas leur propre monnaie dans leurs relations avec l'extérieur, il n'y



a pas le moindre impact sur la création monétaire internationale. Quand la Belgique règle des importations de Pologne ou d'Australie en dollars, la monnaie internationale se déplace, elle n'augmente pas. L'augmentation des engagements des onze en 1997 (734 milliards) ne représente donc que pour une partie la transformation de leur propre monnaie en monnaie internationale. Il n'est pas possible d'en savoir plus : les opérations enregistrées à la balance des paiements ne sont pas ventilées selon la monnaie utilisée²⁰.

En d'autres termes, les onze constituent une zone qui, sur le plan monétaire, est moins autonome, si l'on peut dire, que les Etats-Unis. Dans ses relations extérieures, ce pays n'utilise que sa monnaie, les onze utilisent leur monnaie, mais aussi celles de leurs partenaires, en même temps que le dollar. L'euro va permettre à l'Europe de se rapprocher à cet égard des Etats-Unis, car les onze vont utiliser de plus en plus leur monnaie dans leurs opérations avec le reste du monde, et c'est ainsi que l'euro pourra devenir une monnaie internationale. Mais deux inconnues subsistent : à quel rythme les onze vont-ils remplacer les devises (le dollar) par l'euro et les Etats-Unis ne vont-ils pas, peu à peu, utiliser eux-mêmes l'euro au lieu du dollar dans certaines de leurs transactions... par exemple dans leurs transactions avec les onze ?

60

La monnaie internationale peut être aussi une euro-monnaie. Les liquidités internationales en dollars comprennent des avoirs de non-résidents dans des banques aux Etats-Unis, mais aussi dans des banques à l'étranger : ce sont des euro-dollars. De même, des avoirs en euros pourront être détenus auprès de banques situées dans d'autres pays que les onze : ce seront des « euro-euros ». Les opérations de ces banques en devises n'affectent pas la création de *monnaie* internationale proprement dite, mais par le mécanisme des dépôts et des crédits, elles entraînent une augmentation des *liquidités* internationales. Il en sera pour l'euro comme pour le dollar. Les avoirs en euros comprendront aussi bien les euros liés aux opérations des onze avec le reste du monde que les euros liés aux opérations des banques dans le monde.

Il serait bien imprudent de s'aventurer dans une quelconque prévision chiffrée. On n'a pas les éléments qui permettraient d'établir un bilan consolidé du système euro au niveau des onze et en ce qui concerne leurs propres monnaies (cf. *supra*). Mais il est probable que deux influences vont s'exercer, et en sens inverse. La première tient à ce que les banques des onze qui sont dans le système euro en ce qui concerne le dollar n'y seront plus en ce qui concerne l'euro. Or, ces banques font aujourd'hui plus de 36 % des opérations en euro-monnaies²¹. Seules les autres, à Londres (pour l'instant), à Zurich, Montréal ou Singapour... pourront faire des opérations en « euro-euros ». La seconde tient à ce que l'euro va peu à peu concurrencer le dollar. Même si l'évolution est lente



parce que l'inertie des comportements est forte, la monnaie unique aura peu à peu dans le système euro une part plus grande que celle des monnaies des onze à l'heure actuelle, part qui dépasse 26 % pour l'instant dans les engagements des banques situées dans les seuls pays industrialisés²².

Les aspects quantitatifs du rôle international de l'euro sont bien difficiles à maîtriser. Les mécanismes sont connus, mais non pas les volumes qui seront concernés. Ils dépendront de la demande et des fonctions que cette monnaie peut remplir, aussi bien que de l'offre et des quantités qui pourront être utilisées. Mais l'usage de monnaies nationales ne suffit pas à caractériser le système monétaire international qui repose aussi sur des règles qui changent et sur une institution dont le rôle s'accroît.

L'EURO ET LE FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Ce sont les pays qui sont membres du FMI (art. II de ses statuts). Les onze pays membres de l'Union monétaire sont donc restés membres du Fonds : chacun a conservé sa propre quote-part. Après la dernière augmentation entrée en vigueur en janvier 1999, les quotes-parts cumulées des onze représentent 23 % de l'ensemble des quotes-parts. C'est plus que celle des Etats-Unis (17,5 %), et ce serait encore plus si les quinze pays de la Communauté avaient tous participé à l'Union monétaire (30 %, du fait notamment du Royaume-Uni). Les quotes-parts déterminent la souscription versée par chaque pays, l'aide qu'il peut solliciter et les droits de vote qu'il peut exercer.

Les droits de vote soulèvent une difficulté, non pas au niveau du Conseil des gouverneurs au sein duquel chaque pays a le sien, qui exerce ses droits de vote, mais au Conseil d'administration qui comprend 24 administrateurs. Huit sont nommés, chacun par un pays, c'est le cas de la France et de l'Allemagne. Seize sont élus par les pays qui ont constitué autant de Groupes. Les neuf autres membres de l'Union se retrouvent dans six de ces Groupes. Parfois, ils en représentent la principale constituante : ainsi l'Italie et le Portugal sont associés à la Grèce, à Malte et à l'Albanie ; de même, la Belgique, le Luxembourg et l'Autriche sont associés à la Turquie, la Hongrie, les Républiques Tchèque et Slovaque, la Biélorussie et le Kazakhstan ; enfin, les Pays-Bas disposent de la moitié des droits de vote que peut exercer un Groupe qui comprend aussi Israël, la Roumanie, la Bulgarie, l'Ukraine, la Croatie. Ces trois administrateurs sont respectivement italien, belge et néerlandais. Dans d'autres Groupes au contraire, les pays européens sont nettement « minoritaires ». Ainsi, l'Espagne est isolée à côté du Mexique, du Vénézuéla, du Salvador, du Honduras... comme la Finlande à côté des pays scandinaves et des pays baltes, et comme l'Irlande qui fait partie d'un Groupe de

douze pays réunissant le Canada et les pays d'Amérique Centrale, tels que les Bahamas et Sainte-Lucie. C'est ainsi qu'à l'heure actuelle, huit administrateurs sur vingt-quatre se trouvent, directement ou indirectement, concernés par les problèmes de l'euro... alors que chacun doit user en bloc des voix dont il dispose! (art XII, 3i)²³.

Les choses devraient changer progressivement, à mesure que les administrateurs élus arriveront au terme de leur mandat. Mais d'une part, plusieurs Groupes ont élu leurs administrateurs en 1998, alors que la mise en place de l'Union monétaire était proche et que ses contours étaient déjà bien connus. Le fait que les administrateurs ne soient pas élus tous en même temps ne facilite pas la recombinaison des Groupes. D'autre part, le même problème se posera lorsque l'Union s'élargira et accueillera de nouveaux pays membres. Mais les onze ont souhaité que des solutions pragmatiques soient trouvées pour assurer leur représentation au Fonds. D'ores et déjà, le Conseil d'administration a accepté d'accorder un statut d'observateur à la BCE. Et le Conseil européen réuni à Vienne en décembre 1998 a souhaité que le point de vue de l'Union soit présenté par l'administrateur représentant le pays qui exerce la présidence du Groupe des onze, assisté par un représentant de la Commission.

Une autre difficulté interviendra au moment de la révision des quotes-parts. L'augmentation est désormais sélective, elle est déterminée en fonction de certains critères, dont les plus importants sont le niveau des réserves de chaque pays et sa participation au commerce international.

Les réserves de chacun des onze vont sans doute diminuer, mais faiblement. D'une part, elles ne comprennent plus les monnaies de leurs partenaires qui, converties en euros, sont devenues de la monnaie nationale et se trouvent consolidées. D'autre part, les banques centrales nationales, dont les avoirs en dollars sont désormais gérés, au moins en partie, par la BCE, n'ont plus besoin de défendre chacune leur monnaie nationale. Cet impact restera limité car les onze détiennent seulement 17,5 % de l'ensemble des avoirs en devises à la fin de 1998, mais plus de 41 % des réserves en or qui, elles, ne varient pas.

Le commerce international des onze va aussi diminuer, et plus fortement. Les exportations et les importations de chaque pays comprennent aussi les transactions avec leurs partenaires, qui en représentent à peu près 50 %. Le commerce intracommunautaire, qui est réglé en euros, peut-il être considéré comme du commerce international ? Ce sont bien des transactions avec des pays étrangers, mais elles se font sans opérations de change. Si elles devaient être exclues, la quote-part de chacun des onze, et les droits de vote qui s'ensuivent, se trouveraient sensiblement réduits. Il est probable que d'ici la prochaine révision, sans doute en 2004, les critères ci-dessus vont faire l'objet d'un examen minutieux.

L'un des rôles les plus importants du Fonds est l'assistance financière



aux pays membres en difficulté. En réalité, celle-ci est désormais - depuis vingt ans - destinée aux pays en voie de développement. Mais elle est toujours ouverte à l'ensemble des pays qui doivent être traités sur un pied d'égalité. On voit mal la France ou l'Espagne demander une aide du FMI, pas plus que les pays du Sud : ils ont fait des efforts considérables pour respecter les critères de convergence ; ils devront respecter le pacte de stabilité ; leur politique économique devra être coordonnée avec celle de leurs partenaires ; enfin, une assistance financière est disponible dans le cadre européen, sans parler des fonds structurels, portés à 30 milliards d'euros par an. Mais si l'un des onze connaissait un jour une balance des paiements déficitaire et souhaitait solliciter une aide du Fonds, les conditions pourraient-elles être discutées sans que n'intervienne aucune instance communautaire ?²⁴ Et si l'euro devait un jour être soutenu face au dollar ou au yen, ou simplement s'il risquait de fluctuer fortement, comment le Fonds pourrait-il négocier et mettre en place un filet de sécurité ?²⁵

Une autre question importante que pose au FMI l'arrivée de l'euro sur la scène internationale concerne la surveillance qu'il doit exercer sur les politiques de change des pays membres, aux termes de l'article IV de ses statuts. Cette surveillance suppose des consultations régulières avec les autorités nationales. Elles doivent aussi se faire avec les instances communautaires. L'article 109 du Traité de Maastricht précise les conditions auxquelles des accords de change formels (de type Bretton Woods) ou informels (de type Plaza-Louvre) pourront être conclus par l'Union. Dans les deux cas, la responsabilité incombe au Conseil Ecofin, mais la BCE est directement impliquée car elle doit être consultée « afin que soit respecté l'objectif de stabilité des prix ». Ces deux organes sont donc les interlocuteurs privilégiés du Fonds dans sa mission de surveillance qui s'étend aussi à la politique monétaire - c'est toujours l'affaire de la BCE - et à la politique économique - la Commission se trouve cette fois impliquée. La surveillance exercée par le Fonds se situe donc à deux niveaux, national et supranational. De plus, aux entretiens bilatéraux qu'il menait régulièrement avec chacun des onze s'ajoutent désormais des entretiens avec la BCE qui en constituent « un complément essentiel »²⁶.

La surveillance des politiques de change est complétée par une coordination internationale des orientations économiques et monétaires majeures des principaux pays industrialisés réunis au sein du G 7. La France, l'Italie et l'Allemagne en font partie. Le Président de la Commission participe aux sommets du G7, mais la Communauté n'y est pas représentée et elle n'est pas associée à leur préparation. Le Conseil européen de Luxembourg en décembre 1997 a souhaité qu'une solution pragmatique soit trouvée pour garantir la représentation de la zone euro. Le Conseil européen de Vienne en décembre 1998 a proposé que le



Président du Conseil Ecofin ou, si ce président vient d'un pays ne faisant pas partie de la zone, le président du Conseil de l'euro participe avec celui de la BCE aux discussions qui concernent l'euro. De plus, un représentant de la Commission fera partie de la délégation de la Communauté pour assister le président du Conseil Ecofin ou celui du Conseil de l'euro²⁷.

L'introduction de l'euro a aussi des conséquences sur les opérations du Fonds. Chaque Etat membre a versé en sa monnaie les trois quarts - en principe - de sa quote-part. Les avoirs du Fonds dans les monnaies des onze ont été convertis en euros au taux de conversion arrêté le 31 décembre 1998. Ce jour-là, le Fonds détenait 17 milliards d'euros, ce qui représentait près de 10 % de ses avoirs en monnaies et dépassait ses avoirs en dollars (7 %)²⁸. Ces euros peuvent rester détenus sur des comptes ouverts au Fonds par chacune des banques centrales des onze, mais certains pays pourraient désigner la BCE comme « dépositaire » des avoirs du Fonds. Même si les onze le faisaient tous, la BCE devrait isoler les avoirs du Fonds pour le compte de chacun. Car ce sont les pays qui sont membres du Fonds, et qui en sont créanciers dès que leur quote-part est versée. De plus, quand le Fonds cède ou reçoit des euros dans une opération avec un pays tiers, c'est la monnaie d'un pays qu'il utilise, et la créance de ce pays - sa position de réserve au Fonds - se trouve modifiée²⁹. Cette Position de Réserve détermine un certain nombre de droits et d'obligations. C'est la rémunération que le pays va percevoir, c'est sa contribution à la « répartition des charges » liée aux impayés qui réduisent les recettes du Fonds, c'est son obligation de racheter sa monnaie s'il a lui-même autrefois tiré sur le Fonds... C'est pourquoi le Fonds est obligé, quand il utilise des euros, de spécifier de quels euros il s'agit : français, portugais, autrichiens..., comme il doit distinguer les francs CFA ivoiriens, togolais ou camerounais...

Et ce choix soulève lui-même une difficulté : non seulement quels euros choisir, mais pourquoi des euros plutôt que des dollars, des livres, des francs suisses, des riyals saoudiens... La question a été tranchée depuis longtemps, avec la technique des budgets d'opérations. Le Fonds examine chaque trimestre quels sont les pays dont la situation est suffisamment solide au regard de leur balance des paiements et de leurs réserves, pour qu'il puisse céder leur monnaie dans les tirages. Et, au jour le jour, il utilise les monnaies ainsi sélectionnées en fonction d'un critère qui a changé plusieurs fois et qui était récemment les réserves de chaque pays³⁰. L'arrivée de l'euro a naturellement perturbé cette procédure. La référence aux réserves, déjà discutée avec l'extension des changes flottants et la liberté de circulation des capitaux, comme la référence à la balance des paiements, ont perdu de leur signification dans le cas des onze. Plutôt que de traiter l'euro - comme le dollar - d'une façon



particulière, le Fonds a décidé de considérer désormais les quotes-parts pour déterminer quel montant de chaque monnaie il céderait dans les tirages. Mais d'une part, l'augmentation des quotes-parts est elle-même décidée en tenant compte des réserves et du commerce extérieur de chaque pays ! D'autre part, la situation de tel ou tel pays parmi les onze, mesurée à l'aune de ses réserves et de sa balance des paiements, pourrait-elle conduire à ce que sa monnaie ne soit pas incluse dans le budget, alors que sa monnaie est aussi celle de ses partenaires ?

L'euro a aussi des conséquences sur le système des DTS : sur leur utilisation, sur leur détention, sur leur valeur, sur leur rendement.

Sur leur utilisation : un pays peut utiliser ses DTS pour se procurer une devise en les transférant à un autre pays qui peut être désigné par le Fonds - la procédure est tombée en désuétude - ou avec lequel il s'entend directement, soit au coup par coup, soit parce que l'autre pays s'est engagé, aux termes d'un « accord permanent », à recevoir - ou à céder - des DTS à des conditions fixées. Ce pays doit céder en contrepartie « une monnaie librement utilisable ». Cinq monnaies étaient considérées comme telles, dont le franc et le mark. L'euro l'est également. En fait, le dollar a été utilisé jusqu'ici dans la plupart de ces transactions. Il sera intéressant de voir dans quelle mesure l'euro va l'être désormais.

Sur leur détention : ce sont les pays qui sont bénéficiaires d'allocations, qui détiennent des DTS et peuvent les utiliser. Mais le Fonds peut conférer à certaines institutions le statut de « détenteur agréé ». Une quinzaine l'étaient jusqu'ici - la Banque mondiale, la BRI, le Fonds monétaire arabe... -, la BCE l'est désormais. Elle peut donc en son nom, détenir, utiliser et recevoir des DTS, dans des transactions avec des pays, avec d'autres détenteurs agréés, avec le Fonds lui-même. Elle pourrait à son tour signer avec le Fonds un accord permanent qui lui permettrait de jouer un certain rôle dans le système.

Sur leur valeur : la valeur du DTS est celle d'un panier de cinq monnaies dont les poids et les quantités sont modifiés à chaque révision, tous les cinq ans. La prochaine interviendra le 31 décembre 2000. Mais d'ores et déjà le mark et le franc ont été remplacés par l'euro sans que la valeur du DTS ne s'en trouve modifiée. Le panier comprend maintenant :

Sur leur rendement : l'intérêt du DTS est déterminé par le même panier : il est égal à la moyenne pondérée des taux d'intérêt de certains instruments à court terme des cinq pays émetteurs des monnaies du panier. Ce taux n'a pas été modifié par le passage à l'euro. Mais comme les taux retenus sont ceux observés sur les places correspondantes et comme ils sont les taux d'instruments différents - les bons du Trésor à trois mois en France, les dépôts interbancaires à trois mois en Allemagne -, il est indispensable de distinguer, dans le nouveau panier, l'euro à Francfort et l'euro à Paris, ou, d'une certaine façon, l'euro allemand et l'euro français !

Tableau n° 6
Le nouveau panier du DTS

| | Ancienne composition | Nouvelle composition | Pondération 31/12/98 |
|-------------------|--------------------------|------------------------------|----------------------|
| Dollar | 0,5821 | 0,5821 | 41,47 % |
| Euro-mark | 0,446 : 1,95583 = | 0,228 → 0,3519 | 29,31% |
| Euro-franc | 0,813 : 6,55957 = | 0,1239 → | |
| Yen | 27,2 | 27,2 | 16,77 % |
| Livre sterling | 0,105 | 0,105 | 12,45 % |
| | | | 100 % |

Le panier est révisé tous les cinq ans : il le sera à la fin de l'an 2000. Les quantités de chaque monnaie seront certainement modifiées, d'abord parce qu'elles auront varié différemment pendant cinq ans, ensuite parce que leur poids doit correspondre aux exportations de biens et de services de chacun des pays en cause et aux montants de leur monnaie détenus par les banques centrales. L'euro aura précisément un sérieux impact et sur la mesure des exportations et sur la composition des réserves...

L'avènement de l'euro va bouleverser complètement le système monétaire international. L'importance et la nouveauté de ce choc rendent délicate toute tentative de prévision. Une monnaie en remplace une dizaine d'autres, non pas des monnaies de pays de petite dimension ou en développement, mais des monnaies de grands pays industrialisés, dont certains avaient déjà un rôle, et qui n'était pas modeste, sur la scène internationale. Et cela s'est fait brutalement, un jour donné, et annoncé depuis quelques années. Pire, cela va se renouveler lorsque d'autres pays vont décider de participer à l'aventure, bientôt sans doute la Grande-Bretagne - ce qui veut dire que la livre sterling va disparaître - un jour peut-être des pays d'Europe Centrale dont l'économie était planifiée il n'y a pas dix ans !

Dans les relations internationales, la réaction a été rapide. L'euro est déjà largement utilisé, notamment dans les opérations financières. Mais son développement dépend de nombreux facteurs qu'il est difficile de maîtriser pour l'instant. N'avait-on pas prévu que la nouvelle monnaie serait une monnaie forte ? En fait, elle a perdu 12 % de sa valeur en six mois. Ne s'est-on pas trompé aussi sur son usage dans chaque pays et sur le rythme auquel les populations allaient « passer à l'euro ». Elles auront six mois en 2002 pour se faire aux billets et aux pièces, mais elles ont trois ans d'ici là pour se faire aux comptes bancaires. Ce passage allait-il être rapide, régulier et général, ou lent, saccadé et sectoriel ? Et allait-il se faire au même rythme dans chacun des onze pays ? On a peu d'informations pour l'instant. Mais il semble bien que les facteurs de résistance l'aient emporté sur l'attrait du changement et de la nouveauté.

Au plan international tout est plus clair. Mais il reste bien difficile de prévoir comment évoluera le rôle de l'euro, et comment le polycentrisme monétaire dont on parle depuis longtemps va effectivement se mettre en place. Les décisions des agents économiques seront déterminantes et le rôle des marchés sera essentiel. Les modalités et l'efficacité de la coopération internationale le seront tout autant. Les conséquences du passage à l'euro sur les opérations du FMI, comme sur la surveillance qui est désormais l'une de ses principales responsabilités, sont révélatrices de cette incertitude.

NOTES

1. Les fonctions d'une monnaie internationale ont été abondamment étudiées. Pour une synthèse récente, cf. H. Bourguinat, *Finance internationale*, PUF, Paris 1992, et A. Benassy et P. Deusy-Fournier, La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1975, *Economie internationale*, n°59, 3^{ème} trimestre 1994, pp. 107-143.
2. Exactement 49,7 % des exportations et 49,3 % des importations en 1996. Calculs effectués à partir de la ventilation géographique du commerce extérieur de chaque pays. FMI, *Direction of Trade Statistics Quarterly*, mars 1998. Les pourcentages annoncés sont souvent plus élevés : « plus de 60 % », selon G.S. Tavlas, Le rôle international des monnaies - Le dollar EU et l'euro, FMI, *Finances et Développement*, juin 1998, pp. 42-45. Dans ce cas, ils concernent généralement l'ensemble des quinze pays membres de l'Union Européenne.
3. On trouve dans *Direction of Trade Statistics* deux séries qui ne se recoupent pas parfaitement. La première regroupe le total des exportations et des importations de chaque pays. La seconde donne la ventilation géographique pour chaque pays, ce qui permet d'éliminer le commerce intra-communautaire et de calculer les pourcentages consolidés au niveau de l'Union (49,7 et 49,3 %). Nous avons appliqué ces pourcentages aux données globales de la première série.
4. M. Lelart, *La construction monétaire européenne*, Dunod, Paris 1994, pp. 110-111 et 218-221.
5. H. Bourguinat, Simples conjectures sur le rôle international de l'euro, *Revue d'Economie Politique*, n°108, mars-avril 1998, pp. 253-269.
6. Le problème de la volatilité de l'euro soulève autant de discussions que celui de sa valeur. Cf. par exemple H. Bourguinat, *art.cit.*, et P.N. Mc Cauley, *The Euro and the Dollar*, Essays in International Finance, Princeton University, n°205, novembre 1997, pp. 45-49.
7. A. Benassy, A. Italianer et J. Pisani-Ferry, Les implications extérieures de la monnaie unique, *Economie et Statistique*, n°262-263, 1993, pp. 49-60.
8. F. Ilzkovitz, Les perspectives de l'internationalisation de l'euro, *Revue d'Economie Financière*, n°36, printemps 1996, pp. 151-169.
9. P. Hartmann, The Euro in the New Order of International Currencies, *Euro*, n°46, 1999/1, pp. 70-77. Y.T. de Silguy arrive à un pourcentage plus élevé (35 %), mais dans l'hypothèse où tous les pays de l'Union adopteraient l'euro. *L'Euro*, Livre de Poche, Paris 1998, page 362.
10. F. Ilzkovitz, *art.cit.* Ce coefficient est calculé pour 1992, mais il était le même douze ans plus tôt. Avant le passage à l'euro, le coefficient calculé pour les monnaies européennes s'élevait à $0,33 : 0,283 = 1,17$.
11. Les exportations des Onze représentent 28 % des exportations mondiales en 1997, la moitié sont des exportations entre les Onze. Les calculs sont les suivants : $(14 \% \times 1,4) + 14 \% = 34 \%$ et $(28 \% \times 1,4) = 39 \%$.
12. F. Ilzkovitz, *art.cit.*
13. F. Le Quere, « Les sources de l'internationalisation de l'euro », *Revue d'Economie Financière*, n°52, mars 1999, pp. 31-54.
14. FMI, *Annual Report*, 1998, pp. 111-112. Ce pourcentage tient compte de ce que 20 % des avoirs en dollars des pays participant au Système monétaire européen ont fait l'objet de *swaps* contre écus avec l'Institut monétaire européen. Si on ne tient pas compte de ces opérations, qui ne correspondent pas à un transfert définitif, le pourcentage du dollar dans les avoirs en devises s'élève à 61,3 %.



15. Les estimations qui circulent à cet égard témoignent surtout « de l'incapacité à faire des estimations : elles vont de 0 à 200 milliards de dollars ». Y.T. de Silguy, *op.cit.*, page 365. Ce chiffre de 200 milliards est donné par P.N. Mc Cauley pour le cas où tous les pays en voie de développement détiendraient des dollars et des euros à égalité. *Op.cit.*, page 40.

16. Le poids de l'euro est différent dans chaque cas car il est décidé par chaque pays. Depuis le 1^{er} janvier 1999, il est à peu près de 30 % dans le DTS auquel sont rattachées plusieurs monnaies. Mais cette fois l'euro n'est pas directement choisi comme référence (cf. *infra*).

17. P.N. Mc Cauley, *op.cit.*, pp. 24-32.

18. Nous l'avons exposé dans *Le dollar, monnaie internationale - Le rôle des Etats-Unis dans la création monétaire internationale*, Ed. Albatros, Paris 1975.

19. La situation de la Zone euro ressemble aussi à celle de la Grande-Bretagne au XIX^{ème} siècle. C'est sur les investissements et les placements des Britanniques qu'a reposé le rôle international de la livre. J. de Larosière, « L'euro et le système monétaire international », *Politique internationale*, n°81, automne 1998, pp. 81-86.

20. Les opérations du secteur bancaire sont ventilées à la balance des paiements française, par exemple, selon qu'il s'agit d'avoirs et d'engagements en devises ou en francs. Mais les autres opérations ne sont pas ventilées.

21. Les opérations en euro-monnaies sont les opérations effectuées en devises. Les banques localisées dans les onze pays ont 39 % des engagements en devises envers des résidents (1,399 milliards de dollars) et 35 % des engagements en devises envers des non-résidents (7,019 milliards). Cf. *supra*.

22. Ce pourcentage est certainement inférieur au niveau de l'ensemble du système, car le mark, le franc ou la lire sont moins présents au bilan des banques au Mexique ou en Corée qu'au Canada ou en Suisse ! Les monnaies des Onze représentent aussi 32,5 % des engagements en monnaies nationales envers des non-résidents (Cf. *supra*). Mais il ne s'agit plus cette fois du système euro.

23. Les pays de la Zone franc font partie, avec quelques pays voisins, d'un même Groupe, ils ont donc le même administrateur. Mais comme ils ont la même monnaie, leurs rapports avec le FMI ont également soulevé les problèmes dont nous allons parler. Mais naturellement on ne peut comparer le franc CFA et l'euro.

24. J. Polak, The IMF and its EMU members, in P.R. Masson, T.H. Krueger et B.G. Turtelboom (éds), *EMU and the International Monetary System*, FMI, 1997, pp. 491-511.

25. P. Maystadt, « Implications of EMU for the IMF », in P.R. Masson, *op.cit.*, pp. 146-153.

26. M.C. Deppler, « L'impact de l'UEM sur la surveillance exercée par le FMI », *Finances et Développement*, décembre 1998, pp. 2-3.

27. Sur les discussions préalables à cet accord, cf. Y.T. de Silguy, *op.cit.*, pp. 376-381 et P. Maystadt, La représentation extérieure de la zone euro, *EURO*, n°46, 1999/1, pp. 14-18.

28. Les avoirs du Fonds en euros et en dollars sont très inférieurs, en pourcentage, à la quote-part des Onze et des Etats-Unis, parce que ces monnaies ont été cédées dans les tirages effectués par des pays tiers. C'est pour la même raison que ces avoirs ne sont pas les plus importants. Le Fonds détient davantage de roubles (12 %) et presque autant de wons (près de 9 %), parce que la Russie et la Corée ont effectué des tirages très importants en cédant leur monnaie pour obtenir des monnaies fortes.

29. La Position de Réserve est égale à la différence entre la quote-part d'un pays et les avoirs du Fonds en sa monnaie, si cette différence est positive. Elle correspond donc, initialement, au versement de la quote-part en avoirs de réserve (or, DTS ou devises). Une différence négative mesure le « Recours au Crédit du Fonds » qui caractérise une position débitrice du pays.

30. Nous n'envisageons ici que les tirages, mais les rachats sont eux aussi effectués en des monnaies inscrites dans un autre budget, de façon à égaliser progressivement le rapport entre la Position de Réserve des pays concernés et leur quote-part...