

# LES PERSPECTIVES DE L'INTERNATIONALISATION DE L'EURO

FABIENNE ILZKOVITZ \*

**L**a mise en place de l'Union Economique et Monétaire (UEM) constitue un des événements monétaires majeurs de ce siècle. Celle-ci aura des répercussions qui dépasseront le cadre européen et qui modifieront la physionomie du système monétaire international. Ainsi, l'émergence de l'euro comme monnaie unique de l'UEM devrait accroître son rôle international et pourrait donner à l'Europe une souveraineté monétaire accrue sur la scène internationale.

S'il est vrai que l'euro pourrait concurrencer le dollar, ce changement ne devrait pas être immédiat. Tout d'abord, différentes conditions doivent être remplies afin qu'une monnaie puisse jouer un rôle international. Ainsi, elle doit être convertible et stable afin de limiter les risques de change, les coûts de couverture et les coûts d'information associés à son utilisation. Afin de répondre à la demande des investisseurs internationaux, un pays dont la monnaie est utilisée comme devise internationale doit également posséder des marchés financiers suffisamment libéralisés, larges et assurant une liquidité suffisante sur chacun de ses segments. Même si ces conditions seront remplies en UEM, les qualités intrinsèques de l'euro n'auront pas pu être testées et les agents économiques demanderont à en être convaincus dans les faits.

Ensuite, la hiérarchie des monnaies internationales n'est pas uniquement le fruit d'une concurrence sur base des caractéristiques intrinsèques des devises et de leur pays émetteur. En effet, il existe également des économies d'échelle, des externalités positives et des effets de réseau dans l'usage des monnaies internationales : plus large est la diffusion d'une monnaie, moindres sont les coûts de transaction et d'information liés à son utilisation. Ces facteurs expliquent les effets d'inertie qui prolongent le rôle international d'une monnaie même si

151

---

\* Chef d'unité à la direction des affaires monétaires de la direction générale des affaires économiques et financières de la Commission européenne. Les vues exprimées ici sont celles de l'auteur et n'engagent pas l'institution à laquelle elle appartient.

L'auteur tient à remercier Hervé Carrié pour ses précieux commentaires ainsi que Valérie Tonnerre pour sa collaboration à la préparation de l'encadré. Il reste seul responsable des éventuelles erreurs et omissions.

elle en a perdu les qualités intrinsèques. Ces effets d'inertie mettent en avant les difficultés que pourrait avoir l'euro à concurrencer le dollar. Toutefois, il convient de souligner que l'UEM constitue une révolution monétaire qui modifiera en profondeur les références des agents économiques et qui devrait permettre à l'euro de dépasser le développement international actuel des monnaies européennes.

Finalement, en raison des économies d'échelle et des externalités favorables au dollar, l'émergence de l'euro serait facilitée par l'émergence simultanée du yen comme monnaie internationale. En effet, si le dollar continue à jouer un rôle déterminant dans la région asiatique, le système monétaire international n'évoluera pas vers un système tripolaire relativement équilibré dans lequel le dollar, l'euro et le yen auront un rôle équivalent mais vers un système bipolaire qui restera dominé par le dollar.

L'objectif de cet article est de discuter ces différentes questions. Dans une première section, on rappellera brièvement le concept et les fonctions d'une monnaie internationale. Ensuite, on décrira l'évolution, depuis le début des années 80, du rôle international des principales monnaies. Dans une troisième section, on examinera quelles pourraient être les potentialités d'internationalisation de l'euro et dans une quatrième, les conséquences de cette internationalisation pour l'UEM. Finalement, on discutera la vraisemblance de l'internationalisation simultanée de l'euro et du yen.

152

### *Concept et fonctions d'une monnaie internationale*

Une monnaie est considérée comme monnaie internationale lorsqu'elle remplit les fonctions de moyen de paiement, d'unité de compte et de réserve de valeur au-delà de ses frontières d'émission mais le degré d'internationalisation d'une monnaie peut varier selon ces différentes fonctions. En tant que moyen de paiement, une monnaie internationale sert d'instrument d'intervention sur les marchés des changes et dans le règlement des transactions commerciales et financières internationales. En tant qu'unité de compte, les gouvernements l'utilisent pour définir la parité de leur monnaie, les agents privés s'en servent pour la facturation et la cotation des marchandises et pour libeller des instruments financiers. Finalement, en tant que réserve de valeur, une monnaie internationale est utilisée comme réserve par les banques centrales et comme actif de placement ou encaisse de précaution par les agents privés (voir Kenen (1993) et Emerson et al. (1990)). Il existe en pratique des relations étroites entre ces différentes fonctions et il n'est pas toujours possible de les séparer. Ainsi, il est souvent difficile de faire la distinction entre le rôle de moyen de paiement et de facturation d'une monnaie dans le

commerce international. De même, les interventions d'une banque centrale se feront à partir de ses réserves, elles-mêmes fonction de la politique d'ancrage suivie.

Traditionnellement, on avait tendance à retenir une hiérarchie entre ces différents usages. Dans cette optique, la monnaie est d'abord utilisée comme moyen de paiement et de facturation dans le commerce international. Ensuite, son usage s'intensifie comme réserve de valeur, tant dans les portefeuilles privés que dans les réserves officielles des banques centrales. Finalement, son rôle en tant que monnaie d'ancrage se développe.

Actuellement, une telle hiérarchie n'est plus respectée en raison du développement des flux internationaux de capitaux. Un pays doté de marchés financiers profonds et offrant des instruments diversifiés attirera les investisseurs internationaux et pourra ainsi influencer les pratiques de facturation dans le commerce international. Mais celles-ci influencent également la profondeur des marchés financiers. Dès lors, on peut concevoir le processus actuel d'internationalisation d'une monnaie comme un processus circulaire vertueux selon lequel les différents usages se renforcent mutuellement (voir Aglietta et Deusy-Fournier (1995)). Une des implications de cette approche est qu'il importe aujourd'hui qu'une monnaie s'internationalise simultanément dans ses différentes fonctions. Des obstacles au développement d'une des fonctions pourraient casser le cercle vertueux et limiter l'usage de la monnaie dans les autres fonctions<sup>1</sup>.

153

### ***Evolution récente du rôle international du dollar, du mark et du yen<sup>2</sup>***

Le système monétaire international qui était un système hégémonique dominé par les Etats-Unis s'est progressivement transformé en un système davantage symétrique. Cette évolution est liée à la diminution de l'importance économique des Etats-Unis relativement aux deux autres partenaires de la Triade et au renforcement de l'intégration régionale. Toutefois, le déclin du rôle international des Etats-Unis n'empêche pas le dollar de continuer à jouer un rôle prépondérant comme monnaie internationale.

L'analyse statistique (voir encadré) permet, en effet, d'observer que les effets d'inertie ont joué. Toutefois, elle montre également la diminution du rôle international du dollar. Ce recul du dollar est plus marqué

1. Par exemple, si l'émission d'instruments financiers publics ou privés est insuffisante, cela peut affecter les libellés des financements et donc les pratiques de facturation.

2. Pour une description plus complète du rôle international du dollar, du mark et du yen, voir notamment Bénassy-Quéré (1996), Ilzkovitz (1995) et Robert (1996).

en tant qu'instrument de réserve, à la fois dans les banques centrales et dans les portefeuilles internationaux, qu'en tant que moyen de paiement et unité de compte. Le rôle du mark s'affirme, surtout en Europe. Par contre, le développement international du yen demeure limité et ce même en Asie.

Dans le *secteur officiel*, le rôle du dollar a reculé comme *instrument de réserve*. La part du dollar dans les réserves officielles demeure toutefois plus élevée que celle combinée de l'ensemble des autres devises. Alors qu'en 1973, 76 % des réserves officielles étaient détenues en dollars, en 1994, ce pourcentage n'est plus que de 63 %<sup>3</sup>. Un phénomène de diversification hors du dollar et principalement en faveur du mark et du yen s'est produit : on a observé une augmentation de la part du mark (de 7 % en 1973 à 15.5 % en 1994) et du yen (de 0.1 % en 1973 à 8.5 % en 1994). Cette diversification est liée à l'effondrement du système de Bretton Woods qui a conduit à des mouvements hors du dollar puisqu'il ne constituait plus la monnaie-pivot du système. Par contre, l'expansion des exportations allemandes, l'amélioration de la liquidité des marchés financiers allemands et les qualités intrinsèques du mark ont contribué à sa progression. Finalement, l'augmentation de la part du yen est due à son appréciation et à la croissance des réserves détenues par les pays asiatiques.

154

Si on se réfère aux liens officiels, le rôle du dollar en tant que *monnaie d'ancrage* a également régressé : alors qu'en 1983, 34 monnaies étaient encore rattachées au dollar, en 1994, on en dénombre plus que 25 et si l'on pondère le nombre de pays par leur poids dans le PIB mondial, on constate que ces 25 pays qui rattachent leur monnaie au dollar - essentiellement des pays en voie de développement - ne représentent plus que 1.5 % du PIB mondial.

Toutefois, le rôle du dollar en tant que monnaie de référence demeure important dans la mesure où certains pays continuent de lier leur monnaie au dollar, même en l'absence de tout rattachement formel. De même, alors que le mark n'apparaît pas officiellement comme monnaie de référence, il joue de facto un rôle central en Europe.

3. Ce déclin peut être surestimé en raison, d'une part, de la dépréciation du dollar et par l'augmentation des avoirs en réserves officielles des États-Unis.

**Encadré : Rôle international des principales monnaies**

Tableaux 1 :  
*Rôle officiel*

Part dans le total des avoirs officiels en devises (en %)			
	fin 1973	fin 1983	fin 1994
Dollar EU	76,1	71,1	63,3
Monnaies européennes (1)	14,3	15,8	21,9
dont Deutsche Mark	7,1	11,7	15,5
Yen	0,1	4,9	8,5

(1) Livre Sterling, Deutsche Mark, Franc français, Florin néerlandais.  
Source : FMI, Rapports Annuels.

Nombre de monnaies rattachées	1983	1994	1994 (% du PNB mondial)
au dollar	34	25	1,53
aux monnaies européennes (y compris écu)	18	19	0,25

Source : FMI Rapports Annuels et Bénassy-Quéré (1996).

Tableau 2 :  
*Libellé des échanges internationaux*

	1980		1992	
	Part des exportations mondiales libellées (en %)	Coefficient d'internationalisation (1)	Part des exportations mondiales libellées (en %)	Coefficient d'internationalisation
Dollar EU	56,4	4,5	47,6	3,6
Deutsche Mark	13,6	1,4	15,5	1,4
Yen	2,1	0,3	4,8	0,6

Source : Ilzkovitz (1995).

(1) Pour la définition, voir note de bas de page 5.

Tableau 3 :  
Transactions sur les marchés des changes

Répartition par devises des transactions (1)			
	Avril 1989	Avril 1992	Avril 1995
Dollar EU	90	82	83
Deutsche Mark	27	40	37
Yen	27	23	24
Autres	56	55	56
Total en %(2)	200	200	200

Source : BRI, Enquêtes sur l'activité sur les marchés des changes.

(1) Chiffre d'affaire brut. Moyennes journalières.

(2) Comme toute transaction sur le marché des changes fait intervenir deux devises, la somme des proportions des transactions auxquelles participe une devise est égale à 200 %.

Tableaux 4 :  
Libellé des créances et engagements financiers

Part dans l'encours des obligations internationales			
	fin 1981	fin 1992	fin 1995
Dollar	52,6	40,3	34,2
Monnaies européennes	20,1	32,4	36,7
dont Deutsche Mark	n.d.	10,0	12,2
dont écu	n.d.	6,0	3,5
Yen	6,9	12,3	15,7

Source : BRI, Activité bancaire et financière internationale.

Part sur le marché des euro-effets			
	fin 1990	fin 1992	fin 1995
Dollar	75,5	68,0	38,6
Monnaies européennes	12,7	21,2	18,8
dont Deutsche mark	0,2	3,3	8,5
dont écu	7,6	4,9	1,9
Yen	3,9	6,1	24,7

Source : BRI, Activité bancaire et financière internationale.

Pour mesurer ce phénomène, différents travaux empiriques (Frankel et Wei (1993), Bénassy et Deusy-Fournier (1994), Bénassy (1996))<sup>4</sup> ont testé si des pays ont pour objectif de stabiliser leur monnaie par rapport à une devise donnée (dollar, mark, yen). Ces analyses montrent que le dollar continue à être une monnaie de référence en Amérique latine et en Asie et ce, malgré la diminution du nombre de monnaies qui lui sont rattachées officiellement. Le mark constitue la monnaie d'ancrage des pays d'Europe de l'Ouest (y compris hors SME) et il figure dans le panier d'ancrage implicite de plusieurs pays d'Europe centrale et orientale (Pecos), conformément à leurs régimes de change explicites.

Dans le *secteur privé*, le dollar reste la principale monnaie utilisée pour le *libellé des échanges internationaux* : en 1992, 48 % des exportations mondiales sont encore libellées en dollar. Mais cette part s'est réduite de 9 points par rapport à 1980. Cette réduction est due à la baisse des prix du pétrole et à la chute de la valeur des exportations des pays de l'OPEP qui sont à plus de 90 % libellées en dollars. Parallèlement, la part du mark a augmenté mais cette augmentation est liée à l'accroissement du poids de l'Allemagne dans le commerce mondial, ainsi que le montre la stabilité du coefficient d'internationalisation<sup>5</sup>. L'usage du mark s'est principalement développé en Europe mais, même dans cette région, il reste peu utilisé comme monnaie véhiculaire, c'est-à-dire dans les transactions commerciales entre deux pays autres que l'Allemagne.

157

Finalement, même si la part des exportations mondiales libellées en yen s'est accrue, notamment en raison d'un effet volume (quasi doublement du poids de cette région dans le commerce mondial) et d'une appréciation du yen, le rôle du yen reste limité et ce même dans la région asiatique. Par contre, le dollar continue à jouer un rôle prépondérant dans cette région et en particulier au Japon<sup>6</sup>. Cette faible utilisation du yen dans le libellé des transactions commerciales internationales apparaît clairement sur base du coefficient d'internationalisation : ce coefficient vaut 0.6 pour le Japon contre 3.6 pour le dollar et 1.4 pour le mark. Différents facteurs peuvent contribuer à expliquer ce rôle limité du yen : part relativement importante des exportations japonaises à destination des Etats-Unis où les importations sont traditionnellement facturées dans la monnaie du pays importateur, décisions stratégiques des exportateurs japonais pour maintenir leurs parts de marché dans le pays

4. Ces travaux empiriques ont pour but d'identifier les régimes de change implicites en mesurant les corrélations entre les variations de la monnaie nationale et celles du dollar, du mark et du yen.

5. Le coefficient d'internationalisation est défini comme le rapport entre la part des exportations mondiales libellées dans une monnaie et la part des exportations mondiales du pays émetteur. Un ratio supérieur à 1 correspond à une situation où l'usage d'une monnaie est supérieur au poids dans le commerce mondial du pays d'émission de cette monnaie.

6. Ainsi, en 1992, 40.1% des exportations japonaises sont libellées en yen, contre 46.6% en dollar et seulement 17% des importations japonaises sont libellées en yen et 75% en dollar.

importateur, majorité des importations japonaises consistant en des importations de matières premières généralement facturées en dollars

Le dollar reste également la principale *monnaie véhiculaire sur les marchés des changes* : 83 % des transactions ont le dollar comme contrepartie. Il est prépondérant sur les segments des swaps et des futures. Son usage est particulièrement étendu sur les places financières asiatiques et un peu moins développé sur les marchés européens. L'usage du mark s'est développé au cours de la période récente et cet usage s'étend sur des places financières non européennes telles que New York et Singapour. Il est plus présent sur les segments du comptant ou des options. Quant au yen, son rôle est peu important en dehors de la place de Tokyo, et ce même sur les places financières de Singapour et de Hong Kong.

Finalement, le rôle du dollar a particulièrement reculé en tant que monnaie de *libellé des actifs financiers internationaux*. Ainsi, on observe une diminution de l'importance du dollar dans l'encours des obligations internationales : entre 1981 et 1995, la part du stock d'obligations internationales libellées en dollar passe de 53 % à 34 %. La diminution de la part du dollar dans la dénomination des obligations internationales bénéficie au yen et aux monnaies européennes, principalement les monnaies appartenant au noyau dur du SME<sup>7</sup>. Le dollar enregistre également une chute très nette (de 75.5 % en 1990 à 39 % en 1995) sur le marché des euro-effets, de taille beaucoup plus limitée.

En conclusion, il apparaît que les effets d'inertie permettent au dollar de continuer à jouer un rôle dominant comme monnaie d'ancrage, comme monnaie de libellé des échanges internationaux et comme monnaie véhiculaire sur les marchés des changes. En effet, les avantages en matière de coûts d'information et de transaction sont particulièrement importants pour ces fonctions d'une monnaie internationale. Toutefois, à plus long terme, la tendance en faveur d'une plus grande diversification des monnaies internationales devrait s'intensifier et, en particulier, l'émergence de l'euro comme monnaie unique européenne pourrait accroître son rôle international. Cette question est discutée dans les sections suivantes.

### ***Potentialités d'internationalisation de l'euro***

L'avènement d'une monnaie européenne aura des implications sur le fonctionnement du système monétaire international. La mise en place d'une Banque Centrale Européenne (BCE) qui a comme principal objec-

7. Il convient de souligner que la progression est moins marquée pour le mark que pour les autres monnaies du noyau dur du SME. Ceci peut s'expliquer par l'effet conjoint de leur stabilité par rapport au mark et de taux d'intérêts supérieurs à celui du mark sur la période étudiée.

tif de défendre la stabilité des prix devrait permettre de respecter les conditions de stabilité et de crédibilité nécessaires au développement du statut de monnaie internationale de l'euro. De même, la place de l'Union européenne (UE) dans les échanges mondiaux et l'intégration de ses marchés financiers sont de nature à favoriser l'usage international de l'euro.

Ainsi, l'euro pourra progressivement concurrencer le dollar en tant que devise internationale mais ces changements seront graduels en raison des effets d'inertie identifiés dans la section précédente. A plus long terme, il est vraisemblable que l'euro jouera un rôle international plus large que celui rempli actuellement par l'ensemble des différentes monnaies européennes. L'objet de cette section est précisément d'évaluer ces potentialités d'internationalisation de l'euro.

#### *L'euro comme monnaie de facturation et de cotation*

Le choix des *monnaies de facturation* est notamment lié au poids relatif des pays participant au commerce mondial. Le poids des monnaies européennes dans la facturation des échanges mondiaux représente 33 % alors que l'UE domine le commerce mondial avec une part de marché d'environ 38 % des exportations. Par contre, les Etats-Unis ne réalisent que 12 % du commerce mondial mais 48 % des échanges mondiaux sont facturés en dollars. Si on élimine les exportations intra-communautaires, l'UE occupe toujours la première place avec environ 20 % du commerce mondial<sup>8</sup>. Etant donné la taille de l'UE dans le commerce mondial, l'euro pourrait devenir une des monnaies de facturation les plus importantes.

159

Ainsi, l'UEM devrait conduire les firmes communautaires à facturer leurs exportations en euros et dès lors, au minimum, un tiers des exportations mondiales seraient libellées en euros. Il est également possible que les économies d'échelle induites par la substitution des devises communautaires par une monnaie unique conduisent les entreprises d'autres pays qui commerceront principalement avec l'UE à facturer en euros. Tel pourrait être le cas pour les pays d'Europe centrale et orientale qui ont massivement réorienté leurs échanges vers le marché communautaire. Si l'euro devait avoir un coefficient d'internationalisation équivalent à celui du mark actuellement (voir tableau 2 de l'encadré), plus de 50 % des exportations mondiales seraient libellées en euros.

Toutefois, la facturation du commerce intra-communautaire en une monnaie unique pourrait réduire les encaisses de transaction et de précaution auparavant détenues en plusieurs monnaies européennes.

8. Dans ce cas, le poids de l'UE, des Etats-Unis et du Japon est plus équilibré : en 1994, l'UE représente 19% des exportations mondiales, les Etats-Unis, 16% et le Japon 12%.

Bénassy et al. (1993) considèrent même que cet effet devrait être quantitativement plus important que celui lié au développement de l'euro comme monnaie de facturation.

Finalement, il est peu probable que l'euro remplace rapidement le dollar comme *monnaie de cotation* pour les matières premières et l'énergie. En effet, dans ce domaine, l'usage d'un numéraire unique réduit les coûts d'information. Ce n'est toutefois pas complètement exclu si la zone euro devait inclure l'Afrique dans la mesure où l'euro pourrait être utilisé pour la cotation et la facturation des produits primaires principalement exportés par les pays africains.

#### *L'euro comme monnaie véhiculaire sur les marchés des changes*

Il s'agit là d'une fonction caractérisée par d'importants effets d'inertie et le dollar reste largement la monnaie dominante sur les marchés des changes (83 % des transactions), même si son rôle a eu tendance à légèrement diminuer. Dès lors, il est peu probable que le développement de l'euro soit significatif et rapide dans ce domaine. Toutefois, l'UEM pourrait conduire à des opérations de change directes entre l'euro et des monnaies tierces plutôt qu'un passage par le dollar, réduisant ainsi l'importance du dollar comme monnaie véhiculaire.

160

#### *L'euro comme monnaie d'ancrage*

Au cours de la période récente, la place du mark comme monnaie d'ancrage s'est accrue en Europe et cette tendance devrait se poursuivre pour l'euro. En effet, pour les pays qui développent des relations étroites tant sur le plan financier que sur le plan commercial avec l'UE, il sera avantageux de choisir l'euro comme monnaie de référence. Ainsi, les pays d'Europe centrale et orientale pourraient être amenés à lier leurs monnaies à l'euro comme plusieurs d'entre eux la lient déjà partiellement au mark. De même, les pays africains ou méditerranéens dont la monnaie est actuellement liée à celle d'un Etat membre se rattacheront vraisemblablement à l'euro.

#### *L'euro dans les réserves officielles*

Dès le début de la troisième étape de l'UEM, les avoirs en monnaies participantes des banques centrales participantes cesseront de jouer le rôle de réserves et seront mécaniquement transformés en créances internes au Système Européen de Banques Centrales. Quant aux banques centrales hors UEM, elles verront leurs réserves en monnaies des pays membres de l'UEM se transformer en réserves en euros.

Actuellement, les Etats membres de l'UE possèdent environ six fois plus de réserves que les Etats-Unis et quatre fois plus que le Japon. Ce volume élevé de réserves s'explique par les spécificités du Système

Monétaire Européen. En UEM, le besoin de réserves en euros sera inférieur aux avoirs en réserves détenus antérieurement puisqu'il ne faudra plus intervenir pour soutenir les taux de change des pays membres de l'UEM. Différents travaux (Gros et Thygesen (1992), Bénassy et al. (1993)) ont ainsi estimés que les réserves excédentaires de l'UEM se chiffrent à plusieurs milliards de dollars. Cet excès de réserves pourrait avoir un impact déstabilisateur sur les marchés des changes si les ventes de devises excédentaires ne s'étaient pas dans le temps.

Il est plus difficile d'estimer si les banques centrales hors UEM opéreront une diversification de leurs avoirs en réserves en faveur de l'euro. D'une part, pour les pays industrialisés, il s'agit d'évaluer si les interventions pour stabiliser les taux de change entre dollar, yen et euro induiront une augmentation de l'euro comme monnaie de réserve. A cet égard, il n'existe pas de conclusions claires<sup>9</sup>. D'autre part, pour les pays en voie de développement, à l'exception de ceux qui ont déjà rattaché leur monnaie à celle d'un Etat membre, une augmentation de l'utilisation de l'euro comme réserve officielle est peu probable à court terme (voir Alogoskoufis et Portes, Bénassy et al., Kenen). En effet, ces pays ont déjà opéré une diversification de leurs réserves après l'effondrement du système de Bretton Woods et depuis lors, ont un portefeuille stable de réserves en devises. Par contre, les pays d'Europe centrale et orientale qui choisiraient de lier leur monnaie à l'euro pourraient accroître leurs réserves en cette monnaie.

161

#### *L'euro dans les portefeuilles privés internationaux*

L'UEM pourrait entraîner des ajustements dans les portefeuilles privés, globalement en faveur de l'euro. Toutefois, deux effets en sens inverse sont de nature à influencer la demande privée d'actifs en euros. Ces effets sont liés aux considérations de rendement et de risque qui affectent les choix de portefeuille.

D'une part, l'UEM devrait faire diminuer la part du dollar dans les portefeuilles privés en faveur de l'euro. En 1993, le dollar représentait 44 % du portefeuille financier mondial (Ilzkovitz (1995)) mais cette part est en régression depuis la seconde moitié des années 80 au profit du yen et surtout des monnaies européennes, le premier augmentant sa part de 2 % à 8 % et les secondes de 13 % à 36 %.

Trois facteurs pourraient amener les investisseurs internationaux à diversifier la composition de leur portefeuille en faveur d'actifs en euros<sup>10</sup>. Tout d'abord, l'euro pourrait partiellement remplacer le dollar

9. Pour cette raison, Alogoskoufis et Portes (1992) concluent à un développement de l'euro comme monnaie de réserve tandis que Kenen (1993) estime que ce développement restera limité parce que l'euro sera une monnaie forte et qu'il ne sera pas nécessaire d'intervenir en sa faveur.

10. Ainsi, les avoirs japonais qui sont actuellement placés en bons du trésor et autres titres américains pourraient se diversifier en faveur d'actifs en euros.

en tant que valeur refuge si l'UE est considérée comme une entité politiquement stable. Ensuite, le marché financier européen unifié sera déréglementé, large et profond et devrait donc présenter des caractéristiques qui le rapprocheront du marché des actifs en dollars. La concurrence accrue entre les intermédiaires financiers européens pourrait aussi conduire à une faible augmentation du rendement des placements en euros. Finalement, l'attrait des actifs libellés en euros pourrait s'accroître si la BCE hérite de la crédibilité de la Bundesbank au niveau de la lutte contre l'inflation, ce qui devrait limiter les risques de perte de pouvoir d'achat liés à la détention de ces actifs.

Différents travaux ont tenté d'estimer la hausse potentielle maximale de la part de l'euro dans les portefeuilles privés en supposant que celui-ci acquière un statut comparable au dollar. Emerson et al. (1990) estiment qu'une croissance de 5 à 10 points de l'euro dans le portefeuille mondial serait compatible avec la taille économique de l'UE. Plus récemment, Thygesen (1995) prend comme référence le portefeuille extracommunautaire dans la mesure où les créances entre résidents communautaires ne feront plus partie du portefeuille international en devises. Il calcule que la part de l'euro dans ce portefeuille devrait être de 35 % soit une place équivalente à celle du dollar et estime qu'un déplacement d'actifs en faveur de l'euro de l'ordre de 600 milliards de dollars pourrait avoir lieu.

162

D'autre part, il convient de tenir compte d'un effet inverse lié à des considérations sur l'aversion au risque, qui joueraient principalement auprès des investisseurs européens. En effet, la demande d'actifs libellés en euros pourrait diminuer relativement à la demande d'actifs en monnaies communautaires dans la mesure où les investisseurs privés ne pourront plus diversifier leurs risques de change en détenant plusieurs monnaies communautaires. Toutefois, sur base d'estimations réalisées à l'aide d'un modèle de choix de portefeuille, Bénassy et al. (1993) concluent que la part de l'euro dans le portefeuille mondial serait peu affectée par le bouleversement de la structure de risque, les monnaies européennes du noyau dur étant déjà de bons substituts. À politiques monétaires et anticipations inchangées, l'effet total net de ces considérations liées aux risques serait largement inférieur au premier effet. La question se pose alors de savoir si un tel déplacement d'actifs en faveur de l'euro ne conduira pas à son appréciation. Une telle question est discutée dans la section suivante.

### *Conséquences d'une internationalisation de l'euro*

La section précédente a permis d'identifier que le potentiel d'internationalisation de l'euro était important, en particulier pour la facturation et le paiement des transactions commerciales internationales et dans les

portefeuilles privés internationaux. Cette section résume les principales conséquences de tels développements pour l'UEM.

Si l'euro devait se développer comme monnaie utilisée dans les transactions internationales, une part plus importante du commerce extra-communautaire serait libellée en euros plutôt qu'en dollars. Dès lors, les pays membres de l'UE seraient *moins exposés aux effets des fluctuations du dollar* et aux risques qui y sont associés. En particulier, les exportateurs et les importateurs européens ne devraient plus supporter les risques de change et les coûts de couverture contre ces risques. Même si l'usage de l'euro se limite aux échanges intra-communautaires, les exportateurs européens verront leurs coûts d'information et de transaction diminuer en raison de la taille du marché de l'euro.

La diversification des portefeuilles internationaux en faveur de l'euro devrait également *stimuler l'activité des banques européennes*. Actuellement, en raison de leur morcellement, les marchés financiers européens ne captent qu'une part réduite des flux d'investissements mondiaux, sans commune mesure avec la puissance économique et financière de l'UE. En effet, les grands investisseurs américains et japonais hésitent à acquérir des titres européens car ils leur reprochent leur manque de liquidité. Une fois l'UEM en place, le volume des transactions sur titres en euros devrait s'accroître substantiellement, ce qui devrait augmenter l'activité des banques européennes.

Il convient également de relativiser l'impact négatif qu'aura la naissance de l'euro sur *l'activité du marché des changes*. Il est vrai que les grands groupes industriels, pour leurs échanges commerciaux à l'intérieur de l'UEM, n'auront plus besoin de se protéger contre les fluctuations monétaires et donc que les commissions de change perçues par les banques sur ces transactions disparaîtront. Mais, d'une part, le dollar intervient déjà dans 83 % des transactions de change et, à cet égard, la naissance de la monnaie unique ne fera que transformer des opérations dollar/franc, dollar/florin... en dollar/euro. D'autre part, si l'euro est amené à jouer davantage un rôle de monnaie de réserve, on pourrait observer une progression des transactions dollar/euro et yen/euro.

On considère souvent que l'internationalisation d'une monnaie ne peut se faire qu'au prix d'un déficit courant du pays émetteur. La question se pose donc de savoir si l'internationalisation de l'euro impliquera un *déficit courant de l'UEM*. En fait, il existe actuellement d'autres sources de diffusion internationale d'une monnaie. Ainsi, le développement du marché des euro-monnaies permet d'accroître l'offre de nombreuses monnaies, indépendamment d'un déficit extérieur du pays émetteur. Le déficit extérieur peut également se porter sur la balance des capitaux. Par exemple, l'internationalisation de l'euro pourrait résulter d'investissements et de prêts dans les Pecos.

Si l'euro devenait une monnaie internationale, l'UEM devrait bénéficier de *recettes de seignuriage international*. Celles-ci sont les revenus implicites reçus par les autorités d'un pays du fait de la détention par l'étranger d'avoirs en monnaie nationale qui ne portent pas d'intérêt ou rapportent à leurs détenteurs des intérêts inférieurs au taux du marché. Ainsi, des enquêtes ont permis d'estimer que 60 % de l'encours total des billets en dollars serait détenu en dehors des États-Unis. Les recettes de seignuriage international de l'UEM ne devraient toutefois pas dépasser 0.05 % du PIB communautaire (Bénassy (1996)).

L'internationalisation de l'euro peut également avoir des implications pour la *conduite de la politique monétaire et de change en UEM* et induire un conflit d'objectif entre ces deux politiques. Si l'euro devient une monnaie internationale et une monnaie-clef, soit il sera plus difficile de contrôler son taux de change, soit il sera plus difficile de contrôler la masse monétaire. Ainsi, par exemple, en période de forte demande extérieure pour l'euro, la BCE pourrait choisir de répondre à cette demande en émettant davantage d'euro au risque de mettre en péril son objectif de stabilité des prix. Mais si elle choisissait de s'en tenir strictement à son objectif, elle pourrait devoir accepter une appréciation de l'euro qui nuirait à la compétitivité des entreprises européennes. À l'inverse, une perte de confiance dans l'euro initierait des fuites de capitaux conduisant à une dépréciation de l'euro et à un resserrement de la politique monétaire. Dans ces conditions, la BCE dont l'objectif prioritaire est d'assurer la stabilité des prix et qui sera particulièrement attentive à assurer sa crédibilité dans les années qui suivront son établissement pourrait ne pas souhaiter que le rôle international de l'euro se développe trop rapidement.

Finalement, l'internationalisation de l'euro pourra également exercer un impact sur la stabilité du système monétaire international. Mais, à cet égard, les conclusions ne sont guère tranchées, tant en matière de *coordination économique internationale* qu'en matière de *stabilité des taux de change*.

Le développement international de l'euro devrait donner à l'UE, dans le domaine monétaire, un rôle et une influence analogues à ceux qu'elle exerce dans le domaine économique et commercial au niveau mondial. En effet, dans la mesure où les effets externes des politiques communautaires augmentent, la marge de négociation de l'UE devrait s'en trouver accrue. L'évolution du système monétaire international vers un système plus symétrique pourrait ainsi faciliter la diffusion des informations et inciter davantage les États-Unis à la coordination internationale. En revanche, différents facteurs pourraient amoindrir la propension des européens à coordonner leur politique économique avec celles de leurs partenaires. Tout d'abord, il ne sera plus nécessaire de limiter les ten-

sions qu'ont suscitées des variations du dollar. Ensuite, l'UEM devrait amener le taux d'ouverture de l'économie européenne à un niveau équivalent à celui des Etats-Unis. Finalement, la BCE accordera une primauté à la stabilité monétaire interne et, soucieuse d'asseoir sa crédibilité, elle pourrait être réticente à participer à un processus trop contraignant de coordination internationale.

La stabilité des taux de change et en particulier, le taux de change dollar/euro, sera également affecté par l'internationalisation de l'euro. La volatilité de l'euro devrait être réduite en raison de la plus grande profondeur du marché financier européen et de la plus grande absorption des chocs. Par contre, l'excès de réserves en dollar du Système Européen de Banques Centrales et la concurrence croissante de l'euro comme monnaie de réserve pourraient provoquer une dépréciation du dollar. De même, les mouvements de portefeuille pourraient être un facteur d'instabilité du taux de change dollar/euro : la croissance de la demande d'actifs libellés en euro pourrait entraîner une appréciation de ce dernier mais les besoins de diversification des investisseurs européens pourraient les inciter à se tourner vers des actifs en dollars, ce qui aurait l'effet opposé. L'ampleur de ces fluctuations dépendra à la fois de l'importance des besoins de diversification, de l'offre d'actifs en euro et de l'étalement dans le temps des mouvements de portefeuille<sup>11</sup>.

165

### *Une internationalisation simultanée de l'euro et du yen*

L'évolution du système monétaire international vers un système tripolaire relativement équilibré serait favorisée par une internationalisation simultanée du yen et de l'euro, parce que le marché du dollar se rétrécirait plus rapidement et donc que ses avantages en termes d'externalités et de réseaux d'utilisateurs se réduiraient. Mais il n'est guère vraisemblable que l'euro et le yen parviennent à concurrencer le dollar avant de s'être imposés comme monnaies régionales. Dès lors, il convient d'analyser les potentialités de développement régional de l'euro et du yen.

A. Bénassy-Quéré réalise une telle analyse pour la fonction d'ancrage<sup>12</sup>. Elle considère, en effet, cette fonction comme cruciale dans le processus d'internationalisation d'une devise parce qu'elle détermine le risque auquel s'expose un agent lorsqu'il l'utilise pour toutes les autres

11. Les travaux les plus récents dans ce domaine (Bénassy et al. (1993), Thygesen (1995)) concluent à une modification des portefeuilles internationaux éventuellement gérable sans appréciation considérable de l'euro. Toutefois, d'autres auteurs (Alogoskoufis et Portes (1991), Kenen (1993)) penchent plutôt en faveur d'un risque d'appréciation significative de l'euro.

12. Cette section est basée sur les résultats d'une étude très intéressante réalisée par A. Bénassy-Quéré pour les services de la Commission européenne et qui sera publiée prochainement dans la série des « Economic paper » de la Direction Générale des Affaires Economiques et Financières.

fonctions. Quatre facteurs influenceront l'adoption de l'euro comme monnaie d'ancrage dans les pays d'Europe centrale et orientale (Pecos) et celle du yen en Asie : l'origine des capitaux étrangers, l'orientation géographique de leur commerce extérieur, la volonté de coordination monétaire dans ces deux régions et les coûts d'information et de transaction liés à l'usage de ces deux monnaies.

Sur base de l'évolution des flux commerciaux et de capitaux dans ces deux zones ainsi que des perspectives d'intégration monétaire, on peut conclure que l'adoption de l'euro comme monnaie d'ancrage régionale est plus probable que celle du yen en Asie. En effet, les Pecos sont beaucoup plus dépendants de l'UE pour leurs flux commerciaux et de capitaux que les pays asiatiques ne le sont du Japon. Tout d'abord, en Asie, ce sont les États-Unis qui constituent le partenaire commercial important et on observe une dynamique de commerce intra-régional entre pays asiatiques, à l'exclusion du Japon<sup>13</sup>. Au contraire, les Pecos commercent peu entre eux et ont réorienté massivement leurs échanges vers l'UE. Ensuite, les flux d'investissements étrangers vers les Pecos proviennent massivement de pays de l'UE. En Asie, même si le Japon demeure le principal investisseur étranger, les NPIs jouent un rôle croissant. Toutefois, il convient de souligner que le yen est la principale monnaie de libellé de la dette extérieure à long terme dans la région asiatique alors que c'est le dollar qui remplit cette fonction dans la plupart des Pecos (à l'exclusion de la Pologne et de la Slovaquie). Finalement, même si des premiers signes d'une coopération monétaire sont apparus en Asie<sup>14</sup>, l'UEM et le projet des Pecos d'entrer dans l'UE devraient favoriser l'ancrage de leur monnaie à l'euro.

Il apparaît donc clairement que les perspectives d'internationalisation du yen en Asie demeurent limitées et il est probable que des obstacles de nature économique et politique continueront à les freiner. Toutefois, le rôle international de l'euro n'en demeurera pas moins influencé par les comportements des investisseurs asiatiques. Si ceux-ci devaient diversifier leurs actifs aujourd'hui massivement placés en titres américains en faveur de l'euro, l'utilisation de l'euro dépasserait sa zone régionale d'influence. Ce n'est que dans ces conditions que l'hégémonie du dollar pourrait être réellement mise en cause.

13. L'importance du Japon comme partenaire commercial des autres pays asiatiques a diminué entre 1973 et 1993.

14. Une telle coopération a été envisagée à la suite de la crise du peso mexicain dont les effets se sont transmis aux marchés asiatiques. Un premier accord de coopération a été signé en 1995, donnant aux signataires accès à des liquidités pour défendre leur monnaie en cas de trouble. Mais cet accord porte sur des faibles montants.

Cet article a tout d'abord montré que depuis l'effondrement du système de Bretton Woods, des effets d'inertie ont permis au dollar de continuer à jouer un rôle prépondérant comme monnaie internationale, en particulier dans le libellé des échanges internationaux et comme monnaie véhiculaire sur les marchés des changes. Par contre, la part des actifs en dollar dans les portefeuilles privés internationaux a fortement reculé en faveur des monnaies européennes et du yen. Le mark occupe une place croissante comme monnaie internationale. Son importance s'est principalement développée en Europe où il a bénéficié de l'intégration régionale et monétaire. Par contre, l'usage international du yen reste limité et bien inférieur au poids du Japon dans l'économie mondiale et ce même dans la région asiatique où c'est le dollar qui est prépondérant.

Sur base de l'évolution historique, il apparaît donc que si l'euro devait concurrencer le dollar, ce changement ne se ferait que progressivement. Toutefois, l'UEM constitue une révolution monétaire qui pourrait modifier radicalement les comportements des agents économiques et donner à l'euro un développement international supérieur à celui des monnaies européennes actuellement. En tout cas, elle devrait renforcer la tendance en faveur d'une plus grande diversification des monnaies internationales. Plus précisément, le potentiel de développement international de l'euro est important, d'une part, comme monnaie de facturation, étant donné le poids de l'UE dans les exportations mondiales et, d'autre part, comme monnaie de libellé des actifs internationaux, grâce à l'unification des marchés financiers européens et aux garanties de stabilité offertes par la BCE. Le rôle de l'euro comme monnaie de réserve et d'ancrage pourrait également se développer.

Les conséquences de cette internationalisation de l'euro sont multiples. Le développement de l'usage de l'euro pour la facturation des transactions commerciales internationales devraient réduire les coûts de transaction et de couverture des risques de change pour les exportateurs et importateurs européens. L'attrait accru de placements en euros pour les investisseurs internationaux stimulera l'activité des banques européennes. D'une manière plus générale, l'internationalisation de l'euro permettra d'isoler davantage l'économie européenne des fluctuations du dollar et lui donnera un poids accru sur la scène internationale. Ceci pourrait modifier l'incitation des différents partenaires à s'engager dans la coordination internationale. Par contre, il est plus difficile de se prononcer sur les conséquences pour la stabilité du système monétaire international. Une certaine instabilité des taux de change, en particulier du taux de change dollar/euro, pourrait résulter de l'excès de réserves en dollars du Système Européen de Banques Centrales et des réallocations des portefeuilles internationaux. Toutefois, l'ampleur de tels mouvements est difficile à apprécier.

Enfin, l'hégémonie du dollar pourrait être plus facilement mise en cause par une internationalisation simultanée du yen et de l'euro, parce que le marché du dollar se rétrécissant, ses avantages en termes d'externalités et de réseaux d'utilisateurs diminueraient. Mais l'évolution des flux commerciaux et de capitaux en Europe et en Asie ainsi que les perspectives d'intégration monétaire montrent que l'adoption de l'euro comme monnaie d'ancrage régionale est plus probable que celle du yen en Asie. Les perspectives d'internationalisation du yen en Asie demeurent donc limitées et il est probable que des obstacles de nature économique et politique continueront à les freiner. Toutefois, le rôle international de l'euro n'en demeurera pas moins influencé par les comportements des investisseurs asiatiques. Si ceux-ci devaient diversifier leurs actifs aujourd'hui massivement placés en titres américains en faveur de l'euro, l'utilisation de l'euro dépasserait sa zone régionale d'influence.

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

168

- Aglietta M. et Deusy-Fournier P. (1995), «*Les facteurs de l'internationalisation des monnaies et les modes d'organisation des Systèmes Monétaires Internationaux* ». Contribution au rapport «*International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency* » de l'Institut de l'euro, Kluwer Law International.
- Alogoskoufis G. et Portes R. (1992), «*European Monetary Union and International Currencies in a Tripolar World* », Cambridge University Press, Cambridge.
- Banque des Règlements Internationaux (1990, 1993 et 1995), «*Survey of Foreign Exchange Market Activity* », Bâle.
- Bénassy-Quéré A. (1995) : «*Ni change fixe, ni change flexible* », La Lettre du CEPIL, n° 133.
- Bénassy-Quéré A. et Deusy-Fournier P. (1994), «*La concurrence pour le Statut de monnaie internationale depuis 1973* », Economie internationale n° 59, 3e trimestre.
- Bénassy-Quéré A., Italianer A. et Pisani-Ferry J. (1993), «*Les implications extérieures de l'UEM* », Economie et Statistique n°262-263.
- Bénassy-Quéré A. (1996), «*Potentialities and Opportunities of the Euro as an International Currency* », DGII Economic Paper, à paraître.
- Deusy-Fournier P. (1995), «*L'UEM et la cohérence du polycentrisme monétaire* », Thèse de doctorat.
- Emerson M. et al. (1990), «*One market, One Money* », European Economy, N° 44, Octobre.
- Frankel J.A. et Wei S.J. (1993), «*Trade Blocs and Currency Blocs* », dans NBER Working Paper n° 4335.
- Goodhart Ch. (1993), «*The external Dimension of EMU* », dans «*Recherches Economiques de Louvain* », vol. 59 n°1-2.

- Gros D. et Thygesen N. (1992), «*EMU and the Global Monetary System* », dans «*European Monetary Integration - From the European Monetary System to European Monetary Union* », Longman, Londres.
- Hakkio C. (1993), «*The Dollar's International Role* », dans «*Western Economic Association, Contemporary Policy Issues* », Vol. XI, 62-75.
- Ilzkovitz F. (1994), «*La coordination économique internationale, une renaissance prochaine ?* », Communication au Congrès des économistes belges de langue française, Louvain-la-Neuve.
- Ilzkovitz F. (1995), «*L'écu, future monnaie internationale ?* », Euro n°31.
- Ilzkovitz F. (1995), «*Evolution du rôle international des monnaies : émergence d'un système monétaire tripolaire* », contribution au rapport «*International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency* » de l'Institut de l'euro, Kluwer Law International.
- Kenen P. (1993), «*EMU, Exchange rates and the International Monetary System* », dans «*Recherches Economiques de Louvain* », vol. 59, n° 1-2.
- Ranki S. (1995), «*On the Role of the Single Currency Ecu* », Bank of Finland Discussion Papers, n°7.
- Robert B. (1996), «*Déterminants et conséquences de l'internationalisation d'une monnaie : perspectives, pour l'euro* », mémoire de fin de stage à la Banque Nationale de Belgique.
- Tavlas G. (1991), «*On the International Use of Currencies : the Case of the Deutsche Mark* », dans «*Essays in International Finance* », n° 181, Princeton University Press, Princeton.
- Tavlas G. et Ozeki Y. (1992), «*The Internationalization of Currencies : An Appraisal of the Japanese Yen* », dans Occasional Paper n° 90, IMF, Washington.
- Thygesen N. (1995), «*The implications for the International Monetary system of EMU with the Ecu as the single currency* », contribution au rapport «*International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency* » de l'Institut de l'euro, Kluwer Law International.
- Van de Koolwijk P. (1994), «*The international use of main currencies* », rapport préparé pour la Direction Générale des Affaires Economiques et Financières.