

LA DYNAMIQUE DES OPÉRATEURS PRIVÉS DANS LE PASSAGE A LA MONNAIE UNIQUE

PAR

Nicolas MOUMNI

Maître de Conférences HDR à l'Université de Picardie Jules Verne

La troisième étape de l'Union Économique et Monétaire (UEM) marquera un grand tournant dans l'histoire de l'ECU étant donné le changement radical de sa nature : le passage du panier de plusieurs monnaies à l'existence d'une seule et unique monnaie de "plein droit".

Si l'on se réfère au calendrier fixé par le Traité de Maastricht, le compte à "rebours" a commencé depuis le premier janvier 1994 avec la mise en place de (IME) l'Institut Monétaire Européen. Celui-ci doit préparer la création de la Banque Centrale Européenne, qui aura en charge la politique monétaire de l'Union et l'introduction de l'Ecu comme monnaie unique (article 109 L4).

Le Traité de Maastricht a confirmé que l'ECU sera la monnaie unique de l'UEM en 1999. Il a également fait référence explicitement au développement de ses marchés financiers, considérant que l'évolution de ces derniers est un élément qui doit être pris en compte dans la décision d'entamer la troisième étape de l'UEM. Il s'agit en effet d'un argument important car la confiance des agents économiques privés est la mieux à même d'élire une monnaie. La lecture des statistiques montrent que l'ECU est largement utilisé dans les marchés financiers, mais encore très peu choisi dans la facturation et règlements des transactions internationales et quasiment absent dans les échanges domestiques.

Un usage massif de l'ECU pendant la période de transition pourrait constituer une preuve de confiance et un signal clair au politique en faveur de son

adoption rapide. *L'amorce d'un mouvement de grande ampleur ne peut venir que des opérateurs privés. Dans cette hypothèse, il convient de s'interroger sur les motifs qui inciteraient ces derniers à le choisir parmi les autres actifs.*

Les turbulences monétaires qui agitent les marchés des changes en Europe depuis l'été 1992 laissent à penser que les opérateurs financiers internationaux sont plus que jamais guidés, dans leurs opérations, par la recherche d'opportunités de profit. *Il importe donc de savoir si l'ECU peut offrir des opportunités comparables à celles des autres devises internationales.* Car il faut souligner que la libération des mouvements de capitaux en Europe et la plus grande intégration financière qui en découle conduisent à une plus grande substitution entre les principales devises. Cette dernière pourrait être à l'origine d'un renforcement de la logique de diversification des portefeuilles en devises.

Une plus grande substitution entre les monnaies en Europe pourrait "banaliser" la notion de monnaie forte. Le couple rendement-risque d'un actif deviendrait à ce moment-là le principal critère de détention de devise.

Dans ce nouveau contexte le marché de l'ECU possède-t-il les caractéristiques ayant porté les principales monnaies au rang de devises internationales ? Satisfait-il aux critères de liquidité, d'approfondissement, de diversification, de maturité et d'efficience en terme de rendement-risque ? L'éclaircissement de ces différents aspects passe d'une part par l'analyse de ses principaux segments et d'autre part par l'interprétation de certains aspects de la théorie du portefeuille.

I - L'ESSOR REMARQUABLE DES MARCHÉS FINANCIERS DE L'ECU

L'Ecu privé n'est pas né du néant ; il tire sa définition de l'Ecu officiel. En 1978, ce dernier a été conçu comme le pivot du Système Monétaire Européen, système qui a pour finalité la création d'un espace économique et monétaire plus stable après le passage du Système Monétaire International au régime de change flottant en 1973.

A) Les deux principaux compartiments

La lecture des statistiques financières existantes sur l'évolution quantitative de ses deux principaux compartiments, l'euro-obligataire et l'euro-crédit, permet de se rendre compte de son remarquable essor depuis son lancement par les institutions européennes en 1981.

En quinze ans d'existence (depuis la création du SME) ces deux segments des marchés financiers de l'ECU ont souvent battu leur propre record d'une année à l'autre.

Avec actuellement environ 7 % des obligations à taux fixes, le marché de l'ECU se situe au 5ème rang des monnaies d'émission. Le gel de son panier devrait permettre à ce marché d'avoir un nouvel élan car l'incertitude liée à sa révision n'aura plus lieu d'exister.

Cette évolution quantitative s'est accompagnée d'une amélioration qualitative des caractéristiques financières de ses marchés. Les propriétés fondamentales (que nous allons énoncer) sont indispensables à toute devise prétendant à un rôle international. Elles devraient, si elles pouvaient s'affirmer davantage, faciliter l'introduction de l'ECU comme monnaie unique de l'UEM.

Impulsés par les institutions communautaires en 1981 et relayés par des entités privées et publiques en Europe, les deux compartiments des marchés financiers de l'ECU n'ont pas cessé de se diversifier. *Cette diversification touche à la fois les opérateurs (emprunteurs et prêteurs), les produits et les techniques utilisés.*

Ainsi dès 1984, ces marchés ont connu une diversification géographique importante des intervenants hors CEE : Américains, Japonais, Australiens et Russes, notamment, avaient manifesté leur intérêt aux marchés d'obligations et des prêts syndiqués. En plus de l'Italie et de la France qui lèvent environ 31 % et 17 % des emprunts obligataires en ECU pour compléter le financement de leur déficit, on trouve les États-Unis et le Japon avec environ 7 % chacun. L'extension du marché à des agents économiques extra-européens est un signe d'élargissement et de confiance à ce marché. *L'élargissement est une caractéristique nécessaire dans la maturité d'un jeune marché.*

Depuis 1983, les innovations financières se sont multipliées dans tous les compartiments des devises internationales. A ce propos, il convient de souligner que *la plupart des modalités en usage sur le marché de l'eurodollar sont présentes sur le marché de l'ECU.*

En plus des produits classiques par leur structure de taux que l'on trouve en grande partie, il y a de nombreux nouveaux produits tels que les obligations convertibles, à taux révisables ou variables, à coupon zéro, à fenêtre... etc. *La sophistication touche les produits et les techniques d'émission.*

Les marchés de l'ECU comptent aussi les titres participatifs, les certificats de dépôt ainsi que les billets de trésorerie. Dans le compartiment des euro-crédits, les facilités bancaires en ECU ont même dépassé, par moments, les crédits bancaires syndiqués. S'agissant des "notes" on trouve quasiment toutes les formules d'émission : NIF, RUF, MOF... etc.

A la lumière de la typologie (que nous ne présentons pas ici) des produits disponibles au sein du jeune marché, on serait tenté de considérer qu'il a

acquis une certaine maturité. C'est cette dernière qui lui permet, en effet, de mettre à la disposition des opérateurs internationaux les instruments qu'ils demandent.

De même, l'existence d'une grande panoplie d'instruments financiers tels que les contrats à terme, les options ou les swaps en ECU autorise à penser que *ce marché a connu un certain approfondissement*. Il s'agit là aussi d'une propriété fondamentale pour toute devise destinée à jouer un rôle international.

Par ailleurs, l'augmentation continue des volumes d'émission, l'élévation de leur montants unitaires ainsi que la multiplication des instruments monétaires à court terme entraînent une très nette amélioration de la liquidité dans les deux principaux compartiments.

Dans le segment des crédits il faut souligner que *l'essentiel de l'activité est interbancaire*. Ainsi l'élargissement des banques Teneurs de Marché (Market Makers) et celui des intermédiaires a beaucoup aidé à la multiplication des crédits syndiqués et facilités bancaires en ECU.

La création officielle, en 1984, de l'Association Bancaire pour la compensation multilatérale en ECU a contribué à l'élargissement du cercle des intervenants sur ce marché et à l'augmentation de la liquidité. *La liquidité des marchés s'améliore aussi lorsqu'un pays procède à des émissions en ECU sur son marché national.*

B) Marchés dérivés

Le lancement à Paris (MATIF) et à Londres (LIFFE) de contrats à terme sur obligations en ECU, notamment, est également de nature à accroître cette *liquidité qui constitue, en fait, la condition sine qua non au développement de tout marché*. C'est la liquidité qui permet à chaque opérateur de pouvoir ouvrir ou fermer une position à tout moment. Qu'il soit acheteur ou vendeur, il doit pouvoir trouver une contrepartie pour conclure son opération.

La réussite des contrats à terme sur les taux d'intérêts à Paris et à Londres ne doit pas masquer l'échec d'une demi-douzaine de tentatives de cotation de contrats à terme et d'options sur l'ECU devise.

Sur ce segment des marchés dérivés, trois contrats à terme ont été initiés mais sont restés sans véritable succès, à part le contrat FINEX pendant la première année de négociation.

Pour le segment des options, les trois contrats sur ECU devise ouverts, dès décembre 1985 pour le premier, se sont aussi soldés par un échec.

Même si elles ont échoué, ces tentatives d'introduction d'instruments dérivés peuvent être interprétées comme le signe d'une certaine confiance dans ce jeune marché cinq ans seulement après son démarrage.

Après un démarrage difficile, les marchés dérivés sur les taux d'intérêt à court et à long terme en ECU commencent à se développer.

C'est le London International Financial Futures (LIFFE) qui donna le 26 octobre 1989 le coup d'envoi du premier contrat à terme sur taux d'intérêt. L'actif sous-jacent de ce contrat est constitué par des dépôts à 3 mois en ECU. Cet instrument permet la couverture de toute une gamme de taux sur les titres négociables à court terme (TNC).

Le 18 octobre 1990, le MATIF a introduit le premier contrat à terme sur taux long. La maturité des titres du gisement est entre 6 et 10 ans. Les titres sont émis par des états souverains ou des organismes supranationaux et sont amortissables in fine.

La désignation de Teneurs de Marché a permis d'accroître la liquidité et de faciliter les transactions d'un marché qui s'est bien développé.

Par ailleurs, dans le compartiment du long terme le LIFFE a, en mars 1991, coté un contrat long sur ECU ayant des caractéristiques proches du contrat MATIF. Cette tentative est restée sans lendemain car les transactions ont été globalement faibles avant de cesser en juin 1992.

A l'instar des autres devises, l'existence d'instruments dérivés sur les taux est importante pour les opérateurs qui désirent couvrir leurs positions. Ils ne seront pas limités par la jeunesse du marché.

Il faut cependant souligner qu'un plus grand développement de ces marchés dépendra de l'augmentation du volume des émissions des titres publics servant de sous-jacent et du maintien du rôle de Teneur de Marché par les banques.

Car mis à part le contrat à terme du MATIF, les volumes de transactions sur les autres contrats ne sont pas encore à la hauteur de ceux enregistrés dans les marchés dérivés des autres devises.

Un engagement politique est donc nécessaire étant donné le rôle dominant des Trésors Publics dans la constitution des gisements. La mission de Market Maker tenue par les banques implique, aussi, une plus grande promotion de l'ECU de leur part.

C) Conclusions du bilan sur les marchés

Si les marchés dérivés de cette monnaie ne sont qu'à leur début, le compartiment international des obligations devenu large, profond, diversifié et plus liquide, connaît par périodes une certaine euphorie. En 1991 par exemple, il a occupé la quatrième place parmi les monnaies d'émission et a totalisé le deuxième plus important volume des émissions. De plus, malgré la crise que traverse le SME depuis l'élargissement des marges de fluctuations à 15 % le 2 août 1993, les émissions ont repris des niveaux significatifs.

Ces conclusions très condensées sur l'évolution des marchés financiers de l'ECU nous permettent de constater globalement un développement qualitatif mais aussi quantitatif pour le compartiment international des obligations.

Il convient, dans un deuxième temps, d'approfondir l'examen des qualités financières de cette monnaie à la lumière de la théorie financière.

II - LES MOTIFS DE DÉTENTION DE L'ECU PAR LES AGENTS PRIVÉS

A la suite des travaux de K. Lancaster¹ sur la consommation, une autre approche de l'innovation financière, encore peu répandue actuellement, suggère que la demande d'innovations soit liée à la demande de nouvelles caractéristiques.

Cette deuxième approche conclut que pour placer les titres, les émetteurs doivent tenir compte d'un certains nombres de paramètres de façon à satisfaire les préférences patrimoniales des investisseurs. Ces paramètres sont : l'échéance, le montant unitaire, le rendement, la liquidité et le risque.

Par exemple, dans un contexte de taux d'intérêt élevé et d'inflation galopante, les agents économiques demandent de nouveaux types de placements qui satisfont à la fois une rémunération indexée et un grand degré de liquidité.

Ce fut le cas pendant le début des années quatre-vingt pour les SICAV, FCP, de court terme en France et "money market mutual funds" aux USA. La détention des encaisses de transaction non rémunérées ayant un coût d'opportunité élevé, les épargnants cherchent un meilleur arbitrage liquidité-rendement.

Les innovations financières sont très étroitement liées à la conjoncture économique et de ce fait, elles sont soumises au processus "création-destruction".

1. Lancaster (K.-J.), "A New Approach To Consumer Theory", *Journal of Political Economy*, pp. 132-157, 1966.

J. Schumpeter mettait l'innovation technologique au cœur de l'explication de la croissance et des crises. E. Kane² transpose cette démarche à la question des innovations financières. Selon l'auteur, en cherchant à tirer profit de l'introduction des innovations financières, les intermédiaires financiers peuvent être considérés comme des "entrepreneurs dynamiques" qui, grâce au progrès technologique (informatique, électronique, télé communication), organisent le processus de destruction et création de ces innovations.

Le développement de l'ECU dans une conjoncture économique internationale, dominée par les innovations financières, nous amène à nous interroger sur les véritables raisons de son apparition.

Au regard de la définition, des facteurs explicatifs et des déterminants des innovations, l'ECU possède à certains égards les critères dégagés précédemment. De ce fait, il peut être considéré comme une innovation financière majeure que nous qualifions de "supérieure". Cette distinction de l'ECU par rapport aux autres innovations du marché financier est fondamentale dans la mesure où celui-ci, en plus des caractéristiques déjà recensées, est étroitement lié à l'ECU officiel, fruit de l'acte politique de l'UEM. Car contrairement aux autres innovations, il ne se soumet pas à la logique création-destruction et donc au cycle habituel des innovations financières. En effet, parmi les paniers de devises ayant existé, il est le seul à avoir vécu grâce, notamment, à sa valeur de futur bien collectif de l'Europe.

Dans la ligne de W. Silber, l'ECU vérifie la plupart des causes de l'innovation. L'ECU privé s'est développé au début des années quatre-vingt où l'inflation sévissait et érodait le rendement des placements.

La construction de l'ECU fait de lui l'outil idéal pour amortir les fluctuations des prix des marchés. Il constitue, en fait, un portefeuille diversifié. La pondération des taux d'intérêts et des cours de change qu'il permet, assure la stabilité du coût de financement et le rendement des placements, caractéristiques demandées par les opérateurs des marchés dans cette conjoncture particulière.

Le fait qu'il offre un coût de financement inférieur à celui des monnaies à fort taux d'intérêt d'une part et un coupon des émissions plus élevé que les titres allemands et suisses d'autre part, satisfait à la fois la demande de caractéristique des emprunteurs et des prêteurs.

L'ECU a été parmi les actifs à avoir bénéficié de la déréglementation financière dans certains pays européens. Il a permis des financements aux emprunteurs qui ne pouvaient accéder aux marchés étroits de certaines devises à cause des contrôles de change.

2. Kane (E.-J.), "Policy Implication of Structural Changes in Financial Markets", *American Economic Review*, mai 1983.

Les banques du Benelux, en s'engageant dans le commerce des ECUs à un moment où il était difficile de prévoir son avenir, ont voulu bénéficier d'une position privilégiée sur ce jeune marché et tirer le maximum d'opportunités de profits qu'il offrait au début des années quatre-vingt. Dès que le "négoce" de l'ECU s'est révélé lucratif, d'autres banques, essentiellement françaises, britanniques et italiennes, se sont jointes aux premières (pour toucher leur part du "gâteau").

L'intérêt porté par les opérateurs privés au marché de l'ECU peut s'expliquer aussi par le critère d'efficience que semble offrir cet actif. Pour tester cet aspect *il faudrait apprécier les qualités financières de l'ECU en remplaçant les considérations de l'emprunt et du prêt de cette devise dans la logique de portefeuille le liant à d'autres devises internationales. Cela consiste à former, selon la méthode de Markowitz³, des portefeuilles efficients de prêt-emprunt parmi un échantillon de devises dont l'ECU.*

Markowitz, dans son célèbre article publié en 1952, a montré à partir d'un modèle comment un investisseur peut réduire le risque total d'un portefeuille d'actions (ou d'actifs financiers) par la diversification.

L'utilisation de l'algorithme de la ligne critique (*critical line method*) développé par Markowitz permet de déterminer l'ensemble des portefeuilles dominants appelés aussi portefeuilles efficients. Dans cette théorie dont l'approche est normative, le risque est mesuré par l'écart-type ou la variance des rendements. Selon cette approche, chaque investisseur rationnel cherche généralement à réduire son risque au maximum tout en gardant une certaine espérance de rendement, ou encore, il espère avoir le rendement maximum tout en acceptant un même niveau de risque à son portefeuille. Autrement dit l'investisseur rationnel cherche à détenir un des portefeuilles efficients.

Le portefeuille efficient est alors défini comme étant une combinaison d'actifs pour laquelle il n'est pas possible :

- * de diminuer le risque sans entraîner une réduction du rendement espéré;
- * d'accroître la rentabilité sans élever le risque.

Le modèle de Markowitz fournit une solution mathématique à ce problème.

Les résultats empiriques d'un certains nombres d'applications du modèle de portefeuille laissent penser que l'ECU a acquis, selon les critères retenus, un degré d'efficience qui le rend comparable aux devises à vocation internationale.

On a constaté que le poids de l'ECU, en pourcentage, est dominant dans la plupart des portefeuilles efficients recherchés par les opérateurs financiers

3. Markowitz (H.), "Portfolio selection", *Journal of Finance*, mars 1952.

internationaux. De même que sur les douze années observées (1981 à 1993) et pour les investisseurs avertis au risque, cet actif présente en général un rendement-risque qui le place en bonne position par rapport aux autres devises. Il s'agit là de critères de plus en plus recherchés par les intervenants sur les marchés.

III - DANS CES CONDITIONS, EN QUOI CETTE DYNAMIQUE DES MARCHÉS FINANCIERS ET DES OPÉRATEURS PRIVÉS POURRAIT-ELLE ACCÉLÉRER LE PROCESSUS DU PASSAGE À LA MONNAIE UNIQUE ?

L'abolition dans certains pays en Europe des contrôles sur les mouvements de capitaux s'est accompagnée d'un abaissement des coûts de transaction sur certaines monnaies et a conféré aux taux d'intérêt un rôle de premier plan dans la gestion des changes.

Ce mode de régulation agit de plus en plus sur les différentiels de rendements des portefeuilles en devises. Dans ces conditions le statut de monnaie "forte" pourrait perdre de sa pertinence.

Cette tendance ne peut qu'être renforcée si la libération des mouvements de capitaux se généralise aux pays du sud de l'Europe. La disparition des coûts de transaction sur les monnaies pourrait se traduire, théoriquement, par une parfaite substitution entre les différentes monnaies. *C'est le couple rendement-risque global du portefeuille qui sera recherché.* La constitution de portefeuilles en devises internationales deviendrait plus sensible qu'auparavant aux deux types de déficits interne et externe d'un pays (fondamentaux économiques).

Les anticipations (à tort ou à raison) des opérateurs sur les données macro-économiques pourraient conduire à des vagues spéculatives sur certaines monnaies comme on le constate depuis deux ans. *Le statu quo sur la conduite concertée des politiques économiques et monétaires en Europe renforcerait cette logique de portefeuille.*

Dans cette approche, *l'ECU possède les attributs recherchés dans les motifs de détention des devises par les intervenants sur les marchés.*

Un usage plus important de l'ECU par les agents privés pendant la période de transition d'une part et une plus grande substitution entre les monnaies en Europe d'autre part, sont de nature à favoriser le passage vers la monnaie unique.

Il convient cependant de souligner qu'en plus de ses fonctions pratiques et traditionnelles, la monnaie est un important symbole national qui demandera

beaucoup de temps avant de céder la place à un symbole qui sera supranational. L'élection de l'ECU par les agents économiques privés se trouve gagée par sa capacité à se développer dans les transactions commerciales. L'usage commercial, qui fait défaut, est la voie "royale" et naturelle pour habituer l'utilisateur final à ce nouveau symbole. Car en définitive c'est l'acte de paiement qui définit la monnaie.

En effet, sans l'acceptation unanime de cet acte social qui noue la confiance collective, on ne peut disposer de moyen unique et commode d'échange. Car si le rôle de la puissance publique est de garantir la bonne gestion et l'organisation du système de paiement, la confiance accordée à un symbole monétaire est le fait des individus privés. Ces derniers doivent être informés et préparés ; ils ont besoin de comprendre et de croire au nouveau symbole avant de l'accepter et de l'élever au rang de bien social.