

La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973

Agnès Bénassy
Pierre Deusy-Fournier¹

Résumé

Depuis le début des années soixante-dix, il n'existe plus de différence institutionnelle, au sein du SMI, entre le dollar et les autres devises. Pourtant, malgré la dynamique européenne et l'émergence du Japon sur la scène financière internationale, le dollar conserve un statut tout à fait spécifique, qu'il s'agit d'abord de replacer dans le contexte du processus de l'internationalisation monétaire, puis de documenter plus précisément.

La résistance du dollar tient d'abord aux liens puissants et circulaires qui, depuis la globalisation financière, rendent les différentes fonctions de la monnaie internationale solidaires. Au-delà des approches traditionnelles en termes de qualité qui tendraient à fonder un polycentrisme plus développé, l'existence de puissantes externalités en matière de liquidité, notamment, explique l'inertie des positions acquises.

Les transactions sur les marchés des changes impliquent ainsi le dollar dans 65 à 95 % des cas selon les segments considérés. En matière de libellé des transactions commerciales, comme en ce qui concerne la ventilation par devise des portefeuilles privés internationaux, la perte d'influence relative de la monnaie américaine est surtout le fait du début ou du milieu des années quatre-vingt et semble aujourd'hui approximativement stabilisée à un niveau plus ou moins important, mais toujours nettement supérieur à ce que laisseraient penser les fondamentaux. On observe certes, en matière d'obligations internationales et de

1. Agnès Bénassy est maître de conférences à l'Université de Cergy-Pontoise (Thema) et chercheur associé au Cepii. Pierre Deusy-Fournier est allocataire-moniteur à l'Université de Paris X-Nanterre (MINI-FORUM) et étudiant-chercheur au CEPII.

dette des pays en voie de développement, une adéquation un peu plus importante aux monnaies des bailleurs de fonds, mais parce que les techniques de swap permettent aujourd'hui de dissocier la fonction de réserve de valeur et la fonction de financement.

Les fonctions monétaires relevant de la sphère publique conduisent à un constat encore plus marqué. Malgré les mouvements de change, les bouleversements institutionnels et les évolutions concernant le poids relatif des détenteurs de réserves internationales, le rôle prépondérant du dollar s'est peu atténué. En termes d'ancrage, le faible poids des pays dont la monnaie est institutionnellement liée au dollar contraste nettement avec l'importance croissante de la sphère d'influence révélée par les pratiques de gestion des changes. Face à une zone yen inexistante et une zone mark encore géographiquement limitée, la zone dollar s'est renforcée depuis le milieu des années soixante-dix.

Compte tenu des spécificités de l'internationalisation monétaire, la remise en question de ce statut bien ancré ne peut guère venir que de l'Union économique et monétaire.

Dans l'immédiat après-guerre, le dollar s'est imposé comme le pivot du système monétaire international. Cette nouvelle organisation semblait naturelle alors que le plan Marshall rendait les Etats-Unis principaux fournisseurs de capitaux et de biens pour la reconstruction européenne. La monnaie américaine venait relayer la livre sterling dont le statut de monnaie internationale avait considérablement décliné depuis le début du siècle.

Depuis l'abandon du régime de Betton Woods, le dollar n'est plus institutionnellement le pivot du système monétaire international. A l'heure où un nouveau bouleversement se profile avec l'instauration d'une union monétaire en Europe, dans quelle mesure la position du dollar comme monnaie dominante est-elle menacée ? La suprématie du dollar s'est-elle réduite depuis vingt ans, et si oui, s'est-elle réduite suffisamment pour que d'autres monnaies revendiquent une position comparable dans le système monétaire international (SMI), à sa place ou à ses côtés ?

Le présent article tente de répondre à cette question en examinant tour à tour les différentes fonctions de la monnaie internationale. La première partie précise les fonctions de la monnaie internationale, les relations existant entre elles et les conditions nécessaires pour qu'une devise devienne monnaie internationale. La seconde partie mesure l'évolution du degré d'internationalisation des principales monnaies pour les fonctions privées depuis la fin du régime de Bretton Woods. La troisième partie évalue enfin l'utilisation de trois devises clés comme monnaies d'ancrage pour les pays tiers.

ERRATUM

Sur le graphique de la page 101, il faut lire :
schéma 3a ; schéma 3b ; schéma 3c.

讀史與詩話

讀史與詩話，原屬不同性質的著作，但由於詩話中往往涉及史實，故讀史與詩話，實有不可分割之關係。

Comment une monnaie devient-elle internationale ?

Les fonctions de la monnaie internationale

Une monnaie internationale est une devise utilisée dans les transactions internationales. En théorie, ce peut être la monnaie d'un pays particulier (la livre sterling, le dollar), ou une monnaie sans aucune fonction nationale – le Droit de tirage spécial (DTS) ou l'Ecu panier. Nous verrons pourquoi ce second type de monnaies a peu de poids dans les usages internationaux.

Contrairement à une monnaie nationale, une monnaie internationale ne peut pas voir son pouvoir libératoire imposé par la loi. Néanmoins, il est exagéré d'affirmer que l'usage d'une monnaie internationale est « le résultat de la main invisible, entériné plus que guidé par les accords internationaux » (Krugman, 1991). En effet, les facteurs historiques et institutionnels jouent un rôle important dans la concurrence pour le statut de monnaie internationale à cause de l'imperfection de cette concurrence.

On considère en général que la monnaie internationale remplit six fonctions qui couvrent les trois fonctions traditionnelles de la monnaie dans leurs usages privés et publics (tableau 1)².

TABLEAU 1

Les fonctions de la monnaie internationale

Fonctions	Secteur privé	Secteur public
Moyen de paiement	Véhicule	Interventions
Unité de compte	Facturation	Ancrage
Réserve de valeur	Arbitrage	Réserves

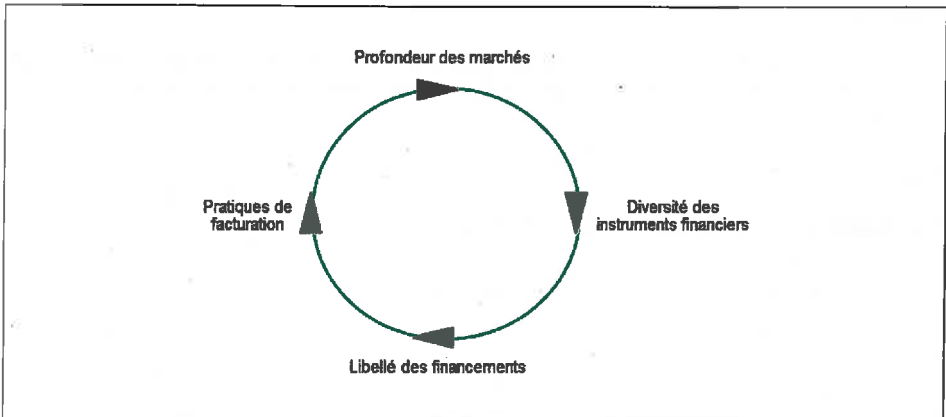
Source : P. Krugman (1991), « *The International Role of the Dollar : Theory and Prospects* », in « *Currencies and Crises* », MIT Press.

Ces fonctions sont séparables³, mais non indépendantes entre elles. Le lien entre les différentes fonctions de la monnaie internationale est en général perçu

2. Bourguinat (1985) distingue, au sein des opérations privées, le commerce international et les marchés de capitaux. Bourguinat (1987) ajoute une fonction de bouclage du circuit mondial qui couvre essentiellement le rôle de prêteur en dernier ressort de la banque centrale auprès des autres banques centrales.

3. Pendant une très longue période – du Moyen-Age jusqu'au XVIII^e siècle en Angleterre, jusqu'à l'instauration du franc Germinal en France et jusqu'à l'unification de l'Allemagne sous l'égide de la Prusse – l'unité de compte et les monnaies frappées étaient dissociées. Ainsi la livre sterling en Angleterre et la livre tournois en France étaient-elles de pures unités de compte.

comme hiérarchique. Ainsi, selon Bourguinat (1985), une devise remplit la fonction de moyen d'échange international avant celle de réserve de valeur, et la fonction de réserve de valeur précède elle-même celle d'étalon. En réalité, cette hiérarchie n'a pas toujours été respectée ⁴, et le développement rapide des marchés financiers internationaux de capitaux dans les années quatre-vingt remet en cause cette conception de l'internationalisation monétaire. En effet, la libéralisation des marchés de capitaux et la forte instabilité des marchés des changes rendent les agents privés et même publics de plus en plus sensibles à la profondeur des marchés, à la diversité des instruments financiers offerts et à la politique suivie par les autorités monétaires des pays dominants, aussi bien pour les fonctions de moyen de paiement que d'unité de compte ou de réserve de valeur. Or la diversité des produits financiers dépend de la profondeur du marché, elle-même liée aux pratiques de facturation du commerce et aux libellés des financements ; les pratiques de facturation sont liées aux libellés des financements, qui sont eux-mêmes dépendants de la diversité des instruments financiers sur chaque marché. Ainsi, la mondialisation financière accentue les interdépendances entre les fonctions de la monnaie internationale ; les différents éléments clés de l'internationalisation se renforcent les uns les autres selon un cercle vertueux que l'on peut schématiser ainsi ⁵ :



4. La livre sterling n'a pas rempli la fonction d'unité de compte internationale sous le régime de l'étalon-or. Dans l'interprétation qui fut donnée du système de Bretton Woods par le Trésor américain en 1947, le dollar avait fonction d'étalon officiel pour les autres devises, tout en étant lui-même défini par un poids d'or. Depuis l'abandon du régime de Bretton Woods, la fonction d'étalon officiel n'est plus remplie par aucune monnaie au sein des pays industriels. Il est donc difficile de tirer de l'Histoire une loi générale décrivant la hiérarchie des fonctions de la monnaie internationale.

5. Ainsi, le faible développement de l'ECU comme monnaie internationale s'explique par deux brisures dans le cercle vertueux de l'internationalisation : d'une part, l'absence de pouvoir libérateur dissuade les agents de libeller le commerce et les financements en ECU ; d'autre part, l'absence de prêteur en dernier ressort, qui introduit un risque de système dans les paiements interbancaires en ECU, empêche le développement d'un véritable marché secondaire des financements en monnaie européenne. La seule manière de développer l'usage de l'ECU serait de lui donner une utilité concrète sous l'impulsion de la Communauté et d'établir une surveillance du marché interbancaire par les banques centrales. Cette préoccupation s'est concrétisée depuis mai 1992. Les banques centrales de la Communauté se sont reconnues une responsabilité dans le bon fonctionnement des systèmes de paiement en ECU, sans toutefois accepter d'assumer un rôle de prêteur en dernier ressort. L'union monétaire supprimerait ces obstacles *ipso facto*, même si les monnaies nationales, irrémédiablement soudées, devaient subsister dans une période transitoire.

Nous tentons ci-dessous de préciser les différents facteurs de l'internationalisation d'une monnaie, ce qui nous permettra ensuite d'interpréter les évolutions observées au sein du système monétaire international.

Les facteurs historiques et politiques

Les régimes monétaires sont, pour une bonne part, le résultat de l'Histoire. Celui de Bretton Woods en est un bon exemple : instauré après la Seconde Guerre mondiale, il était cohérent avec le rôle prépondérant des Etats-Unis dans la reconstruction européenne⁶. A plus petite échelle, les autorités publiques peuvent influencer l'internationalisation de leur monnaie à travers la réglementation des marchés⁷, les accords de change (le SME s'est révélé être un puissant facteur d'internationalisation du mark) et les politiques de prêts⁸.

Du côté de la demande, l'argument de la zone-refuge a depuis longtemps attiré les investisseurs vers les titres en dollars ou en francs suisses. A l'inverse, des menaces politiques de gels des avoirs de non-résidents dans la monnaie dominante peuvent inciter ceux-ci à diversifier une partie de leurs avoirs en d'autres devises. Ainsi, Ito (1993) explique-t-il en partie le faible développement du yen par l'incertitude politique sur les relations politiques entre le Japon et ses partenaires asiatiques. On peut toutefois citer en contre-exemple le cas des banques soviétiques qui, au début des années soixante, se sont contentées de retirer leurs dépôts en dollars aux Etats-Unis pour les replacer dans les banques européennes. Ce fut l'origine de l'euro-dollar qui allait être le véhicule de l'internationalisation du circuit bancaire du dollar.

Les qualités d'une monnaie internationale

En théorie, un système monétaire ne peut survivre durablement contre la loi du marché qui tend à évincer les devises les moins adaptées aux différentes fonctions de la monnaie internationale. Cette loi devrait s'exercer pleinement depuis l'abandon du régime de Bretton Woods, et surtout depuis que les grandes puissances ont entrepris une déréglementation de leurs marchés financiers.

Les qualités intrinsèques nécessaires à l'internationalisation d'une monnaie ont été largement commentées⁹. Nous les rappellerons en les nuanciant et en soulignant d'emblée que ces qualités ne sont en fait ni nécessaires, ni suffisantes : des facteurs

6. Un autre exemple est celui de la zone franc qui réunit d'anciennes colonies françaises.

7. Jusqu'à une date récente, l'Allemagne et le Japon ont limité l'internationalisation de leurs monnaies à l'aide de diverses contraintes imposées aux investisseurs (Tavlas, 1990).

8. L'internationalisation récente des monnaies européennes a été encouragée par la restructuration de la dette latino-américaine qui s'est accompagnée d'une « re-dénomination » d'une partie de la dette, et par les prêts de la BERD aux pays d'Europe centrale et orientale.

9. Voir en particulier Bourguinat (1987), Tavlas (1990), Krugman (1991) et Tavlas & Ozeki (1992).

politiques, et surtout, des effets d'envergure, peuvent temporairement conforter une monnaie dans son statut international en dépit de ses faibles qualités « intrinsèques »¹⁰.

Stabilité et prédictibilité

La valeur externe de la monnaie internationale doit être stable ou bien facilement prédictible afin de limiter le risque de change et les coûts d'information.

Le risque de change : les agents potentiellement exposés au risque de change sont incités à utiliser soit leur propre monnaie (s'ils le peuvent), soit la devise par rapport à laquelle leur monnaie fluctue le moins. Néanmoins cet effet doit être nuancé. D'une part, un risque de change bilatéral accru entraîne un élargissement du marché à travers la multiplication des instruments de couverture et des produits dérivés. Cet élargissement permet aux agents de se couvrir plus facilement. D'autre part, si la volatilité n'est pas trop forte, le risque de change ne semble pas déterminant dans les comportements de facturation du commerce extérieur : bien que peu coûteuse, la couverture sur le marché à terme est rarement utilisée pour le commerce de marchandises, ce qui signifie soit que les agents concernés sont indifférents au risque, soit qu'ils tentent d'en tirer profit à travers le termaillage, soit, enfin, qu'ils parviennent à se couvrir directement en adossant leurs dépenses à leurs recettes en devises (Tavlas, 1990). De leur côté, les fortes fluctuations des taux de change influencent les prix relatifs, ce qui peut inciter les exportateurs à facturer dans une monnaie plutôt qu'une autre en fonction de leur position concurrentielle¹¹. Mais cet effet est indépendant du caractère prédictible ou non des fluctuations.

L'information : un taux de change fortement instable est difficilement prévisible, et les agents privés subissent des coûts d'information (Bourguinat, 1987). De leur côté, les autorités monétaires n'ont aucun intérêt à ancrer leur monnaie à une devise instable, sauf si toute l'économie repose sur des échanges de biens et de capitaux libellés dans cette monnaie.

Des marchés libres, larges et profonds

Le marché sur lequel s'échange la monnaie internationale doit être exempt de tout contrôle des changes, effectif ou redouté. Il ne doit pas y avoir de discrimination entre résidents et non résidents dans l'accès aux différents segments du marché. Le marché doit offrir aux opérateurs une grande variété d'instruments (largeur du marché) tout en assurant une bonne liquidité sur chaque segment (profondeur). Sur un marché libre,

10. En matière de système monétaire international, le « temporaire » dure en général plusieurs années. Dans le long terme, les facteurs fondamentaux restent les seuls pertinents.

11. Selon Ito (1993), les firmes japonaises ont réduit la part de leurs exportations libellées en yens en réponse à la rapide appréciation de la monnaie japonaise entre 1985 et 1987, afin de limiter le risque de change de leurs clients. Lorsqu'il s'agit d'exportations japonaises de biens semi-finis, une facturation en dollars permet aux importateurs (dont de nombreux pays d'Asie) de gagner des parts de marchés sur les Japonais aux États-Unis lorsque le yen s'apprécie.

large et profond, le risque politique, les coûts de transactions et le risque de change sont en principe plus faibles.

Le lien négatif entre les volumes échangés et les coûts de transactions sur chaque marché s'explique par la concurrence au sein des intermédiaires financiers ou par les coûts de recherche de contreparties. Les études empiriques confirment faiblement cette relation (Hartmann, 1994).

La faiblesse du risque de change vient de la diversité des instruments financiers qui permettent de se couvrir et de la profondeur du marché : une fluctuation donnée de l'offre ou de la demande mondiale d'actifs en une monnaie a d'autant moins d'effet sur son taux de change que son marché est profond. Cet argument est néanmoins discutable en raison de l'interdépendance très forte entre les décisions financières des agents. Pour qu'un marché absorbe facilement les chocs, il lui faut non seulement être profond, mais également bien supervisé afin de limiter le risque de système (Aglietta *et al.*, 1990).

Largeur et profondeur ne sont pas indépendantes des politiques suivies par les gouvernements. Elles sont aussi liées à l'industrie bancaire : dans les années soixante-dix et quatre-vingt, l'augmentation du nombre de banques germaniques opérant à l'étranger a favorisé l'internationalisation du mark (Tavlas, 1990), de même que l'activité des banques britanniques fut déterminante pour le développement de la livre au XIX^e siècle (Lelart, 1991). Dans le sens inverse, la présence de banques étrangères dans un pays n'implique pas une internationalisation de sa monnaie : le rôle de la livre sterling a décliné malgré le maintien de Londres comme place financière internationale ; de même, Iwami (1994) souligne que les banques étrangères ont désormais plus de poids au Japon qu'en Allemagne, alors que le yen est bien moins internationalisé que le dollar.

La largeur et la profondeur du marché sont soumises à des effets d'envergure d'autant plus marqués qu'ils touchent toutes les fonctions de la monnaie internationale. Les banques centrales elles-mêmes sont incitées à détenir leurs réserves dans une monnaie dont le marché est large et profond, car ce marché leur permet à tout moment de transformer leurs avoirs en n'importe quelle autre monnaie sur le marché interbancaire, sans délai et à faible coût.

Une monnaie forte ?

La monnaie internationale est-elle nécessairement une monnaie forte ? En tant que réserve de valeur, la monnaie internationale ne doit théoriquement pas voir sa valeur décliner par rapport aux autres devises. Cette aptitude est souvent mesurée par la faiblesse du taux d'inflation (Tavlas, 1990). En réalité, la stabilité *anticipée* des taux de change est surtout liée à la cohérence et à la crédibilité des politiques économiques dans les pays concernés, comme l'ont montré les récentes perturbations du SME¹².

12. Voir Aglietta *et al.* (1993) ainsi qu'Aglietta & Deusy-Fournier dans ce même numéro.

En outre, les autorités monétaires du pays dont la monnaie est internationale sont incitées à préserver la confiance des investisseurs afin d'éviter les crises de balances de paiements et les fortes fluctuations de change qui en découlent. Cette incitation induirait un biais en faveur d'une appréciation tendancielle de la monnaie. On peut appliquer cet argument à la Suisse, ou à l'attitude actuelle des Etats-Unis qui encouragent l'internationalisation du yen dans l'espoir de voir le solde extérieur américain s'améliorer grâce à une appréciation du yen. En revanche, les fluctuations du dollar depuis l'abandon du régime de Bretton Woods défient ce type d'incitation.

L'argument de la monnaie forte est néanmoins contestable, car en principe, toute dépréciation anticipée de la monnaie est compensée par un écart de taux d'intérêt favorable (parité non couverte des taux d'intérêt). Surtout, une monnaie ne peut devenir réserve internationale de valeur que si l'offre d'actifs dans cette monnaie est suffisante. Ces actifs peuvent être créés par un déficit des paiements courants ou par une position d'intermédiaire financier international. Dans ce cas, les réserves internationales sont la contre-partie du crédit international dans cette monnaie. Des mouvements de crédit et de débit se lisent dans la balance des capitaux du pays qui l'émet.

En définitive, les qualités évoquées plus haut affectent le marché de la monnaie internationale à la fois par l'offre et par la demande. C'est pourquoi la monnaie internationale n'est pas nécessairement une monnaie forte.

Auto-renforcement et inertie

Les facteurs historiques et politiques ainsi que les « qualités » monétaires ne suffisent pas à expliquer le degré d'internationalisation observé des monnaies. Le statut de monnaie internationale est soumis à des économies d'échelle, des externalités positives et des effets de réseaux qui non seulement peuvent exagérer l'avantage (éventuellement transitoire) d'une monnaie particulière au regard des critères définis plus haut, mais également pérennisent une situation donnée en modifiant les conditions de la concurrence. Les seuls facteurs qui s'opposent à l'auto-renforcement et à l'inertie dans l'usage international d'une monnaie sont l'habitat préféré pour une autre monnaie, la diversification des risques, les restrictions légales et les représentations des agents.

Les économies d'échelle viennent de ce que l'internationalisation d'une monnaie élargit et approfondit son marché¹³. D'autre part, l'usage d'un petit nombre de monnaies internationales réduit les coûts d'information qui, pour chaque monnaie, sont surtout des coûts fixes. Ainsi, la monnaie internationale a-t-elle vocation au monopole naturel.

Des externalités positives renforcent le statut international de la monnaie dominante comme c'est le cas pour une langue véhiculaire (Kenen, 1992). Plus précisément, ces externalités proviennent de ce que le statut international d'une

13. A l'aide d'un modèle reliant les coûts de transaction à la taille des différents marchés de changes bilatéraux, Hartmann (1994) montre comment un choc sur un marché particulier peut modifier le choix d'une monnaie internationale.

monnaie n'est pas un bien échangé sur un marché : l'internationalisation d'une monnaie n'implique pas nécessairement une augmentation de son prix, alors que l'utilité qu'elle procure augmente à travers sa diffusion. De façon plus générale, l'usage d'une monnaie internationale favorise l'émergence de marchés mondiaux de biens, de services et de capitaux plus efficaces au sens micro-économique du terme. Les agents doivent utiliser la monnaie internationale comme moyen de paiement et comme unité de compte s'ils veulent s'insérer dans la concurrence internationale ¹⁴.

Les effets de réseaux : la concentration spontanée des fonctions monétaires tend à restreindre l'univers des possibles et à instituer au sein de chacun des réseaux ainsi constitués une logique, une dynamique et une régulation qui lui sont propres. La nature de bien collectif de la monnaie s'impose alors au détriment d'une approche en termes de qualité qui postule l'universalité et la spontanéité de la concurrence entre devises (Aglietta & Deusy-Fournier, 1994). La modification des conditions de concurrence donne naissance à des zones monétaires spécifiques au sein desquelles des règles sont nécessaires.

Les économies d'échelle, les externalités et les effets de réseaux handicapent les monnaies sans support national (DTS, ECU) et donnent un avantage aux monnaies des grands pays. En principe, ce phénomène devrait être amplifié par le réseau industriel autour des grandes puissances : les multinationales américaines, japonaises ou allemandes peuvent imposer l'usage de leur propre monnaie à leurs filiales et à leurs sous-traitants, et leurs concurrents étrangers sont incités à définir une stratégie de prix unifiée dans la monnaie du pays dominant. De même, les établissements financiers des grands pays disposent de réseaux de filiales à l'étranger qui favorisent la diffusion des actifs dans la monnaie dominante. Néanmoins, la régionalisation de ces réseaux peut favoriser la coexistence de plusieurs monnaies internationales, surtout lorsque l'expansion du volume total des transactions permet à plusieurs marchés d'atteindre simultanément une taille critique ¹⁵.

Dans cette perspective, l'unification monétaire européenne favorisera sans aucun doute l'internationalisation de l'ECU à terme. Citons Aglietta, Brender & Coudert (1990) : « ... les espaces financiers sont de taille comparable, dès lors que l'Europe sera monétairement unifiée. A contrario, un système tripolaire formé des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne souffrirait de déséquilibres de taille si importants qu'il ne respecterait pas les propriétés de symétrie inhérentes au fonctionnement d'un système polycentrique » (p. 279).

Néanmoins, les effets décrits ci-dessus pourraient aussi retarder l'internationalisation de l'ECU pour deux raisons :

– une monnaie a plus de mal à devenir monnaie internationale qu'à le rester : le statut de monnaie internationale est relativement inerte, même si une monnaie ne peut pas soutenir durablement une position que ne justifient pas ses qualités « intrinsèques » ;

14. Le modèle de Matsuyama, Kiyotaki et Matsui (1993) est fondé sur de telles externalités de diffusion.

15. Krugman (1991) et Hartmann (*op. cit.*) montrent que des systèmes multipolaires peuvent être stables (auto-renforçants) si les flux de capitaux bilatéraux sont de taille inégale.

– livré à la libre concurrence des monnaies, le système monétaire international est indéterminé : plusieurs monnaies peuvent alternativement ou simultanément s'imposer comme monnaies internationales ¹⁶.

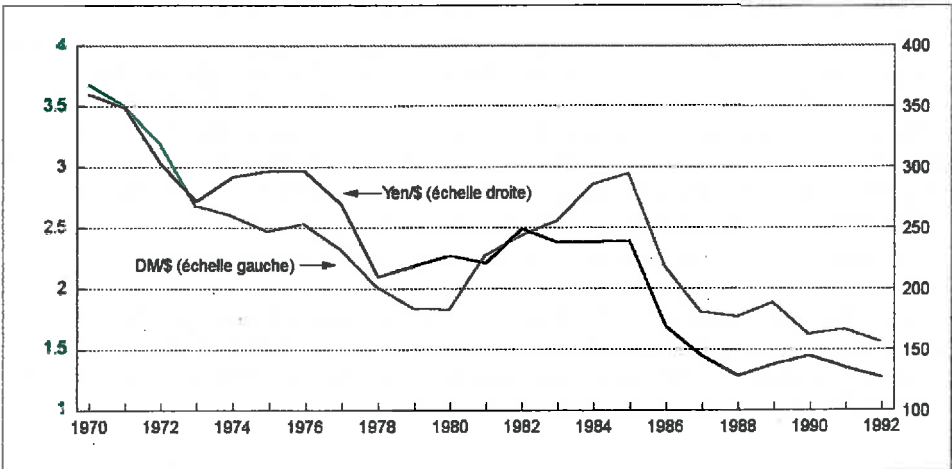
Nous examinons ci-après dans quelle mesure le système monétaire international s'achemine déjà vers une configuration multipolaire.

L'internationalisation des monnaies pour les fonctions privées

Quiconque cherche à mesurer le degré d'internationalisation des grandes monnaies se heurte au moins à trois difficultés. Bien que les différentes fonctions monétaires ne soient pas indépendantes les unes des autres, le degré d'internationalisation d'une monnaie peut varier selon les fonctions, et il est difficile de fournir un indicateur synthétique de cette internationalisation ¹⁷. Peu de données sont disponibles sur le sujet, et celles dont on dispose ne sont pas toujours très fiables. Enfin, le poids des différentes monnaies dans les paiements internationaux peut varier avec les fluctuations de taux de change. Depuis l'abandon du régime de Bretton Woods, le dollar a eu tendance à se déprécier par rapport au yen et au mark (graphique 1). Cette tendance entraîne une surestimation apparente du recul du dollar dans les paiements internationaux.

GRAPHIQUE 1

Taux de change du dollar



16. Matsuyama *et al.* (1993) et Hartmann (*op. cit.*) montrent l'existence d'équilibres multiples.

17. Même si l'on se restreint, comme s'est le cas dans ce paragraphe, aux fonctions privées.

En dépit de ces difficultés, il est intéressant d'examiner les données disponibles pour dresser un état, même incomplet, de l'internationalisation des grandes monnaies selon les différentes fonctions monétaires internationales.

Développement et profondeur des marchés

Toute fonction de la monnaie internationale se traduit, à un moment donné, par une transaction sur le marché des changes. En outre, la largeur et la profondeur de ce dernier influencent significativement le choix d'une monnaie, comme nous venons de le voir. C'est pourquoi les caractéristiques de ces marchés reflètent en grande partie le degré d'internationalisation des monnaies. L'intérêt croissant pour le deutsche mark au détriment du dollar (-7 points en trois ans), et de façon plus étonnante du yen (-3 points) doit être relativisé par l'hétérogénéité des données pour 1989 et 1992 (tableau 2). Il s'agit néanmoins d'une tendance fortement réactivée depuis par les turbulences du SME.

TABLEAU 2

Répartition par devises des transactions sur les principaux marchés des changes

En % de l'activité journalière moyenne

	US \$	DM	Yen	£	Ecu	Autres	Toutes devises (%)	Toutes devises (Mds \$)
avril 1989	90	27	27	15	1	40	200	932,0
avril 1992	83	38	24	14	3	38	200	1 353,5

Ces chiffres correspondent à une moyenne journalière pour le mois de mai. Chaque transaction impliquant par nature deux devises, le total des pourcentages est par construction de deux fois le montant total des transactions. D'où 200 %.

Les données de 1989 et celles de 1992 ne sont pas tout à fait comparables, puisque les chiffres de 1989 sont bruts et ceux de 1992 sont nets, et que les marchés allemands, luxembourgeois, autrichiens, sud-africains et néo-zélandais ne sont comptabilisés qu'en 1992.

Source : BRI, « Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity », avril 1989 et avril 1992, p. 9.

On doit également souligner le caractère négligeable, bien que très dynamique avant cette crise, des transactions contre ECU. En avril 1992, celles-ci ne représentaient que 2,96 % des 1353,5 milliards de dollars de transactions de change quotidiennes moyennes, soit environ vingt-huit fois moins que le dollar. Avec 3,77 % du total, le franc français lui même était plus échangé que l'ECU.

Ce constat global est bien évidemment à relativiser selon les places financières (tableau 3). En effet, la monnaie nationale dispose sur son sol d'un avantage certain par rapport aux pratiques attestées sur les autres places. Cependant, de 1989 à 1992, les transactions impliquant la monnaie nationale ont partout sensiblement diminué par rapport au total. A Tokyo, en Suisse et surtout à Londres, qui est depuis bien longtemps la grande place des euro-devises, la monnaie nationale n'est pas la

monnaie la plus échangée. A Londres, la monnaie nationale cède même la deuxième place au mark. Un autre constat est le maintien de l'Asie dans une zone dollar. Même si le poids du yen, notamment à Singapour, a significativement augmenté, ce dernier reste moins échangé que le mark aussi bien à Hong Kong qu'à Singapour, la monnaie allemande restant quant à elle très loin du dollar. Mais globalement, si les spécificités nationales restent fortes, elles vont en s'affaiblissant légèrement.

TABLEAU 3

Répartition par devise des transactions de change sur différentes places financières

En % de l'activité journalière moyenne

	US Dollar		Deutsche mark		Yen		£ sterling		ECU		Autres		Total	Activité (Mds \$)
	1989	1992	1989	1992	1989	1992	1989	1992	1989	1992	1989	1992	(%)	1992
Royaume-Uni	89,6	80,4	29,0	41,4	17,4	15,2	30,7	23,9	1,7	5,0	31,5	34,1	200	300,2
Etats-Unis	96,0	88,7	33,3	43,8	27,6	25,6	14,4	11,5	0,3	0,9	28,4	29,5	200	192,3
Japon	95,2	92,4	9,7	18,6	80,0	73,9	3,7	5,6	0,0	0,4	11,4	9,1	200	126,1
Singapour	75,0	90,4	32,4	36,6	7,8	31,5	7,6	14,7	0,7	0,9	76,5	25,8	200	75,9
Suisse	95,2	72,9	28,6	43,5	28,6	8,8	17,5	8,2	0,0	3,4	30,2	63,1	200	68,1
Hong Kong	93,3	90,2	20,0	32,4	25,0	28,0	12,8	13,5	0,2	0,5	48,7	35,3	200	60,9
RFA	-	75,8	-	83,4	-	7,1	-	5,8	-	0,0	-	27,9	200	56,5

Source : BRI, « Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity », avril 1989 et avril 1992, tableau 2-A (cf. notes du tableau 2).

Il est difficile de détailler plus précisément les évolutions au sein des différents marchés des changes, car les innovations, les usages et surtout le poids économique et financier relatif des différents marchés connaissent d'incessantes mutations¹⁸. Nous nous contenterons donc d'un état des lieux en 1992 (tableau 4).

18. Un grand nombre de ces marchés n'existaient pas il y a dix ans : un tout petit nombre de pays en maîtrisaient bien la technologie, et la déréglementation était embryonnaire. Surtout, les montants en jeu n'avaient aucune comparaison avec ceux d'aujourd'hui, notamment sur les marchés dérivés, et la nature des échanges était plus expérimentale qu'autre chose. Quand on sait, de plus, la profonde interdépendance qui les caractérisent, chacun de ces marchés pouvant être synthétiquement obtenu par l'enchaînement d'une ou plusieurs opérations sur d'autres marchés, les comparaisons temporelles ont encore moins de sens.

TABLEAU 4

Ventilation par paires de devise de l'activité recensée sur les différents segments des marchés des changes en avril 1992
En pourcentage de l'activité journalière moyenne

Paires de devises	Segments du marché						
	Spot	A terme	Swaps	Sous-total	Futures	Options	Total
US dollar / yen japonais	15,7	20,4	25,0	19,9	29,9	27,9	20,2
US dollar / franc suisse	5,9	6,1	6,8	6,3	7,2	3,3	6,1
US dollar / dollar canadien	2,0	2,9	4,9	3,3	2,9	2,7	3,2
US dollar / dollar australien	1,5	2,1	3,4	2,3	2,0	2,2	2,3
US dollar / deutsche mark	29,6	21,7	19,4	24,7	41,5	34,5	25,4
US dollar / livre sterling	8,5	9,4	11,5	9,8	11,1	4,1	9,5
US dollar / franc français	1,3	2,3	3,8	2,4	0,1	1,3	2,3
deutsche mark / yen japonais	3,9	3,5	0,3	2,3	0,1	6,0	2,5
deutsche mark / franc suisse	2,9	1,6	0,2	1,7	0,1	2,4	1,7
deutsche mark / livre sterling	4,9	3,1	0,7	3,0	0,1	5,8	3,1
autres flux identifiés entre devises SME	7,0	4,0	1,0	4,3	0,2	1,4	4,1
autres flux	16,8	23,0	23,1	20,0	4,9	8,5	19,6
total	100	100	100	100	100	100	100

Source : BRI, « Central Bank Survey of Foreign Exchange Market Activity in April 1992 », p. 10 (voir notes du tableau 2).

L'extrême concentration des flux de transactions est à souligner. Le couple deutsche mark / dollar représente jusqu'à 41,5 % du total du marché des *futures*. La somme des deux couples les plus importants (DM/\$ et Y/\$) représente 45,6 % de l'ensemble de tous les marchés de change et jusqu'à 71,4 % des *futures* ou 62,2 % des options. De façon conforme à la théorie, la concentration est d'autant plus marquée que ces marchés sont techniquement complexes.

Il faut également souligner le maintien du dollar comme première contrepartie pour toutes les monnaies non communautaires (Y, Can\$, Aus\$, FS). Malgré l'importance du couple DM/\$, le poids des transactions impliquant le dollar est toujours supérieur d'une vingtaine de points à celui des monnaies de l'Union européenne (DM, £, FF, autres devises SME). Seule exception : le marché spot où

l'écart est plus réduit (64,5 contre 58,1 %). Si, depuis 1992, certains couples de devises européennes sont devenus plus actifs (le franc français est aujourd'hui plus traité contre le DM que contre le dollar), et si, paradoxalement, la crise monétaire européenne devrait renforcer les marchés européens¹⁹, le poids prépondérant du dollar sur les marchés mondiaux, en termes quantitatifs, comme on vient de le voir, mais aussi en termes qualitatifs²⁰, est loin d'avoir disparu.

Le libellé des échanges commerciaux

Il n'existe aucune source d'information centralisée sur les pratiques de facturation dans le monde²¹. Un travail statistique effectué par la Commission européenne sur la base d'une problématique élaborée en commun dans le cadre d'un groupe de travail a néanmoins permis de reconstituer²² ces pratiques pour l'ensemble des exportations réalisées par les Etats-Unis, le Japon, la France, les Pays-Bas, l'Italie, le Royaume-Uni et les pays exportateurs de pétrole (soit environ 60 % des exportations mondiales). Puis les données ont été extrapolées aux pratiques de l'ensemble du monde²³.

De 1980 à 1992 la facturation en dollar a sensiblement reculé (graphique 2), mais cet effet doit être nuancé. Il tient d'abord au recul, dans les exportations

19. La seule couverture contre le deutsche mark n'apparaissant plus suffisante, industriels et financiers vont beaucoup plus qu'auparavant compléter la traditionnelle couverture contre mark par une couverture entre le mark et la devise européenne qui les intéresse. Par ailleurs, sur le plan purement financier, la plus grande volatilité des monnaies faibles, comme la lire italienne, par ailleurs très liquide du fait du poids de la dette d'Etat, a multiplié les opportunités d'arbitrages. Inversement, des devises, qui comme le franc français, les monnaies du Bénélux ou la couronne danoise, ont réussi à maintenir leurs parités, devraient renforcer leur statut, tant comme véhicule que comme réserve de valeur.

20. Le dollar est la seule monnaie traitée sur l'intégralité des marchés de la planète. Quand un nouveau marché s'ouvre ou se modernise, après une guerre, une crise ou une catastrophe naturelle, le dollar est partout le premier coté. Enfin, si le deutsche mark, et de plus en plus le yen, commencent à disposer d'une couverture en continu sur l'ensemble des tranches horaires, c'est à travers une association au dollar.

21. On ne devrait pas, à proprement parler, utiliser le terme de facturation puisque les informations disponibles ne permettent pas de distinguer si les devises sont utilisées pour facturation ou pour paiement. On acceptera néanmoins ici l'approximation entre les deux termes.

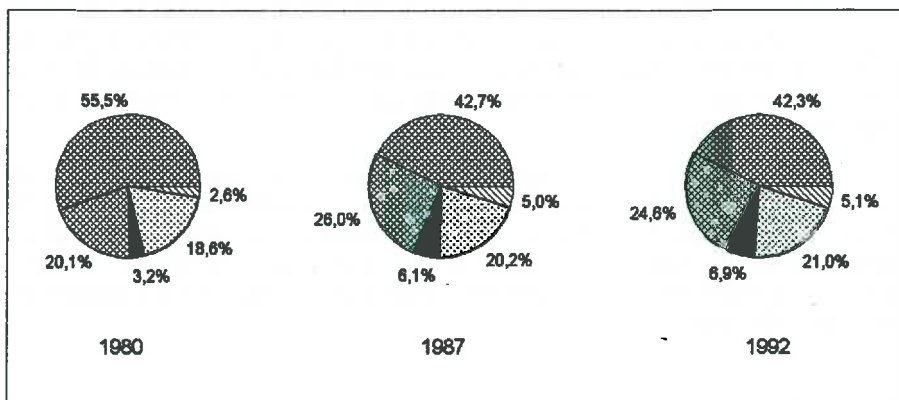
22. La Commission européenne (direction générale des Affaires économiques et financières) s'est appuyée, entre autres, sur les travaux de Black (1980 et 1991), Page (1989), Tavlas (1990) et Tavlas & Ozeki (1992) ; elle a utilisé des statistiques sur les paiements ou facturations par devises des exportations et des importations nationales, fournies par la Banque de France, la Bundesbank, la Banca d'Italia, De Nederlandse Bank, le *Business Bulletin* publié par le Central Statistical Office du Royaume-Uni, le MITI et le ministère des Finances japonais. L'hétérogénéité de ces sources exige bien évidemment une certaine nuance dans l'interprétation des résultats.

23. Les hypothèses retenues sont les suivantes : les pays de l'AELE et du reste de l'Union européenne se comportent comme la moyenne des cinq pays européens pour lesquels on dispose de statistiques. Toutefois, afin de ne pas biaiser le résultat, on a toujours exclu de la moyenne le pays d'émission de la monnaie considérée. Par exemple, le pourcentage moyen des exportations libellées en DM est la moyenne de ce pourcentage pour la France, le Royaume-Uni, l'Italie et les Pays Bas. Le reste du continent européen, les pays de l'hémisphère ouest, ainsi que les pays africains n'entrant dans aucune autre catégorie, sont censés représenter des comportements de facturation intermédiaires entre les Etats-Unis et les cinq plus grands pays européens ; avec des pondérations respectives de (1/2, 1/2), (3/4, 1/4) et (2/3, 1/3). L'ensemble du Proche-Orient est assimilé à l'OPEP. Pour le Canada, l'Australie et la Nouvelle-Zélande la pondération se fait à partir des chiffres américains et japonais (2/3, 1/3), sauf pour le yen, pour lequel on s'est basé sur des données du ministère des Finances japonais et du MITI. On a conservé cette clef de pondération pour les monnaies marginales utilisées par les pays d'Asie. Pour le dollar et le yen, en revanche, on a travaillé à partir de ces mêmes sources japonaises. Ces hypothèses, intuitives, sont rendues nécessaires par l'absence de données chiffrées internationales.

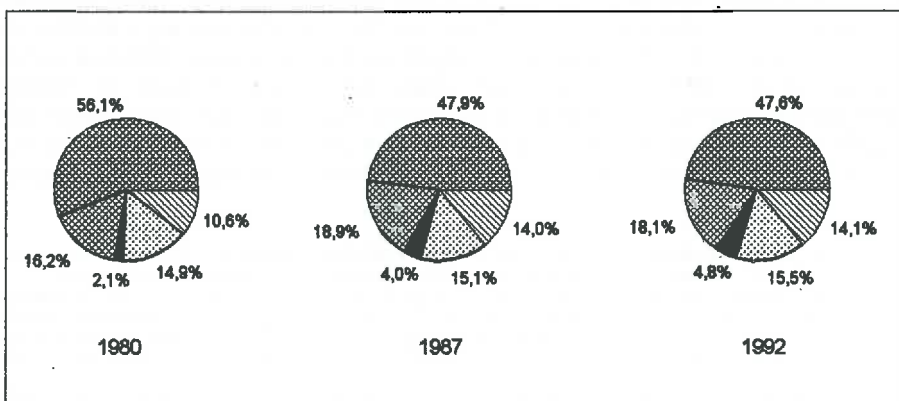
GRAPHIQUE 2

Pratiques de facturation commerciale

Principaux exportateurs mondiaux



Extrapolation à l'ensemble des pays



dollar
 DM+florin
 yen
 FF+£+lire italienne
 autres

mondiales, du poids des pays exportateurs de pétrole (16 à 5 % du total entre 1980 et 1992) et à la progression des échanges intra-communautaires. De plus, l'examen des données par pays montre que les comportements de facturation des grands pays industriels ont convergé. Alors que le Japon commence à lentement évoluer vers des pratiques commerciales conformes à son statut économique²⁴, la part des exportations en monnaie nationale de plusieurs autres grands pays industrialisés a, elle, plutôt tendance à décroître, selon nos estimations. Entre 1980 et 1992, la part des exportations japonaises facturées en monnaie nationale est montée de 29,4 % à 40,1 % ; entre les mêmes dates, on passe de 97 à 92 % aux Etats Unis, de 82,5 à 77 % en RFA, de 60,5 à 54,6 % en France et de 76 à 62 % au Royaume-Uni. Enfin, l'ensemble des pays industrialisés a tendance à exiger de plus en plus le paiement des importations en monnaie nationale²⁵. La stabilisation du poids du dollar depuis la fin de la précédente décennie à un niveau qui reste très élevé n'en est que plus remarquable.

Le statut du dollar n'a donc été qu'entamé, alors même que le contexte économique aurait pu laissé attendre une augmentation beaucoup plus significative de la part des autres monnaies. Celle-ci a indéniablement eu lieu, notamment grâce au développement des instruments de couverture et des marchés dérivés²⁶. Elle est apparemment stabilisée, manifestant clairement l'inertie profonde du processus de l'internationalisation.

L'allocation des portefeuilles privés

Analyser la fonction de réserve de valeur pose des problèmes à la fois statistiques²⁷ et méthodologiques. Le portefeuille international des actifs financiers détenus par les agents privés est difficile à estimer et plus encore à ventiler par devise. Le rapport de la Commission européenne *Marché unique, Monnaie unique* (Emerson *et al.*, 1991) s'y est essayé, mais reste incomplet faute de données disponibles concernant l'ensemble des produits financiers. Les seuls postes pour lesquels on dispose de données détaillées et continues sur moyenne période sont les positions bancaires transfrontières et les émissions d'obligations internatio-

24. Le fait que le Japon n'ait pas bénéficié d'une régionalisation des échanges commerciaux, similaire à celle connue en Europe (Frankel, 1993), explique en partie le retard persistant de cette monnaie par rapport à ses concurrentes.

25. La part des importations japonaises en yen est, semble-t-il, passée entre 1980 et 1992 de 2,4 à 17 %. En Allemagne, les chiffres correspondants sont de 43 et 55,9 %, en France de 37,1 et 46,7 %, en Italie de 18 et 34 % et au Royaume-Uni de 38 et 43 %. Seuls les Etats-Unis voient cette proportion décliner, de 85 à 80 %. Ceci traduit certes une baisse du poids relatif, en valeur, des importations pétrolières, mais le phénomène tient aussi aux conséquences des délocalisations industrielles massives.

26. La variété des horizons temporels de règlement ne permet pas de fermer les positions de change en compensant les échéances d'exportation par celles d'importation. Si l'on veut se couvrir, le choix des unités de compte dépend dès lors du développement des marchés financiers associés aux monnaies. Tant que le dollar disposait d'un avantage massif en termes de variété d'instrument de couverture, il s'imposait donc comme véhicule privilégié.

27. Ici le problème de la fiabilité va bien au delà de la question de l'unité de base utilisée pour les comparaisons et des questions d'approche en volume ou en valeur : les portefeuilles relèvent du domaine privé et sont loin d'être transparents. D'où la nécessité de se reporter sur l'offre de biens financiers et sur les déclarations des banques, notamment auprès de la Banque des règlements internationaux, ce qui limite *de facto* l'approche des mécanismes à l'œuvre.

nales. Plutôt que de procéder à des approximations, nous avons préféré ici nous limiter à ces deux types de données. Et comme l'analyse théorique nous conduit à donner la première place à la profondeur des marchés, nous avons retenu une approche en termes de stocks et non de flux.

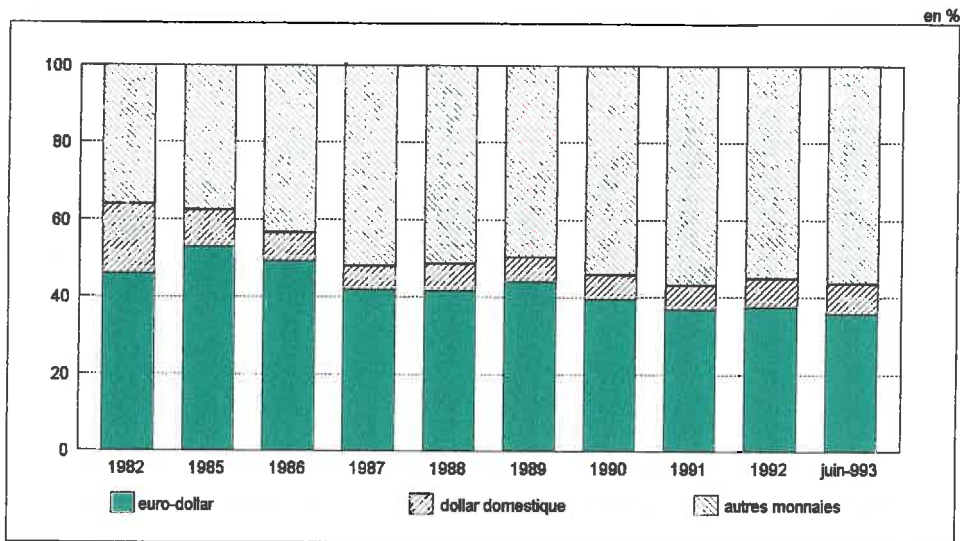
Les obligations internationales

Les obligations internationales constituent un instrument privilégié de l'internationalisation monétaire. D'abord parce qu'elles sont un des principaux moyens pour les Etats, les entreprises ou les grands organismes institutionnels de lever directement des fonds internationaux. Elles sont a priori particulièrement sensibles aux impératifs d'arbitrage et constituent ainsi un lieu déterminant de la concurrence entre devises. Ensuite, comme le montre l'exemple du Matif, parce qu'elles sont nécessaires au bon développement des produits dérivés, eux même déterminants pour l'internationalisation. Enfin, parce que les transactions obligataires alimentent les marchés de change et contribuent à leur profondeur.

Le facteur prépondérant sur la période 1982-93 est le financement du déficit public des Etats-Unis (graphique 3). Son effet cumulé l'emporte sur toutes les

GRAPHIQUE 3

Part du dollar dans l'encours des obligations internationales*



* fin décembre sauf pour 1993

Source : Banque des règlements internationaux, "Activité bancaire et financière internationale", divers numéros

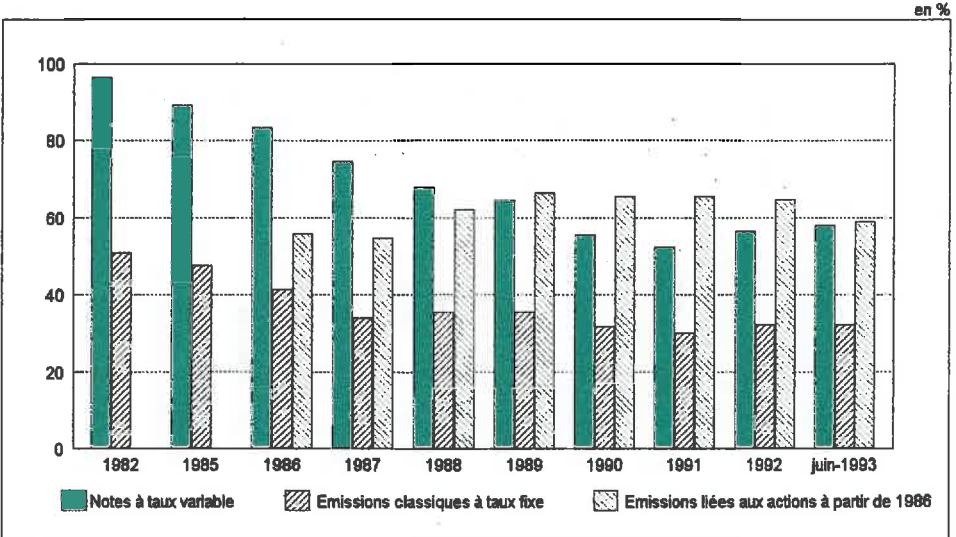
66?

autres sources d'émission obligataire. Dans le domaine privé, les émissions d'obligations convertibles en actions par les entreprises japonaises à la fin des années quatre-vingt a aussi joué un grand rôle. La puissance financière internationale du Japon s'est affirmée en travaillant avec le dollar. Au total, la part de marché du dollar a décliné de 56 à 41 % entre 1982 et 1993, mais l'essentiel de la baisse s'est produit avant 1987. Pendant la même période, malgré un statut de plus en plus affirmé de premier prêteur mondial, les parts de marché du yen ne passent que de 6 à 12 %.

Une analyse par segment du marché obligataire montre que le dollar maintient à peu près ses parts de marché pour les émissions liées aux actions, sans doute du fait de son avance en matière d'innovations financières (graphique 4). Sur les segments les plus banalisés, il a vite réussi à stopper l'érosion de ses parts de marché. Les émissions classiques à taux fixe, particulièrement concurrentielles, sont caractérisées très tôt par une diversification forte, tout juste accentuée entre 1982 et 1986. Reste le segment des émissions à taux variable, le seul sur lequel le dollar disposait d'un quasi-monopole au début de la période, le seul également qui atteste d'un véritable retournement de situation au cours de la décennie. Ce segment

GRAPHIQUE 4

Part du dollar selon différentes catégories d'encours d'obligations Internationales*



* fin décembre sauf pour 1993

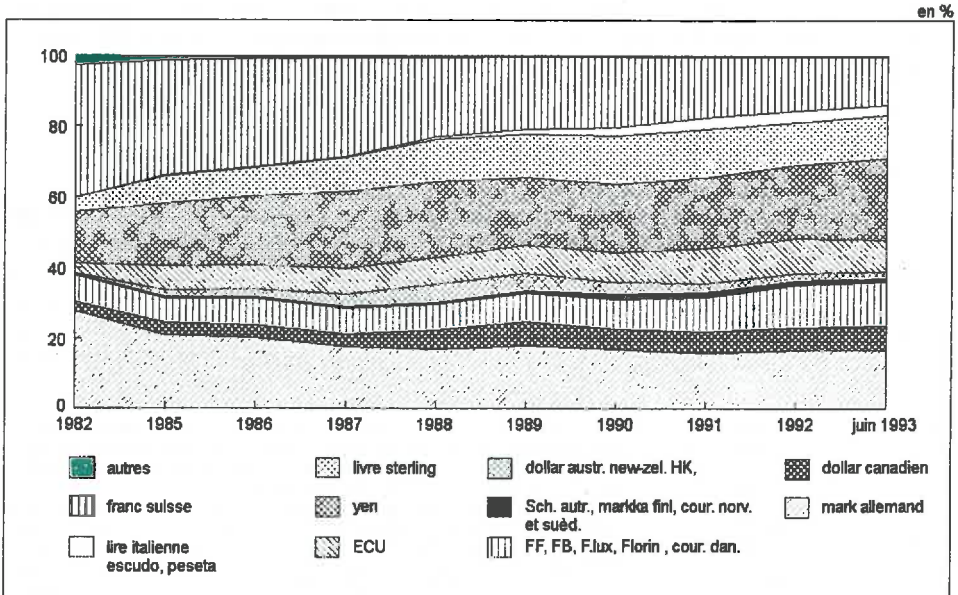
Source : Banque des règlements internationaux, "Activité bancaire et financière internationale", divers numéros

a été fortement affecté par la crise des FRN (*floating rate notes*) à l'automne 1986, puis par la remontée des taux à long terme qui a suivi l'accord du Louvre.

Au sein de la concurrence entre les autres monnaies « internationalisables », le premier élément marquant de la décennie est l'effondrement des parts du franc suisse avec la levée des contrôles de change en Europe (graphique 5). En outre, la période dite du « nouveau SME », après les accords de Bâle-Nyborg, a été celle des *convergence trades*. On désigne ainsi les placements internationaux en monnaies très liées au mark, cherchant une stabilité des changes vis-à-vis des monnaies du SME et des taux d'intérêt plus élevés que ceux des marchés financiers en mark. De telles diversifications ont profité aux monnaies des pays de l'Europe du Sud (escudo et peseta). En d'autres termes, le SME a favorisé jusqu'en 1992 une diversification des portefeuilles fondée sur une vue optimiste de la convergence vers l'UEM et de l'élargissement de l'Europe monétaire. Enfin, l'atmosphère spéculative de la fin des années quatre-vingt a favorisé le libellé de produits financiers nouveaux en devises exotiques. En fait, le grignotage des positions du dollar s'est surtout fait au bénéfice des devises extra-européennes (yen, dollars canadien, australien, néo-zélandais et de Hong Kong et autres monnaies sont passés

GRAPHIQUE 5

Ventilation par devises des obligations internationales non libellées en dollar



Source : Banque des règlements internationaux, "Activité bancaire et financière internationale", divers numéros

de 19,8 à 31,9 % du total des émissions non libellées en dollar entre 1982 et 1993). Ce phénomène est d'abord lié à l'internationalisation du yen, mais aussi au développement général, surtout dans les années quatre-vingt, de petites devises accolées à des marchés financiers particulièrement ouverts et dérégulés, comme le dollar australien (29,2 Mds US\$ d'émissions en 1989 contre 0,1 en 1982).

Néanmoins, les praticiens soulignent que ce recul finalement limité du dollar comme réserve de valeur ne s'est pas traduit par une diminution en proportion de son rôle dans le financement de l'économie mondiale. Il est en effet attesté²⁸ que nombre des émissions en monnaies exotiques effectuées, par exemple, par la Banque mondiale ou les banques de développement régional, sont souvent « swappées » contre dollar. Car les prêts octroyés en retour par ces organismes le sont en dollar, et la gestion de la trésorerie y est plus facile. D'une façon générale, le développement des instruments financiers permet aujourd'hui à une banque de fabriquer synthétiquement un emprunt en dollars à partir d'emprunts libellés en d'autres devises. Et cela est systématiquement fait lorsque des fenêtres d'arbitrage apparaissent.

Concrètement, cela signifie que la diversification réelle observée au sein des obligations internationales est avant tout le signe d'une adéquation plus grande aux capacités d'épargne à travers le monde. L'apparition des déséquilibres mondiaux et des besoins de financement considérables depuis la fin des années soixante-dix a obligé les emprunteurs à satisfaire aux préférences des épargnants pour leurs monnaies nationales. Mais le développement financier leur a permis, synthétiquement, de ne pas renoncer à leur véhicule d'endettement préféré : le dollar. Il y a donc eu, au moins partiellement, une dissociation entre la fonction de réserve de valeur et la fonction de financement de l'économie mondiale sur le marché obligataire.

Les positions bancaires

Lorsqu'on s'intéresse maintenant au deuxième grand pôle de l'allocation des avoirs privés, *via* la répartition des positions trans-frontières en devises étrangères des banques déclarantes auprès de la Banque des règlements internationaux (BRI)²⁹, on remarque que les monnaies du SME sont les premières bénéficiaires de la très forte progression des positions, notamment depuis 1985 (les avoirs en devises étrangères passent de 514,3 Mds de dollar en 1977 à 1229,1 Mds en 1985 et 3194 Mds en 1993).

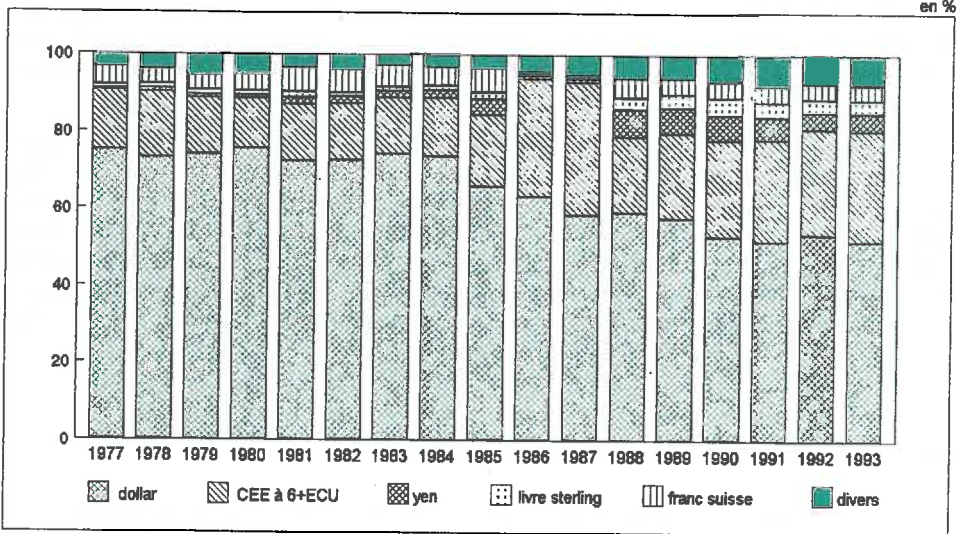
28. Il n'est bien évidemment pas possible de documenter cette dissociation entre la structure des portefeuilles et celle du crédit. On sait que les institutions financières se déchargent d'une partie du risque de change en swaptant, mais ces pratiques sont par nature hors bilan et, quand on en a la trace, elle ne sont pas rattachées à une opération particulière et peuvent très bien être purement spéculatives. On ne peut donc pas connaître l'ampleur du phénomène.

29. Il s'agit ici des banques des pays développés. Notons cependant que les banques américaines, pour lesquelles on ne dispose pas de ventilation par devise, voient leur position extérieure reportée à la rubrique divers. Il est à noter également que nous avons choisi de travailler sur les positions transfrontières totales, c'est-à-dire aussi bien vis-à-vis du secteur bancaire que du secteur non bancaire et des institutions monétaires officielles. Cependant, comme l'internationalisation procède fondamentalement des effets externes et des profondeurs de marché, nous avons préféré sortir d'une perspective strictement interbancaire pour prendre la mesure des relations impliquant les banques dans leur ensemble.

Le yen connaît une progression importante, mais à partir d'un point de départ négligeable (graphique 6).

GRAPHIQUE 6

Ventilation par devise des avoirs bancaires extérieurs totaux identifiés en devises étrangères*



* fin décembre sauf pour 1993

Source : Banque des règlements internationaux, "Activité bancaire et financière internationale", divers numéros

Les mouvements de change ne sont certainement pas étrangers à cette évolution, et, si l'on regarde par ailleurs les avoirs totaux en devises plutôt que les pourcentages, on voit bien une ligne de cassure après que le dollar a atteint son acmé, en 1985. Le phénomène va cependant au delà d'un simple effet de valorisation. Pour les avoirs, on peut sans doute y déceler les effets d'une volonté politique manifestée lors des rééchelonnements de la dette des pays en développement, et du moindre poids relatif du système bancaire américain. Mais, plus fondamentalement, il faut y voir un recentrage des activités bancaires, notamment en Europe, sur les opérations en monnaies européennes. Le yen, pourtant en phase de réévaluation massive, reste cantonné à un usage marginal³⁰ par rapport au poids économique et financier du Japon. Alors même que les années quatre-vingt ont été celles de l'arrivée en

30. Le fait que les banques asiatiques déclarent nettement moins que les autres laisse cependant augurer d'un poids réel légèrement supérieur.

force des banques japonaises au sein des plus grandes banques mondiales, les autorités monétaires japonaises n'ont pas jugé bon de profiter de la force du yen pour permettre son internationalisation.

Bien entendu, si leur part est tombée de 70 % à la fin de 1980 à 53 % à la fin de 1992, les avoirs transfrontaliers en dollar ont également profité du dynamisme général, et ils doublent entre 1985 et 1992. Si la part du dollar était restée constante, ils auraient dû augmenter au rythme de la croissance des portefeuilles internationaux. Or, dans une période d'intégration financière, ces derniers progressent plus vite que le PIB mondial en dollars. Sur cette lame de fond, les variations relatives des parts de marché proviennent de phénomènes irréversibles mais limités qui résultent des opportunités de placement offertes aux résidents des pays qui étaient contraints jusque là par les contrôles de change. Les variations proviennent aussi des éléments usuels, prix et hors prix, de la concurrence financière.

L'évolution des engagements transfrontières en devises domestiques des banques des pays industrialisés tend à valider ce constat d'ensemble (graphique 7). Même si les dépôts transfrontaliers en devises nationales auprès des banques non-américaines ont crû encore plus vite, les dépôts des non-résidents des États-Unis en dollar auprès des banques américaines ont très significativement augmenté. Pour les avoirs cependant, la stagnation des dépôts en dollar des banques américaines à l'étranger contraste avec le dynamisme considérable des dépôts transfrontaliers des autres banques dans leur propre devise.

La dette des pays en développement

On ne connaît pas la composition exacte par monnaie de la dette des pays en développement. Ce renseignement n'est disponible de manière homogène que pour la dette à l'égard des banques déclarantes des pays industriels³¹. On dispose en outre de certains renseignements sur l'endettement en yen des pays d'Asie du Sud-Est³².

Les graphiques 8 et 9 comparent la répartition par devises des créances bancaires des pays industriels à l'égard de quatre régions en développement à la fin de 1983 et à la fin de 1988. Les avoirs sont évalués au même taux de change (celui de 1988), ce qui permet de s'affranchir de l'effet de la dépréciation du dollar entre ces deux dates.

Excepté en Afrique, la part du dollar a diminué dans la dette à l'égard des banques des pays industriels. Ce mouvement est particulièrement net en Asie et au Moyen-Orient où la part du dollar a chuté de 15 points à taux de change constants.

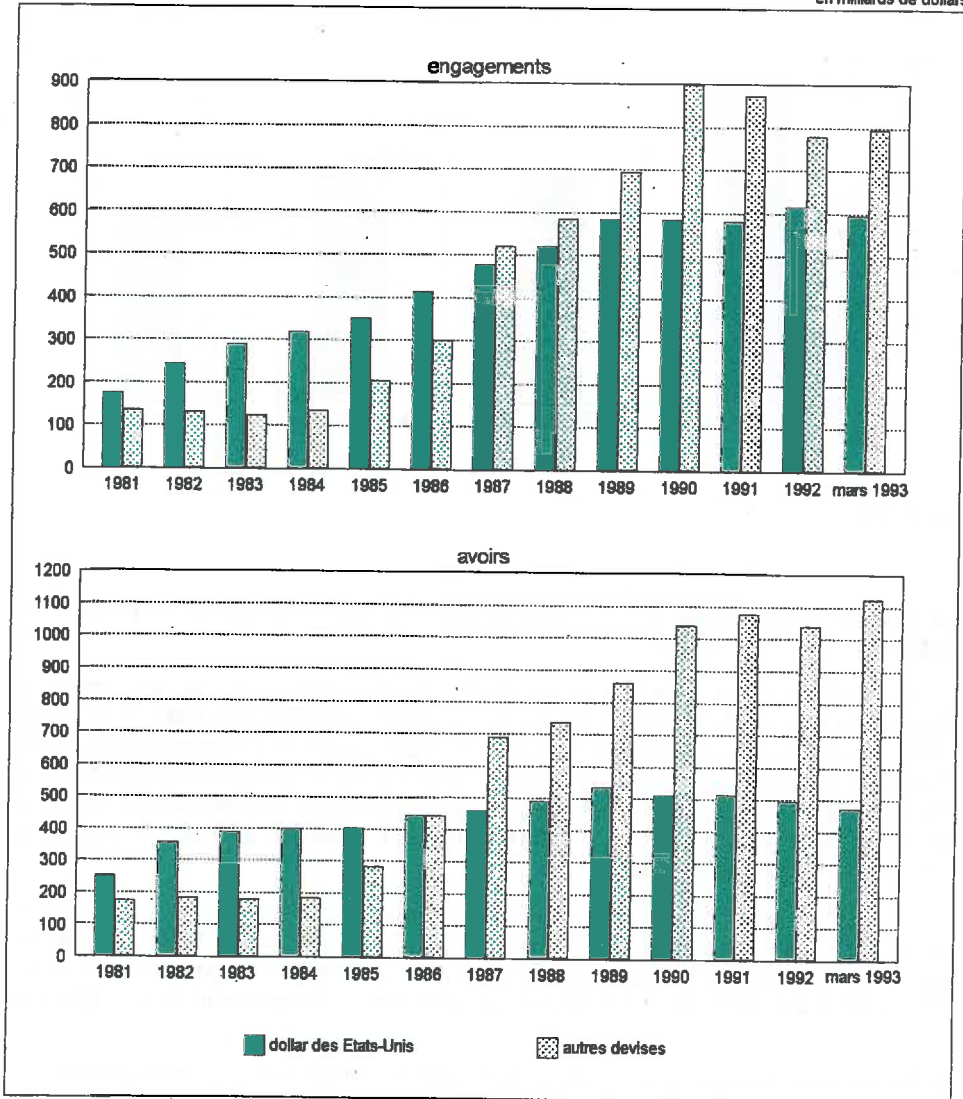
31. Voir les études spéciales dans les bulletins trimestriels de la Banque des règlements internationaux.

32. Tavlas & Oseki (1992).

GRAPHIQUE 7

Ventilation par devise de la position bancaire extérieure totale identifiée en devises domestiques*

en milliards de dollars

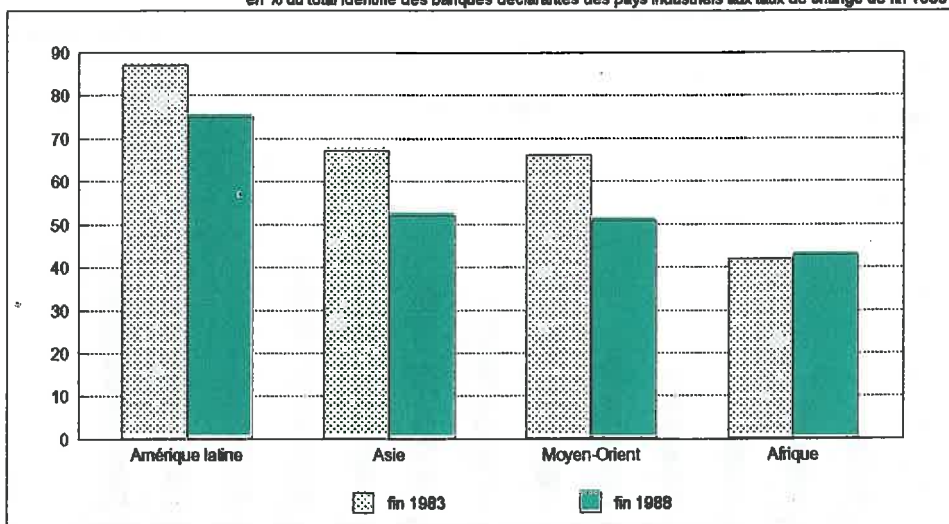


* fin décembre sauf pour 1993

Source : Banque des règlements internationaux, "Activité bancaire et financière internationale", divers numéros

Part du dollar dans les avoirs des banques déclarantes sur quatre régions hors OPEP

en % du total identifié des banques déclarantes des pays industriels aux taux de change de fin 1988



Source : BRI

En Afrique, la part du dollar est demeurée la même, mais elle était déjà relativement faible en 1983 (40 %).

Le recul du dollar s'est fait au profit du yen en Amérique latine, et surtout en Asie où la part de la monnaie japonaise est passée de 15 % fin 1983 à 28 % fin 1988, à taux de change constant. Pourtant, les statistiques sous-estiment sans doute l'avancée du yen puisqu'elles ne comptent pas les créances des banques situées à Hong Kong et Singapour. Or, ces deux centres financiers ont développé leur rôle de relais pour le financement du développement asiatique à l'aide de fonds en provenance, pour une bonne part, du Japon ³³.

Le recul du dollar au profit du yen dans le financement des pays d'Asie de l'Est ne se limite pas aux créances bancaires. Selon Tavlas et Ozeki (1992), la part du yen dans l'endettement total de cinq pays d'Asie du Sud-Est est passée de 20 % en 1980 à 40 % en 1989 (aux taux de change courants) ³⁴. Néanmoins, le yen apparaît

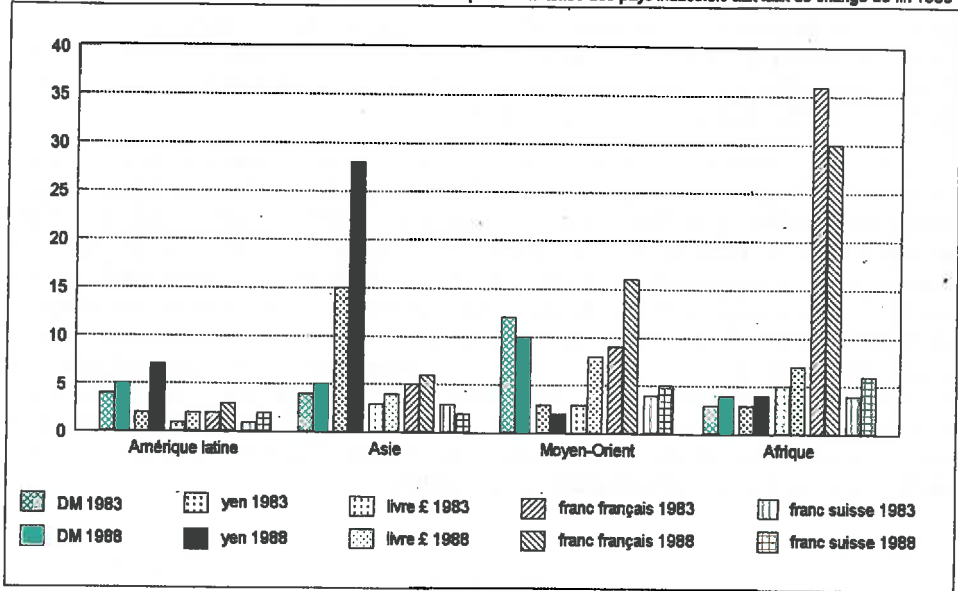
33. Plus de la moitié de l'augmentation des créances interbancaires entre le Japon et les autres centres déclarants s'est faite à destination de Hong Kong et Singapour, et ces deux centres ont accru de 7 % à 13 % leur part dans les avoirs extérieurs des banques déclarantes entre fin 1983 et fin 1991.

34. Les cinq pays sont l'Indonésie, la Corée, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande.

GRAPHIQUE 9

Part des monnaies autres que le dollar dans les avoirs des banques déclarantes sur quatre régions hors OPEP

en % du total identifié des banques déclarantes des pays industriels aux taux de change de fin 1988



données de fin d'année

Source : BRI

TABLEAU 5

Part du yen et des banques asiatiques dans la dette des pays en développement de l'Asie à l'égard des banques déclarantes à la fin de 1991

Pays	Pays du yen en % *	Part des banques asiatiques en % **
Chine	24,2	78,5
Corée du Sud	12,9	56,7
Indonésie	21,2	60,9
Malaisie	27,0	69,3
Philippines	16,3	42,1
Taiwan	12,3	74,0
Thaïlande	21,9	77,0
Hong Kong	56,9	79,8
Singapour	50,3	63,2

* Pays industriels uniquement.

** Y compris les centres.

Source : Banque des règlements internationaux.

encore largement sous-représenté au regard du poids des financements inter-asia-tiques (tableau 5).

Le désajustement entre l'origine des crédits et la monnaie dans laquelle ils sont libellés est également frappant pour les pays d'Amérique latine dont la dette est libellée pour plus des deux tiers en dollars alors que les banques situées en Europe en détiennent plus d'un tiers³⁵. Ce désajustement s'explique en partie par la position du Royaume-Uni comme premier créancier européen. Depuis 1983, néanmoins, le désengagement des banques d'Amérique du Nord dans le financement de l'Amérique latine s'est accompagné d'un recul de la part du dollar de 92 % à 76 % dans la dette des huit principaux pays de la région³⁶.

L'Europe centrale et orientale est la seule région du monde dont la dette extérieure à l'égard des banques déclarantes des pays industriels n'est pas majoritairement libellée en dollars. Cette situation s'est renforcée depuis dix ans puisqu'entre la fin de 1984 et la fin de l'année 1991, la part du dollar dans les créances bancaires sur ces pays a chuté de 48 % à 32 %. A la fin de septembre 1990, la part du mark était comparable à celle du dollar (environ 1/3). En réalité, les banques allemandes sont à l'origine de moins d'un quart des créances, une proportion à peine supérieure à celle du Japon. Les statistiques de la BRI montrent que les banques situées en Europe (particulièrement au Royaume-Uni, en France et au Luxembourg) servent de relais pour des crédits venant d'autres pays comme, par exemple, du Japon. Même s'ils transitent par Londres, Luxembourg ou Paris, les crédits sont *in fine* alloués en marks et en dollars.

L'internationalisation des monnaies pour les fonctions officielles

Le degré d'internationalisation d'une monnaie pour ses fonctions officielles peut être mesuré par le volume des réserves mondiales dans cette monnaie. Cette mesure décrit bien la place de chaque monnaie comme moyen de règlement et comme réserve de valeur officiels. Cependant, elle ne rend pas complètement compte de l'utilisation d'une monnaie comme unité de compte. En effet, la réglementation des marchés et le maniement des taux d'intérêt permettent de gérer les taux de change sans le secours des interventions officielles. C'est pourquoi nous

35. Le cas le plus spectaculaire est celui du Pérou dont 69 % des dettes envers les banques déclarantes des pays industriels sont libellées en dollars alors que les banques situées en Europe détiennent 54 % de la dette et les banques de nationalité européenne en détiennent 74 %.

36. Selon la BRI, la dépréciation du dollar serait responsable du recul de la monnaie américaine pour environ cinq points. L'essentiel de cette évolution est donc attribuable à un désengagement bien réel des banques nord-américaines et à une redénomination d'une partie de la dette au profit d'autres monnaies à l'occasion des opérations de restructuration.

complétons l'analyse avec une mesure statistique du degré d'ancrage des devises dans trois monnaies de référence (dollar, yen et deutsche mark).

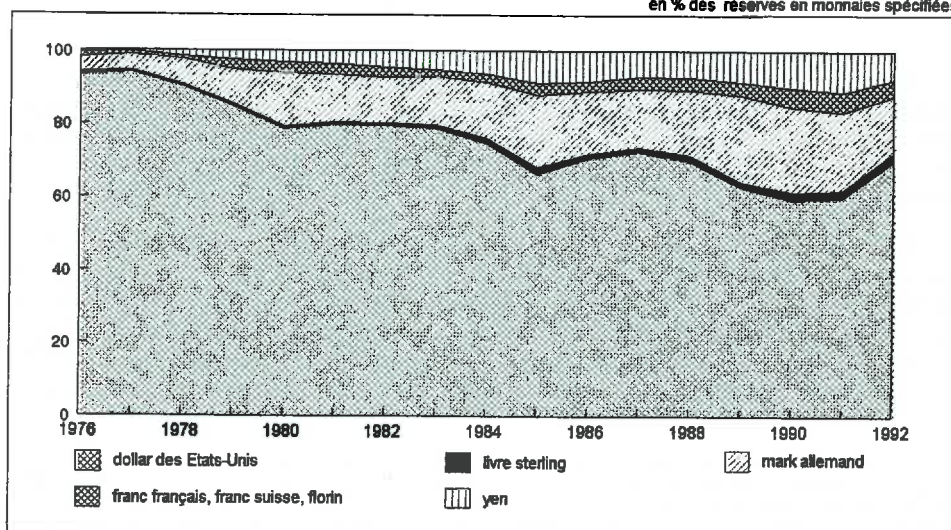
Les réserves de change

Les réserves de change sont de nature différente dans les pays industriels et dans les pays en développement. Dans les pays industriels, elles permettent essentiellement de gérer la parité, alors que dans les pays en développement dont la monnaie n'est pas convertible, les réserves ont une fonction d'encaisse de transactions. Ceci explique la réaction différente aux changements de parité : pour les pays industrialisés, les stocks de réserves en dollars ont diminué en 1985, alors que le dollar était au plus haut, pour augmenter lors de l'effondrement de la monnaie américaine (1986-1987), ce qui témoigne des interventions des banques centrales pour enrayer les fluctuations excessives du dollar. Dans les pays en développement, les réserves ont soit simplement subi les fluctuations du dollar, soit reçu une gestion patrimoniale (graphiques 10 et 11) ³⁷.

GRAPHIQUE 10

Composition des réserves des pays industrialisés

en % des réserves en monnaies spécifiées

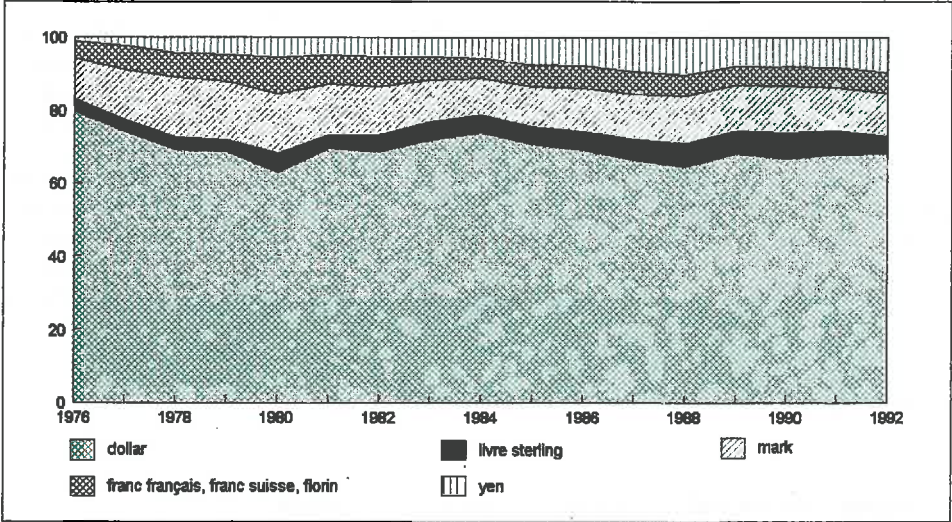


Source : FMI

37. Pour la gestion des réserves dans les pays en développement, voir Brender, Gaye & Kessler (1985).

Composition des réserves des pays en développement

en % du total en monnaies spécifiées



Source : FMI

En dehors des fluctuations conjoncturelles dues aux variations du cours du dollar, on note, en tendance depuis 1976, un net recul de la part de la monnaie américaine dans les réserves officielles des pays industrialisés. Ce recul est d'autant plus significatif que les ventilations présentées ici excluent les réserves en monnaies non spécifiées³⁸.

Le recul du dollar dans les réserves des pays industrialisés est peut-être surestimé par la dépréciation tendancielle de la monnaie américaine au cours de la période³⁹. Il est aussi exagéré par des effets de structure. En effet, les réserves officielles des Etats-Unis qui, par définition, sont détenues en monnaies autres que le dollar, se sont accrues plus vite que les réserves totales des pays industrialisés au cours de la période. En outre, les réserves allemandes et japonaises, principale-

38. Cette correction apparaît nécessaire dans la mesure où la part des réserves en monnaies non spécifiées a augmenté au cours des vingt dernières années en raison d'une croissance rapide des réserves dans les pays (Taiwan par exemple) qui ne livrent pas le détail de leurs avoirs au FMI. Or la hausse de la part des monnaies non spécifiées, qui ne correspond à aucune diversification repérable, abaisse mécaniquement le poids des autres monnaies, parmi lesquelles le dollar (Hori, 1986).

39. L'argument de gestion de la parité ne joue que pour les fluctuations de change limitées dans le temps ; face à une dépréciation *tendancielle* du dollar, les banques centrales ne peuvent continuellement acheter la monnaie américaine, ce qui rend la composition de leurs réserves sensible à la dévalorisation du dollar.

ment détenues en dollars, ont augmenté moins vite que les réserves totales des pays industriels ⁴⁰.

La part du dollar dans les réserves des pays en développement a diminué jusqu'au début des années quatre-vingt, mais ce recul serait dû, selon Horii (1986), à la seule dépréciation de la monnaie américaine. Au cours des années quatre-vingt, la part du dollar a très peu diminué, ce qui confirme l'absence de diversification des réserves pour les pays en développement.

Le recul du dollar dans les réserves des pays industrialisés a bénéficié à toutes les monnaies concurrentes, mais surtout au mark dont la part est passée de 7,6 % en 1976 à 13,9 % en 1992. Ceci s'explique par la pratique du mécanisme de change européen qui a incité les partenaires de l'Allemagne à détenir davantage de réserves en marks : la part des banques centrales européennes hors Bundesbank dans les réserves des pays industriels est passée brutalement de 52 % à la fin de 1978 à 62 % à la fin de 1980, cette hausse de dix points pouvant s'expliquer par la création du SME en 1979.

Dans les réserves des pays en développement, la part du yen a augmenté au détriment des monnaies européennes, (sauf de la livre sterling). Ce mouvement, qui s'est accéléré à partir de 1985, s'explique par l'appréciation du yen et par la très forte augmentation des réserves des pays asiatiques en développement (graphique 12). Par contre, la part du yen ne semble pas avoir progressé dans les réserves des seuls pays asiatiques, au contraire ⁴¹. Il s'agirait donc uniquement d'un effet de structure couplé d'une réévaluation des réserves en yens.

Au total, la composition des réserves des pays en développement ne s'est pas considérablement modifiée depuis quinze ans, ce qui contraste avec l'évolution de la composition de la dette.

La gestion des taux de change

Le tableau 6 compare le nombre de monnaies appartenant à différents régimes de change en vigueur en 1975 et en 1993 ⁴². La dernière colonne précise le poids de chaque régime de change en termes de PIB en 1993. Entre 1975 et 1993, la livre sterling a totalement disparu comme monnaie d'ancrage. Le nombre de monnaies rattachées au dollar a également diminué. La zone franc est pratiquement restée la

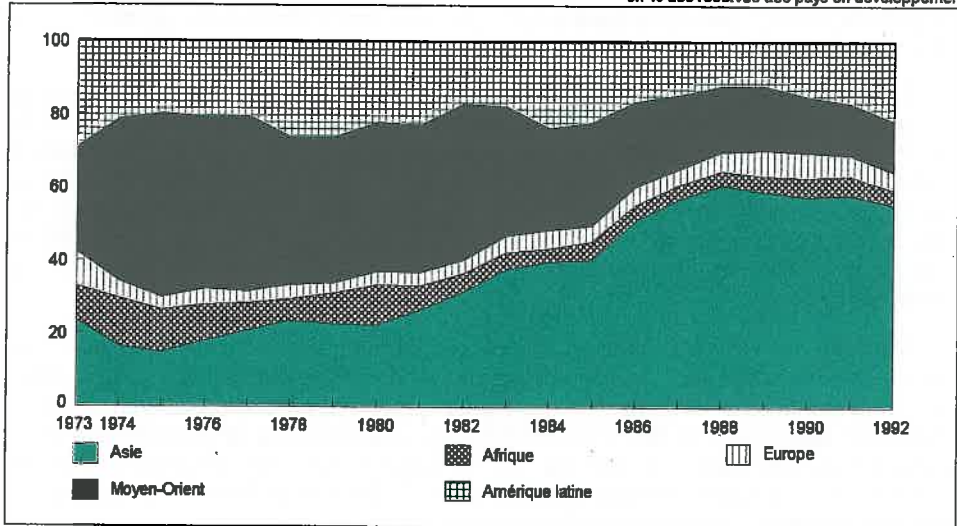
40. Presque inexistantes en 1976, les réserves des Etats-Unis en devises représentaient, en 1992, 8 % des réserves des pays industriels. La part des réserves allemandes a, elle, régressé de 29 % en 1976 à 17 % en 1992. Durant la même période, celle du Japon a fléchi de 16 % à 13 %.

41. Tavlías & Ozeki (1992) montrent que la part du dollar a augmenté de quatorze points dans les réserves officielles d'un groupe de cinq pays d'Asie (Indonésie, Corée, Malaisie, Philippines, Thaïlande) entre 1980 et 1990. La part du yen a fortement augmenté jusqu'en 1985-1987 pour diminuer ensuite et retrouver un niveau supérieur de seulement trois points à celui de 1980. En 1990, la part du yen était beaucoup plus forte (17,1 %) dans les cinq pays d'Asie sélectionnés que dans l'ensemble du monde (9,1 %). Néanmoins, elle a augmenté moins vite en Asie que dans le reste du monde au cours des années quatre-vingt. Dans le même temps et pour les mêmes pays, la part du yen dans la dette extérieure est passée de 19,5 % à 35,7 %, celle du dollar est tombée de 47,3 % à 28,1 %, et le poids du mark et de la livre sont restés constants.

42. Seules sont prises en compte les monnaies des pays membres du FMI. Leur nombre a considérablement augmenté entre 1975 et 1993.

Répartition géographique des réserves en devises des pays en développement

en % des réserves des pays en développement



Source : FMI

même. La dislocation de l'URSS a fait apparaître mécaniquement le rouble comme monnaie de rattachement. Le deutsche mark a également fait son apparition comme monnaie d'ancrage. Enfin, un plus grand nombre de pays laissent flotter librement leur monnaie ou fixent leur parité par rapport à un panier correspondant à la répartition géographique de leur commerce extérieur.

Au début des années quatre-vingt-dix, les pays dont la monnaie est fixe par rapport au dollar ne représentent que 1,4 % du PIB mondial. Bien que trente et une devises (14,4 %) soient fixées par rapport à des paniers de monnaies, ce régime ne représente que 2,6 % du PIB mondial. Le régime de loin le plus important est le flottement libre (27 % des monnaies et environ 68 % du PIB mondial). Un plus grand flottement des monnaies aurait dû entraîner une diversification des réserves. L'absence d'une telle diversification pourrait signifier que les pays concernés ont de fait maintenu le rattachement de leur monnaie au dollar indépendamment de tout engagement formel. Pour examiner cette hypothèse, il est nécessaire de s'intéresser non plus aux engagements formels des autorités monétaires de chaque pays, mais à leurs pratiques évaluées à travers la volatilité relative des monnaies par rapport au dollar, au mark ou au yen (encadré 1)⁴³.

43. On a exclu la livre sterling de l'analyse par simplicité et parce qu'elle a disparu des engagements formels.

TABLEAU 6

Nombre de monnaies appartenant à chaque régime de change

	Fin 1975	1993	% du PIB mondial en 1993 (1)
<i>Fixité par rapport à une monnaie :</i>			
dollar US	46	26	1,39
franc français	13	14	0,21
livre sterling	8	0	0,00
rouble	—	9	(6)
deutsche mark	0	2 (2)	—
autre monnaie (3)	5	6	0,02
<i>Fixité par rapport à un panier :</i>			
DTS	9	3	0,06
ECU	—	2 (4)	0,71
autre panier	18	26	1,82
<i>Flexibilité limitée</i>			
Serpent, puis Système Mon. Eur.	7	8	17,61
Parités glissantes et autres	6 (5)	34	10,02
<i>Flottement libre</i>			
	15	48	68,16
<i>Total</i>	<i>127</i>	<i>178</i>	<i>100,00</i>

(1) Calcul à partir des PIB de 1991. (2) Estonie, Croatie. (3) Roupie indienne, rand sud-africain, peseta espagnole, lire italienne et dollar australien. (4) Autriche, Chypre. (5) Par rapport au dollar des Etats-Unis. (6) Faute de statistiques éclatées pour le PIB de l'ancienne URSS, toutes les républiques qui en sont issues ont été assimilées à la Russie et intégrées dans le flottement libre. Sources : Fonds Monétaire International, « Exchange Arrangements and Exchange Restrictions » et banque de données Chelem-CEPII.

Encadré 1 Volatilité relative des monnaies par rapport au dollar, au mark et au yen

Il existe deux manières de rattacher une monnaie à une autre : on peut soit défendre un taux de change nominal fixe le plus longtemps possible, soit, modifier le taux de change nominal selon un calendrier annoncé à l'avance, en fonction de différents indicateurs économiques (au premier rang desquels l'écart d'inflation cumulé). Il s'agit alors de parités glissantes (*crawling peg*).

Afin de tenir compte de ces deux possibilités, la volatilité des taux de change est ici mesurée par l'écart-type des variations mensuelles de taux de change en logarithmes. Cette volatilité, calculée par rapport à une monnaie de référence i , est notée σ_i .

La volatilité par rapport au dollar, au mark ou au yen fournit une indication sur le degré de flottement des monnaies. Cependant, une hausse générale de la volatilité est compatible avec une certaine volonté des autorités monétaires de stabiliser la

parité par rapport à telle ou telle monnaie. On étudiera donc la volatilité relative par rapport aux trois monnaies de référence :

$$\lambda_i = \frac{\sigma_i}{\sigma_{\$} + \sigma_{DM} + \sigma_Y} \quad i = \$, DM, Y.$$

λ_i est égal à 1/3 lorsque la volatilité est comparable par rapport aux trois monnaies de référence. λ_i est inférieur à 1/3 pour un pays privilégiant la monnaie i dans la gestion de son taux de change.

L'étude porte sur soixante-six monnaies autres que les trois de référence⁴⁴. Les taux de change en moyennes mensuelles proviennent des *Statistiques Financières Internationales* du FMI. La période retenue couvre les années 1989 à 1993. Pour les périodes 1974-1978, 1979-1983 et 1984-1988, voir Bénassy (1994).

Les résultats sont rassemblés en annexe. Ils permettent de tracer une carte mondiale des zones de change selon les conventions suivantes :

- une monnaie appartient à la zone de change i si sa volatilité relative par rapport à i est inférieure à 0,25 ;
- compte tenu de l'appartenance du franc français à la zone « noyau SME » sur la période considérée, les quatorze pays de la zone franc sont rattachés à la zone « noyau SME » ;
- une monnaie n 'appartient à aucune zone de change si aucune volatilité relative n 'est inférieure à 0,25.

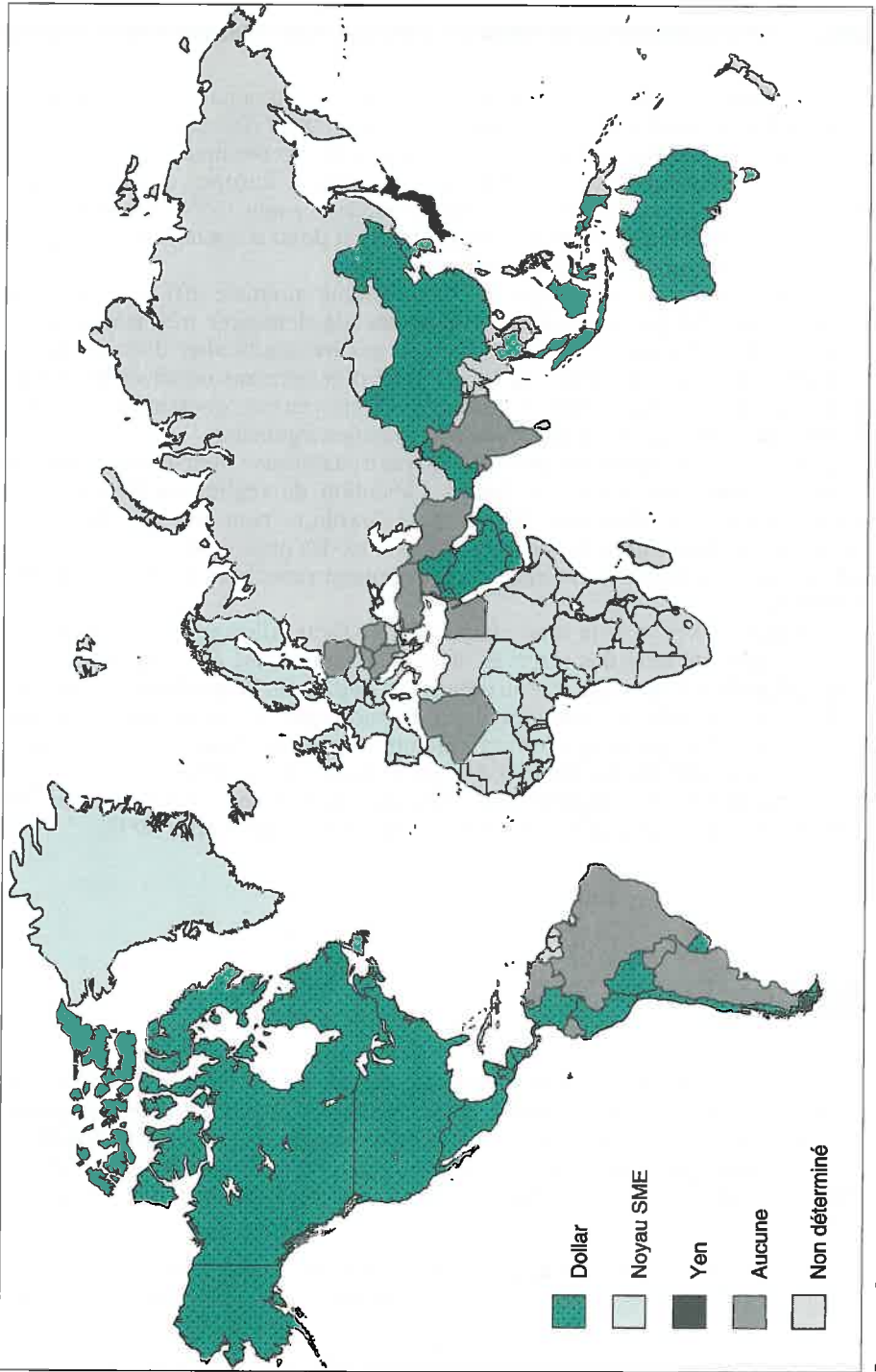
La zone yen est réduite au Japon. La zone « noyau SME » couvre toute l'Europe de l'Ouest et une partie de l'Afrique. La volatilité relative des monnaies européennes par rapport au mark est en général très inférieure au seuil de 0,25. Le dollar est dominant sur le continent américain, en Asie et dans le Golfe persique. L'Australie et la nouvelle-Zélande font tout juste partie de la zone dollar, avec une volatilité relative de 0,23. Néanmoins, un certain nombre de grands pays n 'appartiennent à aucune zone de change, qu'ils soient en régime de change flottant comme le Brésil ou qu'ils gèrent leur monnaie par rapport à un panier comme l'Algérie. L'Argentine est le seul pays dont le rattachement institutionnel au dollar ne se traduit pas par une volatilité moindre par rapport à la monnaie américaine.

Les monnaies de la zone dollar sont souvent des monnaies rattachées officiellement à la monnaie américaine, soit par un taux de change fixe (Golfe, Hong Kong), soit, plus souvent, par un système de parité glissante (Mexique). On trouve aussi des monnaies rattachées à des paniers de monnaies (Thaïlande) et des monnaies en régime de flottement libre ou plus ou moins « impur » (Colombie, Corée)⁴⁵.

44. Les banques centrales des soixante-six pays concernés, associées aux banques centrales des vingt-six pays en régime de change fixe par rapport au dollar, des quatorze pays de la zone franc, des Etats-Unis, du Japon et de l'Allemagne, gèrent en tout 86,5 % des réserves mondiales à la fin de 1992. On peut donc considérer l'étude comme représentative des comportements de gestion des taux de change dans l'ensemble du monde.

45. On appelle flottement impur un régime dans lequel la parité flotte, mais où les autorités interviennent fréquemment.

Les zones de change, 1989 - 1993



Source : Calculs CEPII à partir des données du FMI.

A l'opposé, la zone « noyau SME » réunit des monnaies qui font partie du mécanisme de change européen ou de la zone franc, des devises qui ont quitté récemment le mécanisme de change européen, et des monnaies qui, au contraire, cherchent à s'en rapprocher. Notons que les pays d'Europe centrale et orientale n'appartiennent à aucune zone de change sur la période 1989-93 comme sur une période plus récente. Le rôle des institutions est donc prépondérant dans le choix du mark ou du franc comme monnaie d'ancrage.

Ainsi, la moindre utilisation du dollar comme monnaie officielle de rattachement n'empêche pas la monnaie américaine de demeurer très fréquemment la monnaie de référence de fait, sauf dans le cas très particulier d'un rattachement officiel à un panier européen, ou à la volonté d'entrer dans un tel système dans un proche avenir⁴⁶. Inversement, l'absence de zone yen est cohérente avec l'absence de monnaie officiellement rattachée à la monnaie japonaise.

Cette image est renforcée par une analyse dynamique : bien loin de se disloquer, la zone dollar s'est renforcée depuis l'abandon du régime de Bretton Woods, notamment en Asie (Bénassy, 1994). Ainsi s'explique peut-être la relative stabilité de la part du dollar dans les réserves officielles des pays en développement, alors même que le nombre de monnaies officiellement rattachées au dollar a fortement diminué.

Toutefois, les pays de la zone « noyau SME » (hors Allemagne) détenaient, à la fin de 1992, près du tiers des réserves officielles mondiales, alors que les pays de la zone dollar (hors Etats-Unis) n'en détenaient que 23 %. Le poids de la zone « noyau SME » en termes de réserves s'explique en partie par l'existence du mécanisme de change européen qui oblige les pays membres à détenir beaucoup de réserves (les membres du SME détenaient, en 1992, 22 % des réserves mondiales). L'unification monétaire européenne pourrait faire diminuer la part de la zone « noyau SME » dans les réserves mondiales (Bénassy, Italianer & Pisani-Ferry, 1993).

Conclusion

L'analyse empirique qui précède laisse penser que le recul relatif du dollar par rapport aux autres grandes monnaies internationales est loin d'être aussi prononcé qu'aurait pu le laisser prévoir la construction européenne et l'affirmation du Japon comme grande puissance économique et financière. Il faut y voir d'abord une illustration de l'inertie qui caractérise le processus de l'internationalisation monétaire.

Le faible développement du yen comme monnaie internationale s'explique aussi par les restrictions réglementaires (levées seulement au milieu des années quatre-

46. Ces résultats concordent avec ceux obtenus avec une méthode différente par Frankel & Wei (1993).

vingt) qui ont retardé l'approfondissement et l'élargissement des marchés financiers japonais. Malgré la libéralisation formelle de ces marchés depuis dix ans, l'absence persistante de transparence des règles de concurrence financière effective continue à limiter l'usage du yen. A cela s'ajoutent des facteurs historiques et politiques ainsi que le comportement *price-taker* des exportateurs japonais, la forte dépendance du pays (et plus généralement, de la zone) vis-à-vis du pétrole importé, la concurrence entre Japonais et nouveaux pays industriels sur les marchés américains et, plus généralement, l'absence de tendance à la régionalisation du commerce asiatique ⁴⁷.

Le développement du deutsche mark a également été freiné par les restrictions réglementaires. Mais à la différence du yen, le mark a bénéficié du régionalisme commercial (CEE) et monétaire (SME) en Europe. Le statut de la monnaie allemande s'est renforcé avec la perspective de l'unification monétaire européenne et avec l'ouverture des pays d'Europe centrale et orientale. La poursuite de cette évolution dépendra des vicissitudes du projet d'unification monétaire et de la réussite de la transition en Europe de l'Est.

Au terme de cette période de transition, l'unification monétaire européenne – si elle se produit – devrait entraîner un élargissement, et surtout un approfondissement des marchés financiers européens. En outre, l'indépendance de la Banque centrale européenne serait un facteur de stabilité de la valeur interne de l'ECU. L'unification devrait donc encourager l'émergence de l'ECU comme monnaie internationale ⁴⁸. Le système monétaire international pourrait alors évoluer vers une configuration bipolaire ou tripolaire selon la régionalisation future des échanges en Asie et la capacité de l'Union européenne à conserver son statut économique dans le monde.

Références

- Aglietta M., A. Brender & V. Coudert (1990), *Globalisation financière : l'aventure obligée*, rapport du CEPII, Economica, Paris.
- Aglietta M., A. Bénassy, H. Delessy, J. Pisani-Ferry & P. Villa (1993), « Nouveau SME : la règle du jeu », *La Lettre du CEPII* n° 116, septembre.
- Aglietta M. & P. Deusy-Fournier (1994), « Internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire », *Economie internationale*, n° 59, 3^e trimestre.
- Banque des règlements internationaux, « Activité bancaire et financière internationale », *Bulletin trimestriel*, divers numéros.
- Bank For International Settlements (1993), *Central Bank Survey of Exchange Market Activity in April 1992*, mars.

47. Ce dernier point est relevé par Frankel (1993).

48. A court terme, cependant, les avoirs en monnaie européenne pourraient diminuer suite à l'apparition de réserves de change et d'encaisses de transaction intra-européennes inutiles (Kenen, 1992) et sous l'effet d'une diversification du risque (Bénassy, Italianer & Pisani-Ferry, *op. cit.*).

- Bénassy A. (1994), « La gestion des taux de change dans le monde depuis la faillite de Bretton Woods », *Document de travail*, CEPPI, à paraître.
- Bénassy A., A. Italianer, J. Pisani-Ferry (1993), « Les implications extérieures de la monnaie unique », *Economie et Statistique*, n° 262-263.
- Bourguinat H. (1985), « La concurrence des monnaies véhiculaires : vers le polycentrisme monétaire ? » in *Croissance, échange et monnaie en économie internationale*, Mélanges en l'honneur de J. Weiller, Economica.
- Bourguinat H. (1987), *Les vertiges de la finance internationale*, Economica, Paris.
- Brender A., P. Gaye & V. Kessler (1985), *L'Après dollar*, rapport du Cepii, Economica, Paris.
- Dooley M. P., J. S. Lizondo & D. J. Mathieson (1989), « The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves », *IMF Staff Papers*, vol. 36, n° 2, juin.
- Emerson M., D. Gros, A. Italianer & J. Pisani-Ferry (1991), *Marché unique, Monnaie unique*, Economica, Paris.
- Fonds monétaire international, *Statistiques financières internationales*, divers numéros.
- Fonds monétaire international, *Rapport annuel*, divers numéros.
- Fonds monétaire international, *Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, éditions 1976 et 1993.
- Frankel J. A. (1993), « Is Japan Creating a Yen Bloc in East Asia and the Pacific ? », in Frankel J. A., Kahler M. eds, *Regionalism and Rivalry, Japan and the United States in Pacific Asia*, NBER, The University of Chicago Press.
- Frankel J. A. & S.-J. Wei (1993), « Trade Blocs and Currency Blocs », *NBER Working Paper* n° 4335, avril.
- Hakkio C. S. (1993), « The Dollar's International Role », *Contemporary Policy Issues*, vol. XI, avril.
- Hartmann P. (1994), *A Model of Vehicle Currencies in the Foreign Exchange Market*, mimeo, février.
- Horii A. (1986) : « The Evolution of Reserve Currency Diversification », *Bank for International Settlements Economic Paper* n° 18, décembre.
- Ito T. (1993), « The Yen and the International Monetary System », in C. F. Bergsten, M. Noland eds., *The Pacific Dynamism and the International Economic System*, Institute for International Economics, Washington DC.
- Iwami T. (1994), « The Internationalization of the Yen and Key Currency Questions », *IMF working paper*, n° 41, avril.
- Johnson K. H. (1994), « International Dimension of European Monetary Union : Implications for the Dollar », *International Finance Discussion Papers*, Board of Governors of the Federal Reserve System, n° 469, May 1994.
- Kenen P. (1992), « EMU, Exchange Rates and the International Monetary System », *Recherches économiques de Louvain*, vol. 59 n° 1-2.
- Krugman P. (1980), « Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 12, n° 3, août.
- Krugman P. (1991), « The International Role of the Dollar : Theory and Prospects », in *Currencies and Crises*, MIT Press.
- Lelart M. (1991), *Le système monétaire international*, collection « Repères », La Découverte.
- Matsuyama K., N. Kiyotak & A. Matsui (1993), « Towards a Theory of International Currency », *Review of Economic Studies*, vol. 60, pp. 283-307.
- Nguyen K. (1993, « Quel avenir pour l'ECU ? », *Lettre de conjoncture de la BNP*, novembre.

- Page S. A. B. (1981), « The Choice of Invoicing Currency in Merchandise Trade », *National Institute Economic Review*, n° 98, novembre.
- Tavlas G. S. (1990), « On the International Use of Currencies : the Case of the Deutsche Mark », *IMF Working Paper* n° 90-3, janvier.
- Tavlas G. S. & Y. Ozeki (1992), « The Internationalization of Currencies : an Appraisal of the Japanese Yen », *IMF Occasional Paper* n° 90, janvier.

Annexe

TABLEAU 7

Volatilités relatives des taux de change par rapport au dollar, au yen et au mark

Période 1989-1993

	Volatilité par rapport au				Volatilité par rapport au		
	dollar	mark	yen		dollar	mark	yen
<i>OCDE</i>				<i>Amérique latine</i>			
Pays-Bas	0,50	0,02	0,48	Argentine	0,33	0,34	0,33
Belgique-Luxembourg	0,45	0,09	0,46	Bolivie	0,09	0,49	0,42
France	0,46	0,08	0,46	Brésil	0,32	0,35	0,33
Danemark	0,44	0,12	0,44	Chili	0,18	0,44	0,38
Italie	0,38	0,21	0,41	Colombie	0,09	0,50	0,41
Irlande	0,41	0,15	0,44	Costa Rica	0,17	0,43	0,40
Espagne	0,39	0,18	0,43	Rép. Dominicaine	0,28	0,37	0,35
Portugal	0,41	0,16	0,43	Equateur	0,27	0,35	0,38
Royaume-Uni	0,39	0,23	0,38	Guatemala	0,28	0,35	0,37
				Mexique	0,09	0,42	0,49
Autriche	0,50	0,02	0,44	Paraguay	0,33	0,34	0,33
Grèce	0,44	0,12	0,40	Pérou	0,33	0,33	0,34
Islande	0,40	0,22	0,37	Uruguay	0,20	0,35	0,45
Finlande	0,36	0,25	0,37	Venezuela	0,33	0,33	0,34
Norvège	0,43	0,13	0,40				
Suède	0,38	0,23	0,38	<i>Afrique</i>			
Suisse	0,44	0,16	0,36	Algérie	0,32	0,33	0,35
				Maroc	0,34	0,25	0,41
Australie	0,23	0,41	0,36	Tunisie	0,37	0,15	0,48
Canada	0,14	0,44	0,42				
Nouvelle-Zélande	0,23	0,41	0,36	Ile Maurice	0,40	0,17	0,43
Turquie	0,29	0,30	0,41	Madagascar	0,35	0,25	0,40
Yougoslavie	0,34	0,33	0,33				
<i>PECO</i>				Botswana	0,32	0,33	0,35
Hongrie	0,31	0,33	0,35	Ghana	0,19	0,43	0,38
Pologne	0,33	0,35	0,32	Kenya	0,30	0,34	0,36
Roumanie	0,33	0,34	0,33	Mauritanie	0,34	0,30	0,36
				Mozambique	0,31	0,34	0,35
<i>Asie</i>				Nigéria	0,34	0,33	0,33
Corée	0,08	0,49	0,43	Soudan	0,33	0,33	0,34
Singapour	0,18	0,43	0,39	Zaire	0,33	0,34	0,33
				Zimbabwe	0,30	0,33	0,37
Chine	0,24	0,42	0,34	<i>Moyen-Orient</i>			
Inde	0,28	0,35	0,37	Egypte	0,33	0,33	0,34
Indonésie	0,04	0,51	0,45	Iran	0,33	0,33	0,34
Malaisie	0,13	0,46	0,41	Israël	0,34	0,29	0,37
Pakistan	0,18	0,41	0,41	Jordanie	0,22	0,41	0,37
Philippines	0,19	0,41	0,40	Liban	0,32	0,35	0,33
Thaïlande	0,09	0,49	0,42				