

Obligations en monnaie-panier sur l'euromarché : enseignements²

Dans les années 80 et 90, le succès relatif des obligations internationales en Écus a plutôt tenu aux restrictions à l'internationalisation du mark allemand et à la spéculation qu'aux avantages de la diversification. L'émission d'obligations en monnaie-panier pourrait nuire à la liquidité des marchés obligataires nationaux.

JEL : E42, E58, F02, F31, F33, F36, G15.

Les pays d'Asie privilégient le développement de leurs marchés obligataires. La crise financière de 1997–98 a montré que, si ces marchés avaient été plus développés, ils auraient pu limiter le risque associé aux asymétries entre passifs en devises et actifs en monnaie locale. Depuis, les banques centrales ont mis en place un ensemble d'accords de swaps destinés à empêcher la répétition d'attaques spéculatives contre une monnaie, puis une autre. Depuis que la monnaie chinoise n'est plus rattachée au dollar EU, la gestion concertée des cours de change est devenue le troisième pilier de la coopération régionale, qui repose aussi sur l'expansion des marchés obligataires et le partage des réserves de change.

Dans ce contexte, le développement du marché régional des euro-obligations au service d'une coopération en matière de politique financière, monétaire et de change fait figure de précédent. En particulier, le recours à un panier de monnaies européennes, précurseur de l'euro, constitue pour beaucoup un exemple qui mériterait d'être suivi en Asie. C'est notamment l'opinion de Chaipravat *et al.* (2003) et Ito (2004)³. Ce dernier établit un lien entre l'émission d'obligations multidevises et la gestion prospective des monnaies en fonction d'un panier commun, telle que proposée par Williamson

¹ Ancien Chef de la politique réglementaire de l'International Capital Market Association et ancien Secrétaire général de l'International Primary Market Association.

² Les auteurs remercient Claudio Borio, Chris Golden, Jacob Gyntelberg, Louis de Montpellier et Charles Wyplosz pour leurs commentaires, ainsi que Stephan Arthur, San Sau Fung, Denis Pêtre et Swapan-Kumar Pradhan pour leur assistance technique. Les opinions exprimées dans cet article sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles de l'ICMA, de l'IPMA, ni de la BRI.

³ Voir également Mori *et al.* (2002), Plummer et Click (2005) et Eichengreen (2006).

(1999). Plus récemment, ASEAN+3 (2005) évoque la possibilité d'émettre des obligations libellées dans un panier de monnaies asiatiques (voir également Jung *et al.*, 2002).

Quels sont les antécédents sur l'euromarché ? Les opérateurs ont-ils utilisé des paniers officiels ou constitué les leurs ? Y ont-ils recouru pour se diversifier ou pour d'autres raisons ?

L'étude tente de répondre à ces questions. La première section examine les obligations en monnaie-panier avant l'arrivée de l'euro, en 1999. Les suivantes sont consacrées aux avantages puis aux inconvénients théoriques et pratiques de tels titres.

Obligations en monnaie-panier sur le marché international

Une monnaie-panier est une moyenne pondérée d'un ensemble de devises. Pour simplifier, prenons une unité composée de deux devises : 0,50 dollar EU et 60 yens. L'émetteur d'une obligation dans cette unité s'engage à payer, pour les intérêts et le principal, la somme des montants calculés, à la date de paiement, sur la base du cours de change au comptant pour chacune des deux monnaies composantes par rapport à la devise de règlement.

Pendant la deuxième moitié du XX^e siècle, des obligations internationales ont été émises sur quatre paniers. Trois d'entre eux n'ont guère duré, mais le quatrième a eu plus de succès et est devenu l'euro en 1999. Dans trois cas sur quatre, les agents privés ont adopté les unités de compte officielles et accepté l'éventualité d'une modification ou d'un abandon du panier⁴.

Les monnaies-panier étaient généralement virtuelles, c'est-à-dire qu'elles ne permettaient pas le règlement. Achat et paiement de l'intérêt et du principal s'effectuaient dans une monnaie ayant cours légal, habituellement le dollar EU. On a d'ailleurs dit que les banques du Benelux ont moins gagné sur la commercialisation de ces titres que sur la conversion des coupons en monnaie locale chaque année à leurs guichets au Luxembourg. Seul l'Écu, présenté ci-après, a bénéficié des mécanismes de compensation instaurés par une banque belge au début des années 80 afin que le service de la dette en Écus puisse être réglé en Écus.

Quatre paniers de libellé ont été utilisés sur l'euromarché :

⁴ Des obligations avaient déjà été libellées dans une combinaison de devises. Avant la Première Guerre mondiale, il n'était pas rare que les obligations émises en Europe s'appuient sur plusieurs monnaies ou soient libellées en francs or. Ainsi, une obligation multidevise, utilisée entre autres par les Chemins de fer russes, donnait à l'investisseur le droit de choisir la monnaie de remboursement (le plus souvent franc français, *Reichsmark* ou livre sterling, au cours de change au comptant à la date d'émission). Ces contrats ne reposaient pas vraiment sur un panier, mais comme ceux, très nombreux, qui comportaient des clauses de garanties or, ils se définissaient en réalité comme des contrats assortis d'options sur devises protégeant l'investisseur d'une dépréciation. Après l'effondrement du système de changes fixes de Bretton Woods, on a, par ailleurs, brièvement assisté à une multiplication des obligations en deux devises, par exemple mark allemand/dollar EU, qui offraient à l'investisseur une obligation classique et une option sur devise à longue échéance ; il ne s'agissait donc pas, à proprement parler, d'obligations en monnaie-panier.

L'unité de compte européenne (UCE)

l'unité de compte européenne...

La première monnaie-panier utilisée en Europe après la Deuxième Guerre mondiale fut l'unité de compte européenne (UCE). Reposant sur les devises des pays de l'Union européenne des paiements, elle visait à préserver la contrevaletur en or d'un placement. La première euro-obligation, émise pour un emprunteur portugais, a été libellée en UCE. « Les UCE étaient des instruments complexes, dont la valeur était tributaire d'une combinaison de 17 devises et du cours de l'or » (Gallant, 1988, p. 77). Le bénéficiaire d'un paiement en UCE, à savoir l'emprunteur puis l'investisseur, pouvait choisir la monnaie de paiement (Fisher, 1981, p. 140). On a dénombré 96 émissions en UCE, représentant environ \$2 milliards, entre 1963 et 1982 (Gallant, *ibid.*). La définition de cette unité de compte a évolué après l'effondrement du système de Bretton Woods : « À partir de 1972, lorsque, pour les monnaies des États membres de la CEE du moins, les parités fixes avec l'or ont été remplacées par un système de cours centraux, une nouvelle UCE est apparue, fondée sur les cours centraux des 9 monnaies de la CEE. » (De Beckker, 1984, p. 129). Ni les investisseurs ni les émetteurs ne l'ont jamais vraiment adoptée.

L'eurco

...l'eurco...

La monnaie-panier suivante, l'unité européenne composée (eurco), a été la plus éphémère. Ce montage purement théorique se définissait comme la moyenne pondérée des 9 devises de la Communauté économique européenne. Il n'a apparemment jamais été effectivement utilisé. L'investisseur devait indiquer à l'avance la devise de paiement. Trois obligations, pour un montant de \$130 millions, ont été émises en 1972–73 (Fisher, 1981, p. 139). L'unité constituait véritablement une monnaie-panier, mais sa définition purement privée n'a pas séduit les investisseurs. C'est probablement pourquoi cette monnaie a cédé la place au DTS en 1975.

Droit de tirage spécial (DTS)

...le DTS...

Le DTS privé équivalait exactement au droit de tirage spécial du FMI et sa valeur journalière correspondait au prix en dollars, ou dans d'autres devises, calculé et publié chaque jour à midi à Washington par le FMI. Au départ, le DTS était un panier de 16 grandes monnaies, ramenées à 5 en 1981 : le dollar EU, le mark allemand, le yen, le franc français et la livre sterling, pondérées en fonction de la taille de chaque économie et de sa part dans les échanges internationaux. Il était prévu que si le FMI cessait d'utiliser le DTS ou d'en publier la valeur, un agent d'évaluation désigné par l'émetteur reprendrait cette fonction. Les paiements s'effectuaient généralement en dollars, même si le recours à d'autres monnaies était prévu. Les statistiques BRI font état de 13 émissions en DTS, les 2 premières (par la ville suédoise de Malmö et l'entreprise suisse Sandoz) totalisant \$594 millions. Cependant, peu de pays géraient leur monnaie par rapport au DTS et, en l'absence de volonté politique

au niveau des États, les obligations en DTS privés n'ont eu qu'un rôle mineur sur les marchés⁵.

L'Écu

Lorsque le dollar EU s'est raffermi, au début des années 80, les investisseurs s'y sont de nouveau intéressés, et les chefs de file des émissions en UCE ou en DTS se sont reportés sur lui. Cependant, à mesure que les grands établissements étendaient leur domination sur ce marché, les banques continentales plus modestes sont revenues au concept de monnaie-panier, pour lequel elles avaient acquis un savoir-faire et une base de petits investisseurs fidèles.

...et l'Écu...

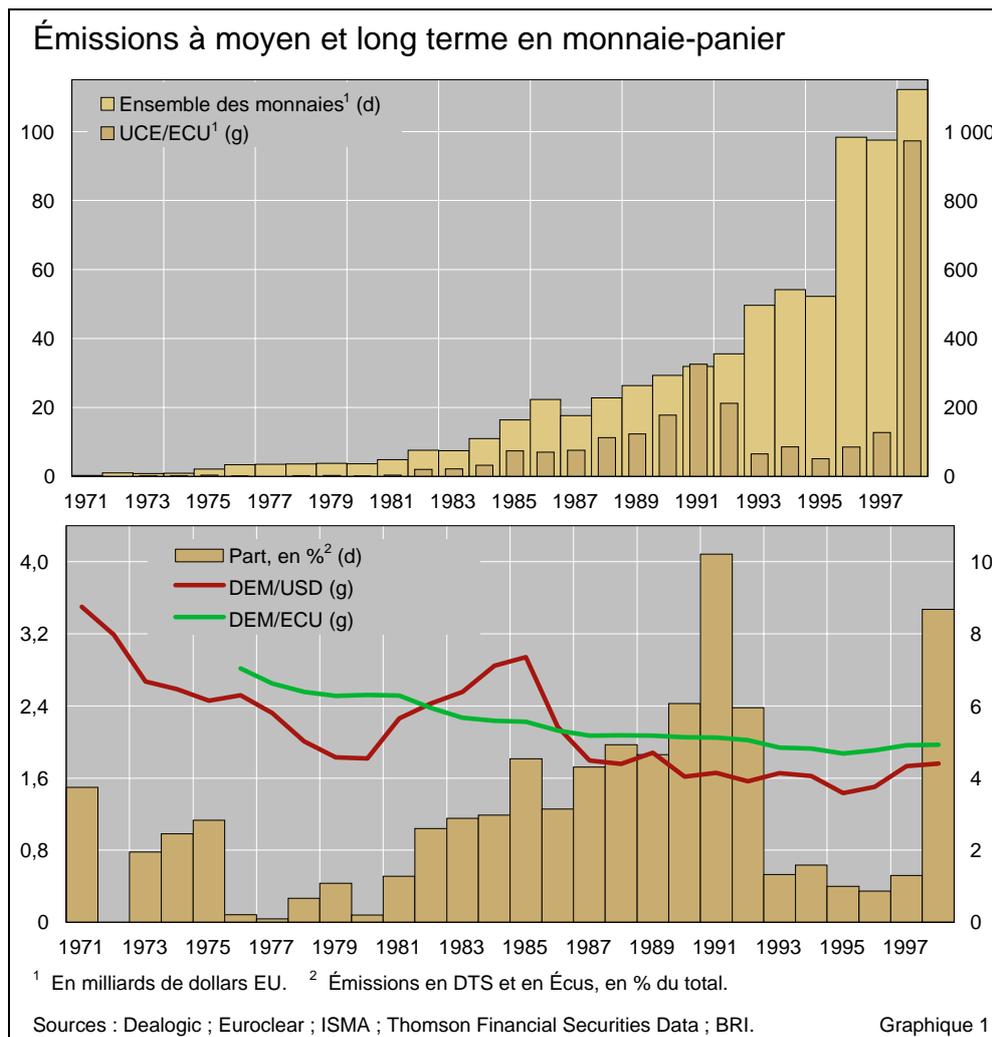
Les banques d'Europe continentale ont adopté la monnaie-panier la plus prometteuse, la seule viable : l'Écu, qui, comme l'UCE et le DTS, était un panier privé répliquant l'unité de compte d'une entité publique, en l'occurrence la Communauté européenne. L'Écu était composé de fractions ou multiples du mark allemand, du franc français, du franc belge, etc. (tableau 1).

À chaque élargissement, la Communauté européenne modifiait la composition de l'Écu afin d'inclure la monnaie des nouveaux membres. À de rares exceptions près, les paiements en Écus privés évoluaient en conséquence, même pour les émissions en cours. Ces révisions n'ont toutefois pratiquement pas accru la volatilité de la valeur de l'Écu exprimée en dollars ou en marks allemands. En effet, les nouvelles monnaies recevaient des pondérations faibles et étaient dans tous les cas censées suivre les grandes devises européennes.

Composition de l'Écu			
	13 mars 1979	17 septembre 1984	21 septembre 1989
Franc belge	3,66	3,71	3,301
Couronne danoise	0,217	0,219	0,1976
Mark allemand	0,828	0,719	0,6242
Drachme grecque	–	1,15	1,44
Peseta espagnole	–	–	6,885
Franc français	1,15	1,31	1,332
Livre irlandaise	0,00759	0,008781	0,008552
Lire italienne	109,0	140,0	151,8
Franc luxembourgeois	0,14	0,14	0,13
Florin néerlandais	0,286	0,256	0,2198
Escudo portugais	–	–	1,393
Livre sterling	0,0885	0,0878	0,08784

Tableau 1

⁵ Eichengreen et Frankel (1996, p. 366) : « Si le dollar est le pendant, dans le système monétaire mondial, de la langue anglaise sur la scène internationale, le DTS, conçu par le FMI comme monnaie internationale idéale, pourrait être rapproché de l'espéranto. De par sa définition, il est intrinsèquement plus utile que le dollar, tout comme l'espéranto est intrinsèquement supérieur à l'anglais. Si le DTS est encore moins employé aujourd'hui qu'il y a dix ans, c'est parce que, comme l'espéranto, il lui manque un public naturel qui pourrait l'utiliser même en dehors de son rôle international. ». Voir également Kindleberger (2000).



Le relatif succès de l'Écu privé tenait peut-être à son rattachement à une unité de compte européenne officielle par rapport à laquelle les monnaies étaient fixes et à sa propre stabilité face au mark. Selon les statistiques BRI, on dénombrait 1 218 émissions à fin 1997, totalisant la contrevaieur de \$168 milliards (graphique 1). En 1991, un dixième des obligations internationales étaient émises en Écus. De plus, des banques commerciales ont accordé des crédits libellés en Écus, dont des prêts immobiliers en Italie et au Royaume-Uni. L'Écu était aussi parfois inclus dans des prêts multidevises (BRI, 1991, pp. 146–148 ; IME, 1996, pp. 39–40).

L'Association bancaire pour l'Écu a créé un système de compensation et certaines banques du Benelux ont proposé à leurs clients des comptes en Écus, afin que le coupon et le principal puissent leur être payés en Écus et non en dollars, évitant ainsi les frais de change. La BRI a assuré le service de compensation de l'Écu (BRI, 1986, pp. 172–173 ; 1987, pp. 183–184 ; 1999, p. 162). On peut considérer que l'Écu constituait une monnaie privée, contrairement aux autres paniers qui étaient réglés dans les grandes monnaies ou dans leurs composantes.

Comme celle d'un fonds commun de placement à capital fixe, la valeur de l'Écu privé pouvait varier par rapport à sa valeur intrinsèque (théorique). Bien

...le seul à s'échanger entre agents et indépendamment des monnaies le composant

que limités, les mécanismes d'arbitrage maintenaient toutefois cette prime ou cette décote dans une fourchette plus étroite. Pourtant, du fait de cette prime ou de cette décote, la performance de l'Écu comme instrument de couverture était soumise à un facteur supplémentaire de variation.

Avantages des obligations en monnaie-panier

L'un des avantages évidents de cette catégorie d'obligations réside dans la diversification du risque de change. Dans la pratique, l'arbitrage réglementaire, à savoir la possibilité d'éviter les restrictions imposées par l'Allemagne à l'internationalisation du mark allemand, a également beaucoup compté dans cette utilisation de l'Écu. Par ailleurs, le rôle de la spéculation dans la montée de la crise du MCE, en 1992, est également incontestable.

Les obligations en monnaie-panier offraient trois avantages :

Diversification

Les obligations en monnaie-panier sont le gage d'une moindre volatilité grâce à la diversification du panier. Si une devise composante se déprécie face au dollar ou à la monnaie de base de l'investisseur, l'effet se limite au poids de cette monnaie dans le panier⁶. En théorie, un investisseur pouvait ainsi acquérir un portefeuille d'obligations libellées dans toutes les monnaies du panier.

une diversification inhérente...

Dans la pratique, les petits investisseurs n'ont pas la même capacité à se diversifier que les institutionnels. Ces obligations sont par nature diversifiées, ce qui leur évite d'acheter un grand nombre d'obligations pour lesquelles ils risquent de ne pas avoir assez de fonds, étant donné les conventions concernant le nominal. De plus, les supports manqueraient probablement : il est en effet peu vraisemblable qu'un emprunteur ait émis dans toutes les monnaies du panier, et, inévitablement, les échéances des titres disponibles varieraient. Pour les investisseurs institutionnels, en revanche, les pondérations des paniers ont peu de chances de correspondre à la composition du passif par monnaies (dans le cas d'une multinationale financière) ou à la répartition souhaitée pour le risque de change supporté.

...surtout intéressante pour les petits investisseurs...

Pour les émetteurs aussi, les obligations en monnaie-panier atténuent l'exposition aux fluctuations de change. Pendant la majeure partie de la période pendant laquelle ces monnaies ont été utilisées, les swaps de devises n'existaient pas, et il n'était pas facile de convertir les engagements dans une autre monnaie. Les banques d'affaires vantaient ces obligations aux émetteurs comme des passifs équilibrant naturellement le capital fixe des multinationales américaines en Europe. La réforme des règles comptables aux États-Unis, en 1982, a poussé les entreprises américaines à faire correspondre leurs actifs à des engagements à long terme libellés dans la même monnaie

⁶ En Asie, les avantages de la diversification paraissent importants. C'est ce qu'estiment Ogawa et Shimuzu (2004) ainsi que McCauley et Jiang (2004), même si Park et Park (2005) expriment des réserves. Néanmoins, ces avantages découlent en partie du manque d'ouverture des grands marchés obligataires en Asie – notamment en Chine, avec le contrôle des capitaux, mais aussi en Indonésie ou aux Philippines, où le risque politique a tendance à affaiblir la corrélation des rendements avec ceux des grands marchés.

(Andrews, 1983–84). Dans le cas des monnaies européennes administrées par rapport à l'Écu, les États ont été séduits par la promesse d'un risque de change limité associée aux émissions en Écus⁷.

Arbitrage réglementaire

...un substitut du mark, dont l'usage est limité...

Les obligations en monnaie-panier ont aussi facilité l'arbitrage réglementaire. On sait peu que le succès de l'Écu et de ses prédécesseurs tient essentiellement aux restrictions de droit à l'emploi du mark allemand pour les obligations des non-résidents. Certes, la constitution de l'Écu a permis d'utiliser d'autres monnaies comme libellé d'obligations internationales. Mais surtout, les émissions en Écus ont permis à des chefs de file non allemands de commercialiser des substituts du mark.

En particulier, les efforts de la Deutsche Bundesbank pour limiter l'internationalisation du mark ont ouvert une brèche pour l'Écu. Un accord informel conclu en 1968 avec les principales banques allemandes a instauré un principe d'**ancrage** imposant qu'une banque allemande soit chef de file de toute émission d'obligations en marks lancée par un non-résident⁸. En 1985, les filiales germaniques de banques étrangères ont été autorisées comme chefs de file d'obligations étrangères en marks allemands. Avec le lancement du projet de Marché unique européen, l'Allemagne a dû finir par accepter, en août 1992, toute filiale ou succursale de banque étrangère⁹.

À cause de cette réglementation, le désintérêt pour le dollar EU a rehaussé l'attrait d'un panier. Au début des années 70, en 1977–78 et à la fin des années 80, quand la monnaie américaine s'est affaiblie, les investisseurs se sont tournés vers le mark allemand (Cohen, 2005). Les banques allemandes ont eu tendance à ravir des parts de marché aux établissements des États-Unis, du Benelux, de France ou de Suisse¹⁰. Ces derniers ont alors

⁷ Selon les termes de Kenen (2006), l'Écu a bénéficié du fait qu'il constituait un panier interne pour de nombreuses économies, tandis que le DTS était un panier externe pour quelques-unes.

⁸ Cette année-là, un mécanisme de **rationnement** des émissions a été mis en place. En outre, la **conversion** en dollars des marks allemands levés par des émetteurs étrangers et leur transfert à l'étranger ont été (non officiellement) encouragés. « Avec ces accords, la Banque fédérale d'Allemagne a pu stabiliser plus facilement le recours au marché des capitaux [...] Les établissements de crédit allemands [...] étaient à l'abri de la concurrence étrangère, et pouvaient donc gagner davantage sur leurs activités de placement de titres. » La banque centrale allemande a également convaincu ses homologues étrangères d'empêcher les non-résidents d'émettre en marks hors d'Allemagne (Franke, 1999, p. 247).

⁹ La Deutsche Bundesbank a maintenu « le principe d'ancrage, de manière à conserver son influence sur les émissions en marks, notamment sous des formes innovantes ». L'obligation faite aux banques étrangères de disposer « d'une solide unité de placement en Allemagne [...] a protégé les chefs de file locaux » jusqu'à la naissance de l'euro, en 1999 (*ibid.*, p. 248).

¹⁰ À cette époque, seules les banques helvétiques étaient autorisées à organiser (seules ou à plusieurs) les émissions en francs suisses, et elles s'organisaient pour en exclure les banques suisses à capitaux étrangers. Par ailleurs, les banques suisses et allemandes avaient mis en place, pour un temps, un pacte de non-agression, s'engageant à ne pas ouvrir de filiale ou de succursale dans l'autre pays. Une autre approche consistait à émettre des obligations dans des monnaies moins importantes, étroitement liées au mark, formule toutefois moins avantageuse que les obligations en monnaie-panier. Les opérateurs anticipaient que le schilling autrichien et la couronne danoise allaient continuer de suivre le mark allemand de

cherché un substitut au dollar EU, se comportant de préférence de manière analogue au mark allemand. Or, toutes les monnaies-panier incluaient le mark.

La nationalité des chefs de file des émissions en marks et en Écus témoigne de l'avantage que constituait l'Écu pour les établissements bancaires de France, du Benelux et d'autres pays d'Europe continentale. Les données disponibles ne permettent pas de cerner l'expérience antérieure à 1985, mais la période de sept ans se terminant mi-1987 atteste de la prépondérance des banques allemandes dans le placement des obligations en marks (tableau 2, cadre du haut). Cependant, la libéralisation de 1985 était déjà manifeste : deux filiales allemandes de banques étrangères étaient chefs de file.

La perte de vitesse des banques allemandes au début des années 90 illustre les répercussions de la libéralisation des émissions en marks en 1985 (tableau 2, cadre du milieu). À l'époque, les banques ayant leur siège hors d'Allemagne détenaient près des trois quarts du placement d'émissions étrangères en marks. Parallèlement, les banques allemandes ne géraient qu'un dixième des opérations en Écus. L'assouplissement de la réglementation a atténué la spécialisation sur ces deux segments par rapport aux années 80.

Après cette libéralisation imposée par le projet de Marché unique, les banques allemandes ont continué de perdre des parts du marché des émissions en marks, tout en renonçant au segment, en repli, de l'Écu (tableau 2, cadre du bas). Libérés de l'obligation de disposer d'une filiale

Euro-obligations en marks allemands et en Écus			
En nombre d'émissions			
Nationalité des chefs de file	Monnaie de libellé		
	Mark allemand	Écu	Total
Janvier 1980–juillet 1987			
Allemande	622	0	622
Autre	32 ¹	277	309
Total	654	277	931
Janvier 1991–août 1992			
Allemande	116	14	130
Autre	207	132	339
Total	323	146	469
Septembre 1992–décembre 1998			
Allemande	440	0	440
Autre	1 292	56	1 348
Total	1 732	56	1 788
Test du χ^2 (indépendance de la monnaie de libellé et de la nationalité) = 793,7 pour la première période, 34,8 pour la deuxième et 18,9 pour la troisième ; valeur critique pour le seuil de significativité de 1 % = 6,6.			
¹ Filiales/succursales allemandes de Credit Suisse First Boston et Morgan Guaranty.			
Sources : Dealogic ; Gallant (1988, pp. 89 et 104) ; BRI.			Tableau 2

près, ce qui a profité aux obligations dans ces devises, mais les marchés respectifs étaient trop restreints pour que la plupart des banques étrangères s'y établissent, condition requise pour qu'elles soient agréées pour diriger le placement de titres.

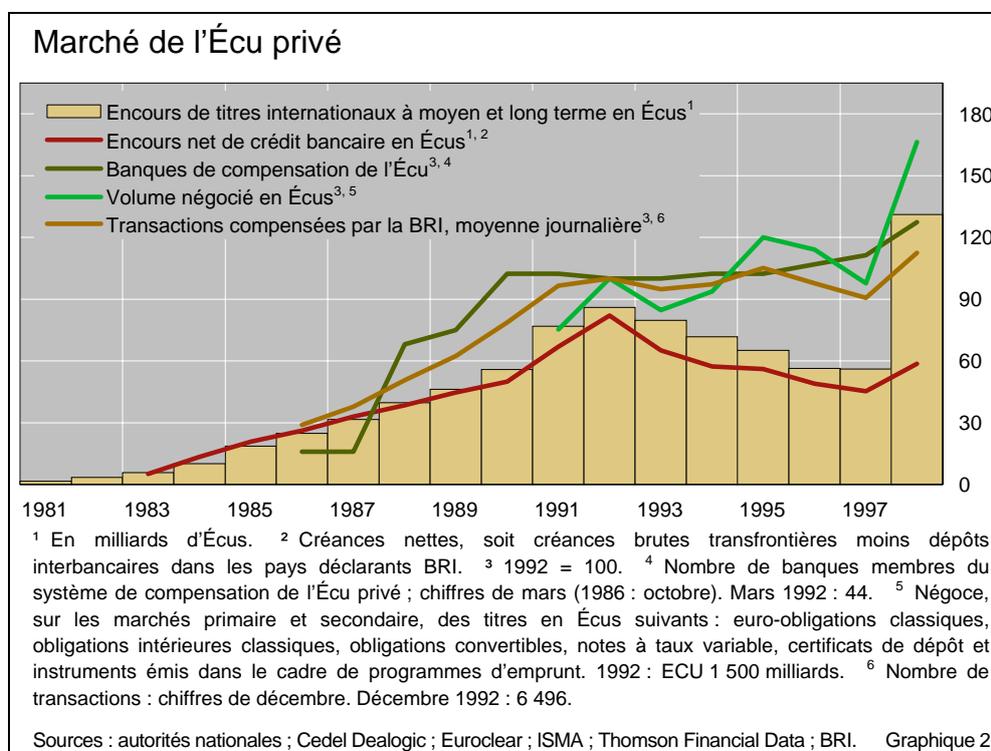
allemande, les établissements étrangers ont conquis les deux tiers des émissions en marks. Pour sa part, le secteur de l'Écu a décliné en raison de l'ouverture à la concurrence du segment en marks et des crises de 1992–93.

Pari sur la convergence

L'avantage théorique des obligations en monnaie-panier réside dans la diversification du risque de change. En pratique, la demande d'obligations libellées en Écus correspondait, pour une bonne part, à une quête de rendement misant sur la stabilité attendue des monnaies (la « convergence »).

Deux éléments semblent indiquer que les investisseurs se sont servis des obligations en Écus pour spéculer sur la stabilité de la monnaie et obtenir des rendements supérieurs à ceux des titres en marks. Premièrement, les émissions se sont multipliées début 1992, année de la première crise du mécanisme de change européen (MCE). Ensuite, plusieurs événements, du référendum au Danemark en juin 1992 aux dévaluations de l'automne et à l'acceptation de l'élargissement des bandes de fluctuation, fin 1993, ont mis le marché des obligations en Écus à rude épreuve (BRI, 1993, pp. 120–123). Deuxièmement, après la sortie de grandes monnaies du MCE, qui a infligé des pertes aux détenteurs d'obligations en Écus au Benelux et en Allemagne, les émissions ont fortement décliné et l'encours des obligations en Écus s'est amenuisé au cours des cinq années suivantes (graphique 2). L'encours des créances bancaires en Écus et le volume des transactions ont également

...et un coupon élevé, promettant des rendements supérieurs



affiché une tendance à la baisse ou à la stabilisation¹¹. L'encours des obligations en Écus s'est contracté, de même que les portefeuilles d'obligations nationales en monnaies européennes à taux d'intérêt élevés détenus par les non-résidents.

Ce n'est qu'à la veille de l'introduction de l'euro, début 1999, que l'émission d'obligations en Écus s'est redressée (BRI, 1998, pp. 153–154). Cependant, l'Écu avait gagné en attrait, car il était perçu comme un proto-euro. Les émissions s'appuyaient sur la certitude que l'euro serait introduit à raison d'un euro pour un Écu. Ce pari, entériné par les autorités européennes, a permis aux obligations en Écus de se transposer directement sur le marché des euros, alors que les titres libellés dans les devises antérieures à l'euro ont dû être relibellés pour y accéder.

Inconvénients des paniers

Face à ces atouts, les monnaies-panier présentent plusieurs inconvénients qui découlent surtout de leur complexité et de leur illiquidité.

Les obligations en monnaie-panier présentent deux inconvénients :

Complexité

L'émission d'une obligation multidevise nécessite un certain nombre de critères de sélection et de pondération des monnaies. Généralement, pour libeller des obligations sur l'euromarché, les émetteurs emploient des paniers officiels. Des juristes doivent alors rédiger les contrats obligataires de manière à prévoir toute modification de la définition officielle.

incertitude et complexité juridiques...

Rares étaient ceux qui comprenaient le fonctionnement des formules définissant la monnaie-panier d'une obligation, qu'il fallait s'efforcer d'expliquer aux émetteurs et aux investisseurs. Ces derniers craignaient que la définition soit insuffisante face à un changement du système de change international. Le recours à un panier défini officiel n'apportait pas de solution. Les obligations libellées en DTS ou en Écus, par exemple, étaient parfois présentées comme des titres en DTS ou Écus *privés*, pour les distinguer des créances et dettes des États. Si le FMI ou la Communauté européenne cessait d'utiliser et de publier la valeur du DTS ou de l'Écu, qu'advierait-il de ces obligations ? Bien sûr, le cas était prévu, mais il n'est pas sûr que les juristes aient envisagé toutes les éventualités.

Lorsque les différents juristes et banques montaient des émissions en monnaie-panier, il était toujours possible que les définitions ou formules varient légèrement. En cas de différences importantes, les obligations risquaient d'être traitées comme si elles n'étaient pas libellées dans la même monnaie. Le Royaume de Belgique, par exemple, a procédé à deux émissions en Écus, en

¹¹ De Boissieu (1996, p. 125) remarque : « Une baisse notable de la part de marché de l'Écu privé est intervenue après les deux crises du Système monétaire européen en 1992–93 et la perte de crédibilité qu'il s'en est suivi. Depuis, la reprise reste lente. Pendant un certain temps, les opérateurs ont gardé une impression négative du manque de convergence économique en Europe et de crédibilité politique de l'intégration européenne. C'est pourquoi la prime, c'est-à-dire le différentiel entre la valeur théorique du panier de monnaies constituant l'Écu et sa valeur réelle, a spectaculairement augmenté et reste substantielle. ».

appliquant délibérément une définition non standard. À cette époque, le Portugal était sur le point d'entrer dans la Communauté européenne et l'escudo, perçu comme une devise faible, pouvait amoindrir l'attrait de l'Écu pour les investisseurs. En fait, les deux émissions ont été remboursées avant que l'euro ne devienne la monnaie unique européenne et que les obligations en Écus existantes ne deviennent des obligations en euros.

Illiquidité

...et illiquidité

Les obligations en monnaie-panier réduisent la liquidité du marché obligataire, directement et indirectement. Elles ne sont elles-mêmes pas très liquides, parce qu'elles attirent de petits investisseurs, bénéficiant ainsi d'une diversification facile, enclins à les conserver jusqu'à l'échéance. Comme nous l'avons vu, les obligations en monnaie-panier présentent moins d'attrait pour les institutionnels, dont la propension à traiter sur le marché secondaire est plus grande¹².

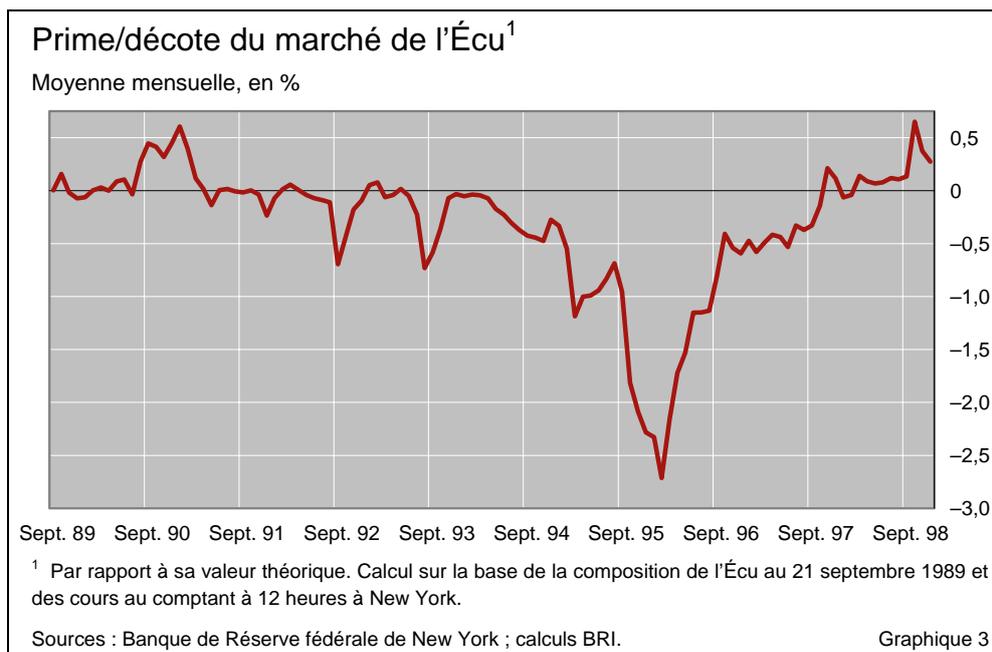
Une catégorie d'investisseurs institutionnels est toutefois susceptible d'être attirée par le marché de ces obligations : les banques et fonds spécialisés à même d'arbitrer entre le panier et ses composantes. En particulier, si le panier devient bon marché, ces arbitragistes auront tendance à l'acheter contre des positions courtes sur ses devises sous-jacentes. Donc, une fois que les banques privées ont cessé de stabiliser l'Écu vis-à-vis de sa valeur théorique¹³, sa décote habituelle a suscité une demande de ces professionnels, qui aurait sinon fait défaut (graphique 3).

Les émissions d'obligations en monnaie-panier par les États nuisent, elles aussi, à la liquidité des marchés obligataires nationaux en termes de coûts d'opportunité, parce qu'elles se font au détriment des titres en monnaie nationale. Or, un marché d'obligations d'État plus restreint tend à présenter un volume de transactions plus faible et une liquidité moindre, mesurée, par exemple, par l'écart acheteur-vendeur. Voir CSFM (1999a,b), McCauley et Remolona (2000), Mohanty (2002), Jiang et McCauley (2004).

En conséquence, les États européens ayant émis des obligations en Écus ont eu tendance à émettre moins de titres en monnaie nationale et, à la marge, ont souffert d'une liquidité moindre sur leur marché intérieur. Le coût d'opportunité n'a pas véritablement découlé de la vente de titres internationaux en Écus. Dans une certaine mesure, comme ce fut le cas avec l'émission obligataire belge de ECU 1,25 milliard en mars 1991, ce type d'opération a simplement refinancé une dette en devises, en l'occurrence des obligations en marks allemands et en francs suisses échues (BRI, 1991, p. 148). Les coûts les plus importants ont découlé de l'émission par l'État d'obligations en Écus sur le marché intérieur en Espagne, en France, en Italie et au Royaume-Uni.

¹² Les entreprises d'assurance vie japonaises constituent toutefois une exception de taille (McCauley et Yeaple, 1994).

¹³ Voir Folkerts-Landau et Garber (1992).



Fin 1991, l'encours des obligations d'État à court et long terme en Écus sur ces marchés intérieurs se situait à \$63 milliards (BRI, 1992, p. 185)¹⁴. La scission du marché local des obligations d'État en deux segments de devises a réduit la liquidité¹⁵. Ce coût a certes pu être assez modeste, compte tenu du développement des grands marchés d'emprunts d'État européens, mais, sur les marchés moins développés, une telle politique de gestion de la dette pourrait se révéler plus désavantageuse.

Conclusion

On pourrait imaginer que les obligations en monnaie-panier ont ouvert la voie à l'Union monétaire en Europe. Dans cette optique, les investisseurs européens acquérant ce type d'obligations auraient pu élargir leur horizon de placement au-delà de leur marché national, tout en supportant un risque de change limité et diversifié. Les émissions d'obligations en monnaie-panier auraient pu se multiplier jusqu'à ce que l'Écu laisse la place à l'euro. En conséquence, il suffirait que les pouvoirs publics incitent un peu à recourir aux obligations en monnaie-panier en Asie pour que les marchés obligataires asiatiques s'orientent vers une union monétaire asiatique.

Notre étude montre toutefois que la réalité concorde mal avec une telle reconstruction du passé européen. Dans une certaine mesure, les paniers ont servi de substitut au mark, à une époque où la banque centrale d'Allemagne

¹⁴ En 1990, l'encours des obligations internationales en Écus, équivalant à \$75 milliards, provenait, pour 40 %, d'émetteurs officiels nationaux et supranationaux (BRI, 1991, p. 147).

¹⁵ Certains de ces pays ont recouru à l'Écu officiel pour libeller des créances résultant de crédits croisés intra-européens à court terme, dont l'utilisation répartit le risque de change entre deux banques centrales. Cependant, cet avantage de l'Écu officiel est absent de l'usage de l'Écu comme libellé de la dette publique.

comptait bien garder la maîtrise de sa création. Cette lecture est corroborée par la nationalité des chefs de file des obligations internationales en marks et en Écus. À cet égard, les obligations en monnaie-panier se présenteraient sous de meilleurs auspices en Asie si les pays dotés des principales devises de la région résistaient à leur internationalisation.

Par ailleurs, les données suggèrent que l'émission d'obligations en Écus a répondu à une quête de rendement parmi les monnaies européennes. Après que les risques de change associés aux coupons relativement élevés sont devenus manifestes en 1992, les émissions en Écus se sont effondrées. À cette époque, la libéralisation des émissions en marks allemands avait dispensé les banques étrangères de recourir à l'Écu comme substitut. Le marché des obligations en Écus n'a redémarré qu'en 1998, lorsque les dirigeants européens ont décidé que ce panier deviendrait l'euro. Il est donc plus exact d'avancer que c'est la perspective de l'euro qui a redynamisé le marché des obligations en Écus plutôt que d'affirmer que le marché des obligations en euros est né de celui des obligations en Écus.

Est-ce pour autant une erreur que d'essayer de créer un marché des obligations asiatiques en monnaie-panier ? Pas forcément. Toutefois, l'expérience européenne attire l'attention sur la relation entre l'utilisation officielle et privée d'un panier, ainsi que sur l'aspect liquidité.

Il apparaît que l'utilisation officielle d'un panier est une condition nécessaire, mais non suffisante, à un usage privé général. L'obligation en monnaie-panier qui a rencontré le moins de succès dans l'histoire du marché des euro-obligations a été l'euroco, qui n'a pas bénéficié d'une définition officielle. On peut en conclure que l'émission d'obligations dans un panier de monnaies asiatiques défini à cette seule fin n'a guère de chances d'être bien accueillie. Même l'utilisation officielle des DTS n'a pas suffi à faire accepter ce panier par le privé.

Compte tenu des problèmes de liquidité, les émetteurs publics devraient bien réfléchir avant de vendre des obligations en monnaie-panier. Les institutions financières internationales, en Europe avant l'euro ou en Asie aujourd'hui, vendant ce type d'obligations doivent décider si elles veulent faire supporter l'exposition multidevise aux emprunteurs ou la couvrir, en totalité ou en partie. Ces deux approches peuvent se révéler plus coûteuses qu'une autre solution de financement, car il faut offrir un rendement supérieur sur un panier pour attirer les arbitragistes plutôt que les acheteurs naturels. Ces institutions doivent mettre en balance les atouts d'une émission en monnaie-panier et les coûts d'opportunité que doivent supporter leurs emprunteurs ou leurs actionnaires.

Les États, qui sont des émetteurs de référence dans la monnaie nationale, sont confrontés à un dilemme différent. Plus que les étroites considérations de coût, ils doivent envisager la possibilité que le volume d'émission soit détourné du marché intérieur, ce qui les priverait des avantages d'une référence plus large. Dans certains cas, le financement en devises peut être judicieux, et l'émission en monnaie-panier se justifier. Sinon, répartir les émissions entre plusieurs monnaies peut se révéler préjudiciable à la liquidité et au développement des marchés obligataires. Toute raison qu'aurait un État

d'émettre en monnaie-panier doit largement compenser le coût d'opportunité associé à un volume moins important d'émission en monnaie nationale.

Bibliographie

Andrews, M. D. (1983–84) : « FASB 52 : Corporate response and related foreign exchange market effects », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, hiver, pp. 69–70.

ASEAN+3, ministres des Finances (2005) : *Progress report*, 4 mai, Istanbul.

Banque des Règlements Internationaux (1986–99) : *Rapport annuel*.

Chaipravat, O., B. B. Supaphol et K. Sangsubahn (2003) : « Regional self-help and support mechanisms : beyond the CMI », document soumis au Secrétariat de l'ASEAN.

Cohen, B. H. (2005) : « Obligations internationales : choix de la monnaie d'émission », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 53–66.

Comité sur le système financier mondial (1999a) : *Market liquidity : research findings and selected policy implications*, Rapport d'un groupe de travail du CSFM, n° 11, mai.

Comité sur le système financier mondial (1999b) : *How should we design deep and liquid markets ? The case of government securities*, CSFM, Publication n° 13, octobre.

De Becker, R. (1984) : « The EUA sector », in I. M. Kerr (éd.), *A history of the eurobond market : the first 21 years*, Euromoney Publications, Londres, pp. 128–129.

De Boissieu, C. (1996) : « The SDR in the light of the multicurrency system », in M. Mussa, J. M. Boughton et P. Isard (éds), *The future of the SDR in light of changes in the international financial system*, FMI, Washington, pp. 122–144.

Eichengreen, B. (2006) : *The parallel currency approach to Asian monetary integration*, conférence-débat sur les questions de change en Asie, American Economic Association, Boston, Massachusetts, 7 janvier 2006.

Eichengreen, B. et J. Frankel (1996) : « The SDR, reserve currencies and the future of the international financial system », in M. Mussa, J. M. Boughton et P. Isard (éds), *The future of the SDR in light of changes in the international financial system*, FMI, Washington, pp. 337–378.

Fisher, F. (1981) : *International bonds*, Euromoney Publications, Londres.

Folkerts-Landau, D. et P. M. Garber (1992) : « The private ECU : a currency floating on gossamer wings », *NBER Working Papers*, n° 4017.

Franke, G. (1999) : « The Bundesbank and the markets », in *Fifty years of the Deutsche mark*, Oxford University Press, Oxford, pp. 219–266.

Gallant, P. (1988) : *The eurobond market*, Woodhead-Faulkner, New York.

- Institut monétaire européen (1996) : *Annual Report*, « Private ECU markets », pp. 39–40.
- Ito, T. (2004) : « Promoting Asian basket currency (ABC) bonds », in T. Ito et Y.-C. Park (éds), *Developing Asian bond markets*, Asia Pacific Press.
- Jiang, G. et R. McCauley (2004) : « Asie : marché des obligations en monnaies locales », *Rapport trimestriel BRI*, juin, pp. 65–78.
- Jung, W., C. Kim, S. Lee et H. Park (2002) : « The creation of the ACU and its application to the bond market », in H. G. Choo et Y. Wang (éds), *Currency union in East Asia*, Korean Institute for International Economic Policy, Séoul, pp. 201–219.
- Kenen, P. B. (2006) : « Comment on 'The parallel currency approach to Asian monetary unification' by B. Eichengreen », conférence-débat sur les questions de change en Asie, American Economic Association, Boston, Massachusetts, 7 janvier 2006. Princeton University.
- Kindleberger, C. P. (2000) : « The politics of international money and world language », in *Comparative political economy : a retrospective*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
- McCauley, R. et G. Jiang (2004) : « Obligations en monnaies locales : une option de diversification », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2004, pp. 53–69.
- McCauley, R. et E. Remolona (2000) : « Dimension et liquidité des marchés d'obligations d'État », *Rapport trimestriel BRI*, novembre, pp. 54–63.
- McCauley, R. et S. Yeaple (1994) : « How lower Japanese asset prices affect Pacific financial markets », *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, vol. 19, n° 1, printemps, pp. 15–33.
- Mohanty, M. S. (2002) : « Improving liquidity in government bond markets : what can be done ? », in *The development of bond markets in emerging economies*, *BIS Papers*, n° 11, juin, pp. 49–80.
- Mori, J., N. Kinukawa, H. Nukaya et M. Hashimoto (2002) : « Integration of East Asian economies and a step-by-step approach towards a currency basket regime », *IIMA Research Report n° 2*, novembre.
- Ogawa, E. et J. Shimizu (2004) : « Bond issuers' trade-off for common currency denominated bonds in East Asia », *Journal of Asian Economics*, vol. 15.
- Park, D. et Y.-C. Park (2005) : « Toward developing regional bond markets in East Asia », *Asian Economic Papers*, 3:2.
- Plummer, M. G. et R. W. Click (2005) : « Bond market development and integration in ASEAN », *International Journal of Finance and Economics*, 10, pp. 133–142.
- Williamson, J. (1999) : « The case for a common basket peg for East Asian currencies », in S. Collignon, J. Pisani-Ferry et Y.-C. Park (éds), *Exchange rate policies in emerging Asian countries*, Routledge, Londres.

