

**XVIIIe Journées Internationales
d'Economie Monétaire et Bancaire**

« Prix d'actifs »

21 – 22 Juin 2001

**LES EFFETS DE L'EURO SUR LES RELATIONS FINANCIERES
ENTRE L'EUROPE ET L'AMERIQUE LATINE ¹**

Luis Miotti, Dominique Plihon et Carlos Quenan²

INTRODUCTION

L'entrée en vigueur de l'euro le 1er janvier 1999 constitue l'un des événements économiques majeurs de la fin du XXème siècle. Parachevant un long processus d'intégration économique, la concrétisation de l'union monétaire européenne est appelée à introduire d'importantes transformations dans les relations monétaires et financières internationales. Le poids économique de la zone d'émission –c'est à dire les douze pays qui constituent actuellement l'Euroland - et la volonté des autorités européennes de ne pas contrarier le processus d'internationalisation de la nouvelle monnaie laissent penser que l'irruption de celle-ci peut se traduire par de profonds bouleversements du Système monétaire international (SMI).

Dès lors, il est légitime de s'interroger sur les effets l'euro sur les relations financières entre et l'Euroland- et les pays tiers, notamment l'Amérique latine. Certes, la tendance à la dépréciation de l'euro pendant ses deux premières années d'existence a généré l'impression – notamment aux yeux des opinions publiques - que celui-ci est très loin de pouvoir concurrencer, en tant que monnaie internationale, le dollar, principale devise-clé et monnaie de référence incontournable pour les pays latino-américains. L'affaiblissement de l'euro – en particulier par rapport au dollar - résulte non seulement de facteurs conjoncturels (écart de croissance et de rendements vis-à-vis des Etats-Unis) mais aussi de facteurs plus structurels (stratégie monétaire de la Banque Centrale Européenne –BCE-, insuffisances ou ambiguïtés en matière de gouvernement économique de la zone euro...). Mais il est vrai aussi qu'on ne peut pas tirer des conclusions définitives sur la base des évolutions de court terme.

En fait, l'histoire monétaire montre que le processus d'émergence et de déclin des monnaies à usage international est très lent et soumis à de nombreuses inerties. Ces inerties sont particulièrement fortes pour les fonctions de moyen de paiement et de réserve de valeur.

Les deux premières années d'existence de l'euro confirment cette analyse. Elles semblent confirmer également les analyses qui, réalisées avant la naissance de la monnaie européenne, soulignaient la possibilité d'un usage important de l'euro pour les opérations financières et faisaient remarquer que le choix des monnaies d'endettement et de placement

¹ Etude réalisée pour la commission Economique pour l'Amérique Latine et les Caraïbes (CEPALC) – version provisoire

² Respectivement université Paris 13 – Centre d'Economie de Paris-Nord (CEPN) et université Paris 3

dans les marchés de capitaux est un élément clé pour l'évolution du SMI (Bergsten, 1997 ; Mc Cauley, 1997 ; Portes et Rey, 1998).

La notable expansion des émissions obligataires internationales en euro constitue l'un des faits marquants des deux dernières années (Detken et Hartmann, 2000 ; BCE, 2000 ; BIS, 2000). L'Amérique latine a participé de manière importante au processus d'expansion du marché obligataire de l'euro. Nous allons donc analyser les implications à long terme de ce processus d'intensification des relations financières entre l'Europe et l'Amérique latine. Tout particulièrement, l'accent sera mis sur un aspect peu analysé jusqu'à présent dans les études sur la dimension internationale l'euro : l'émergence de la monnaie unique européenne en liaison avec la fonction d'unité de compte. Cette fonction ne se limite pas à la tarification du commerce international ; elle a trait aussi à l'utilisation des monnaies internationales comme ancrage pour la politique monétaire (Bénassy-Quéré et Lahrèche-Révil, 1998 et Bénassy-Quéré, 2000). D'ores et déjà, l'euro joue le rôle de monnaie d'ancrage (unique ou dans le cadre de paniers) pour une cinquantaine de pays. Il s'agit, en premier lieu, des pays africains ayant des monnaies rattachées aux devises européennes qui sont en train de disparaître à la suite de la naissance de la monnaie unique. Mais sont également concernés les pays d'Europe centrale et orientale – dont certains sont candidats à l'adhésion à l'Union Européenne et pourraient à terme, faire partie de l'Euroland. Ces pays, au cours des dernières années, ont renforcé leurs liens commerciaux et financiers avec l'Europe occidentale. L'euro peut-il devenir un élément d'ancrage monétaire pour certains pays latino-américains ?

Le travail est organisé de la manière suivante. Dans la première partie on présente un panorama général des principales conséquences de la création de l'euro pour l'Amérique latine, ce qui permettra de passer rapidement en revue les études jusqu'à présent réalisées sur l'impact, à court et moyen terme, de la nouvelle monnaie européenne sur la région latino-américaine. Ainsi, cette partie donne un aperçu des enseignements du processus d'intégration monétaire européenne et des effets de la monnaie européenne sur les relations euro-latino-américaines. Dans la mesure où les effets à moyen et long terme sur la région latino-américaine dépendent de manière décisive de l'évolution du degré d'internationalisation de l'euro, la deuxième partie est consacrée à l'analyse de cette question et des implications d'un plus grand usage de la monnaie européenne dans les opérations financières internationales. La troisième partie examine la question de l'émergence de l'euro et la fonction d'unité de compte des monnaies. Grâce à un exercice économétrique réalisé sur 93 pays on y met en relief les déterminants réels et financiers des choix en matière d'ancrage monétaire afin d'explorer les canaux à travers lesquels pourrait se développer l'utilisation de l'euro dans ce domaine. Les conclusions présentent un résumé des principaux résultats de cette étude, en mettant l'accent sur les implications à moyen-long terme de la création de l'euro pour les pays latino-américains.

I. L'EURO ET LE SMI : UN PANORAMA GENERAL

L'émergence de l'euro sur la scène internationale marque le début d'une nouvelle ère dans l'organisation des rapports monétaires et financiers internationaux. En prolongeant le processus d'intégration qui a démarré dans les années 1950, la naissance de l'euro constitue un pas décisif dans le long chemin vers un marché européen véritablement unique. En même temps, de par le poids économique de l'Euroland et de la volonté exprimée des autorités européennes, l'avènement de l'euro ouvre la possibilité de l'apparition d'une nouvelle grande monnaie internationale, à même de concurrencer le dollar.

1. Le rôle international de l'euro : considérations liminaires

Si l'on compare les poids relatifs des Etats-Unis et de la zone euro dans l'économie mondiale, il apparaît que ces deux ensembles font jeu égal en termes de PIB et de population, comme l'indique le tableau 1.

Tableau 1 : Le poids de la zone euro

	Population	PIB	Capitalisation boursière		Ouverture extérieure
	(1)	(2)	(2)	% PIB	(3)
Europe (11)	291.09	6 457.66	4 223.13	65.40	15.90
Etats-Unis	270.30	8 230.40	13 451.35	163.44	12.09
Japon	126.41	3 782.96	2 495.76	65.97	11.09

(1) millions d'habitants, (2) milliards de dollars, (3) exportations/PIB en %
Source : World Bank , données portant sur l'année 1998

En même temps, on s'aperçoit que la zone euro a un poids supérieur à celui des Etats-Unis sur le plan du commerce mondial. En revanche, le poids financier des Etats-Unis est largement supérieur, si l'on retient le critère de la capitalisation boursière. Ces données statistiques de base peuvent conduire à considérer que l'euro dispose d'une marge potentielle pour accroître sa part, comme monnaie à usage international, dans l'économie mondiale.

A cela s'ajoute un facteur non négligeable : la position des autorités européennes par rapport à l'internationalisation de l'euro. Sachant que l'histoire et la théorie économique montrent que le progrès dans l'usage international d'une monnaie ne peut être que graduel, elles ne cherchent pas à promouvoir activement l'internationalisation de l'euro. Mais, à la différence du Japon, qui s'est toujours résisté à la perspective de l'usage international du yen (en considérant que cela pouvait nuire à la conduite de la politique monétaire du pays), les autorités européennes ne s'opposent pas à une internationalisation croissante de l'euro. Leur position est que la stratégie en matière de politique monétaire est suffisamment robuste pour faire face aux implications d'une internationalisation croissante de la monnaie européenne (Duisenberg, 2000). Il s'agit donc d'une position « neutre » qui, de fait, favorise un usage international croissant de l'euro.

2. L'euro sur la scène internationale : des débuts difficiles

Contrairement à la plupart des prévisions réalisées avant la création d l'euro, la monnaie européenne s'est fortement dépréciée, perdant 30% de sa valeur contre dollar, pendant les premières années de son existence.

Trois groupes de facteurs ont contribué à cette évolution. Le décalage conjoncturel avec l'économie américaine connaissant l'une de ses phases d'expansion les plus remarquables. En second lieu, les facteurs financiers ont joué en faveur des Etats-Unis dont les taux de rendement étaient plus attractifs qu'en Europe. La balance des capitaux est très largement positive tandis que celle de l'Euroland est déficitaire, ce qui a naturellement pesé sur l'euro. La troisième série de facteurs est d'ordre institutionnel : la mise en place de l'union monétaire européenne a donné lieu à un processus d'apprentissage inévitable, marqué par un manque de lisibilité de la politique de la Banque centrale européenne. Plus fondamentalement, les opérateurs internationaux ont réagi aux incertitudes sur l'avenir de la construction européenne et sur la gouvernance de la zone euro.

L'une des conséquences de l'arrivée de l'euro sur la scène internationale a été d'accroître l'instabilité de la parité euro – dollar. A partir de plusieurs indicateurs mentionnés dans le tableau 2, on constate que la volatilité du taux de change s'est accrue avec la création de l'euro et que cette volatilité n'a cessé d'augmenter depuis. Une interprétation de ce résultat est que les deux monnaies ont été fortement arbitrées l'une contre l'autre et que l'avènement de l'euro a rendu très fébrile le marché des changes.

Tableau 2 : volatilité de la parité euro – dollar

Moyennes annuelles calculées à partir de données quotidiennes

	Volatilité (écart-type)	Moyenne mobile sur 5 mois	Tendance (filtre de Hodrick – Prescott)
1998	5.20	5.23	5.84
1999	6.47	6.61	7.04
2000	9.99	9.50	8.78

Source : nos calculs

Une partie des facteurs qui sont à l'origine de l'affaiblissement de l'euro peut être considérée comme temporaire et réversible. Ainsi en est-il de la méfiance des opérateurs à l'occasion d'une monnaie nouvelle. De même, on peut penser que la réallocation des portefeuilles des investisseurs européens, faisant suite à la disparition des 11 monnaies européennes, et qui expliquent une partie importante des sorties de capitaux de la zone euro, est un processus qui doit se stabiliser.

II. QUEL SERA LE DEGRE D'INTERNATIONALISATION DE L'EURO ?

LE ROLE DES USAGES FINANCIERS DE L'EURO

L'impact de la création de l'euro dans les relations monétaires internationales dépendra largement du degré d'internationalisation de l'euro. Il est utile de commencer par distinguer les différents usages, privés et publics, des monnaies à l'échelle internationale, puis de donner les conditions d'internationalisation d'une monnaie, telles qu'elles ont été énoncées par différents auteurs. Il sera ensuite possible d'utiliser ces éléments d'analyse pour tenter de déterminer dans quelle mesure l'euro sera susceptible de devenir une monnaie à usage international.

1. Le cadre d'analyse théorique

1.1. Une typologie des usages internationaux des monnaies

On peut distinguer, d'après une typologie proposée par Krugman (1991), six types d'usage international d'une monnaie en fonction d'un double critère : d'une part, les trois fonctions traditionnelles des monnaies, et d'autre part, les usages privé et public des monnaies à l'échelle internationale (tableau 3).

Tableau 3

Les différents usages internationaux d'une monnaie

Fonctions	Utilisation privée	Utilisation publique
<i>Moyen d'échange</i>	Monnaie de règlement / véhiculaire	Monnaie d'intervention
<i>Unité de compte</i>	Monnaie de fixation des prix / de facturation	Monnaie de rattachement / référence
<i>Réserve de valeur</i>	Monnaie de placement et de financement	Monnaie de réserve

Source : d'après Krugman (1991), « The International Role of the Dollar : Theory and Prospects », in « Currency and Crises », MIT Press

Comme moyen d'échange une monnaie internationale est utilisée par des non-résidents pour les échanges commerciaux et les mouvements de capitaux. Les agents privés utilisent une monnaie internationale comme un véhicule, c'est-à-dire comme un intermédiaire d'échange entre deux monnaies de second rang. Ainsi les transactions entre le Brésil et la Thaïlande sont éclatées en real/dollar et dollar/baht. De leur côté, les autorités monétaires utilisent également les monnaies internationales comme moyen de paiement dans leurs interventions sur le marché des changes.

Une monnaie internationale sert, en second lieu, d'unité de compte pour les agents privés pour la facturation de leurs transactions internationales dans les domaines commerciaux et financiers. Cette fonction est distincte de celle de moyen de paiement dans la mesure où une transaction peut être libellée dans une monnaie puis réglée dans une autre monnaie (distinction entre monnaie de facturation et monnaie de règlement). Les autorités monétaires font également usage de cette fonction d'unité de compte dans la mise en œuvre de leur politique de change lorsqu'elles décident d'ancrer leur monnaie sur une monnaie internationale de référence : c'est la question du régime de change.

Comme réserve de valeur, une monnaie internationale est utilisée par les agents privés dans le but de préserver la valeur de leurs avoirs. Ces derniers effectuent des

placements dans des avoirs libellés dans différentes monnaies internationales dans le cadre de stratégies d'optimisation du couple risque-rendement. Quant aux autorités monétaires, elles gèrent la composition de leurs avoirs de change en fonction, d'une part, de leur objectif d'optimisation du couple risque-rendement, et d'autre part, de la nature de leurs interventions sur le marché des changes.

Ces différents usages internationaux d'une monnaie sont séparables mais interdépendants. Par exemple, la décision des autorités monétaires de détenir certaines monnaies internationales pour composer les réserves de change (fonction de réserve de valeur) peut être en partie conditionnée par le choix d'un ancrage sur une ou plusieurs monnaies (fonction d'unité de compte).

Le degré d'utilisation d'une monnaie internationale par un pays peut être très différent selon les fonctions précédentes : ainsi le dollar peut être choisi comme ancre par les autorités monétaires, en raison du poids écrasant des marchés financiers américains, tandis que les opérations commerciales du même pays sont libellées dans d'autres monnaies. Il est possible de hiérarchiser ces fonctions ; la fonction de moyen de paiement international est souvent considérée comme la plus importante (Bourguinat, 1985).

1.2. Les conditions d'internationalisation d'une monnaie

D'après Bourguinat (1987), deux critères doivent être retenus :

- Stabilité - prédictibilité de la monnaie
- Acceptabilité – liquidité : une monnaie doit être acceptée universellement pour être internationale : la monnaie doit être « véhiculaire » au sens où elle est utilisée par des pays tiers, dans des transactions qui n'impliquent pas une relation directe avec la zone euro.

Tavlas (1991) a proposé des critères complémentaires :

- Le pays émetteur de la monnaie internationale doit avoir un poids important dans le commerce international, ce qui renforce l'utilisation de cette monnaie par les pays tiers
- Le pays émetteur de la monnaie internationale doit disposer de marchés financiers libres, larges et profonds, ce qui garantit la condition de liquidité et permet à la monnaie de jouer son rôle de réserve de valeur auprès des acteurs privés et publics.

Les conditions précédentes sont nécessaires mais insuffisantes pour expliquer pourquoi les opérateurs internationaux privilégient une monnaie. Certains auteurs ont mis l'accent sur le rôle des coûts de transactions, les phénomènes d'économies d'échelle, d'externalités positives (Kenen, 1992) et les effets de réseaux (Aglietta & Deusy-Fournier, 1994). Ces approches ont le mérite de montrer l'existence de processus d'auto-renforcement et d'inertie dans l'usage international des monnaies. Selon cette approche, la montée en puissance de l'euro ne pourra être que progressive et le dollar conservera une suprématie durable.

2. L'usage international des monnaies européennes dans le passé

Avant la création de l'euro en 1999, les principales monnaies européennes ont fait l'usage d'un usage international. Il n'existe pas de données statistiques pour mesurer explicitement le degré d'utilisation des principales monnaies pour chacun des six usages internationaux mentionnés dans la typologie présentée dans le paragraphe précédent

(tableau 4). Toutefois, à partir des données disponibles qui sont résumées dans le tableau 5, on peut dresser les trois constats suivants concernant la période précédant le lancement de l'euro :

- Le dollar était, de loin, la monnaie la plus utilisée à l'échelle internationale au milieu des années 1990. L'usage public du dollar dans les réserves de change représentait 56%. Les monnaies européennes viennent en seconde position avec 25.8 %, soit deux fois moins que la part du dollar.

En revanche, pour les autres fonctions monétaires internationales, il apparaît que la suprématie du dollar par rapport à l'ensemble des monnaies européennes est moins nette.

Concernant la fonction de moyen de paiement, qui peut être estimée à partir à partir des transactions sur le marché des changes, on constate que la part du dollar s'élevait à 83.3%, contre 69.9% pour les monnaies européennes.

S'agissant de la fonction d'unité de compte, les parts respectives du dollar et des monnaies européennes étaient de 47.6% et 33.5 % pour les échanges commerciaux ; de 37.8% comparés à 24.4% pour les émissions d'obligations internationales.

Tableau 4

Le degré d'usage international des principales monnaies
(données statistiques au milieu des années 1990)

Parts de marché en %	Dollar	Yen	DM	Autres monnaies européennes ⁽¹⁾
Réserves officielles	56.40	7.10	13.70	12.10
Transactions de change (sur 200 %)	83.30	23.60	37.10	32.80
Facturation du commerce	47.60	4.80	15.30	18.20
Emissions d'obligations internationales	37.80	17.70	15.60	8.80
Dette des PVD	50.00	18.10	16.10 ⁽²⁾	16.10 ⁽²⁾

⁽¹⁾ Composition exacte variable ; mais incluant toujours la £, le FRF, le NGL et l'Ecu

⁽²⁾ Pourcentage portant sur le total DM + autres monnaies européennes

Sources diverses citées par Benassy-Quéré et alii (1998), p. 17

- Depuis la fin des années 1970, on assiste à un déclin régulier de la part du dollar, comme monnaie à usage international, au profit des monnaies européennes et du yen. Cette évolution est particulièrement sensible pour ce qui concerne la fonction de réserve de valeur dans le secteur privé. Ainsi que le montre le tableau 5, la part du portefeuille privé de titres financiers libellée en dollar est passée de 67.3% en 1981 à 39.8% en 1995. Cette année-là la part du portefeuille privé détenue sous forme de titres en monnaies européennes atteignait 36.9 %, soit pratiquement autant que la part du dollar.

Tableau 5

Répartition par monnaies du portefeuille de titres détenu par les agents privés

	Fin 1981	Fin 1992	Fin 1995
Dollar	67.30	46.00	39.80
Monnaies européennes	13.20	35.20	36.90
Yen	2.20	6.90	11.50

Source : Ecu Institute

- Comme nous l'avons vu, si l'on compare les poids relatifs des Etats-Unis et de la zone euro dans l'économie mondiale, il apparaît que ces deux ensembles font jeu égal en termes de PIB et de population. Or, le poids financier des Etats-Unis est largement supérieur, ce qui laisse penser que le potentiel d'internationalisation de l'euro est important. Toutefois, il est probable que la vitesse avec laquelle l'usage de l'euro s'internationalisera pourrait être différent selon ses différentes fonctions dans l'économie mondiale, comme on va le montrer dans la section suivante.

3. Le processus d'internationalisation : des perspectives différentes selon les fonctions de l'euro

Selon notre analyse, en effet, on doit s'attendre à ce que le rôle international de l'euro se développe plus rapidement pour les opérations financières que pour les autres opérations.

3.1. L'utilisation privée de l'euro comme monnaie de règlement et monnaie véhiculaire

Bien que la zone euro représente une part plus importante des exportations mondiales de biens et services que les Etats-Unis - 20.1% contre 16.3% en 1998 -, l'accession de l'euro au rôle de monnaie de règlement / véhiculaire devrait être un processus lent. De fait, les modifications des pratiques de facturation et de libellé vont probablement s'étendre sur une période longue. Toutefois, selon une étude récente de la Banque centrale européenne (1999), quatre facteurs pourraient remettre en cause, même si ce n'est qu'à long terme, l'usage prépondérant du dollar comme monnaie de règlement / véhiculaire.

- Premièrement, tous les marchés sur lesquels l'euro est utilisé comme monnaie de règlement / véhiculaire verront normalement les coûts de transactions baisser, ce qui augmentera la probabilité d'un report sur l'euro. En particulier, les non – résidents désireux de se couvrir contre le risque de change devraient trouver plus de nouveaux instruments libellés en euros sur le marché des changes unique de la zone euro.

- Deuxièmement, les opérateurs de la zone euro seront mieux placés que par le passé pour exiger que l'euro soit utilisé dans leurs transactions afin de limiter leur risque de change. Les exportateurs européens qui ont jusqu'ici souhaité utiliser les devises étrangères pourraient ainsi adopter l'euro, leur monnaie locale, en tant que monnaie de facturation et de règlement vers les pays tiers.

- Troisièmement, les pays émergents et en transition pourraient être incités à utiliser l'euro pour libeller et régler leurs importations dans un souci d'équilibrer leur risque de change global vis-à-vis de la zone euro. De même, se familiarisant avec la monnaie

européenne, les opérateurs de ces pays pourraient avoir recours à l'euro comme monnaie véhiculaire dans leurs transactions locales.

- Quatrièmement, les transactions libellées en euro atteindront à un certain moment un seuil au-dessus duquel la propension des agents à utiliser l'euro comme monnaie de règlement / véhiculaire augmentera. Cette évolution devrait aller de pair avec une réduction des coûts de transaction et favoriser la poursuite du processus d'internationalisation de l'euro.

3.2. L'utilisation privée de l'euro comme monnaie de fixation des prix et de facturation

L'évolution dans ce domaine devrait également être lente car elle obéit aux mêmes facteurs que ceux qui commandent l'usage de l'euro comme monnaie de règlement / véhiculaire. Le rôle international de l'euro comme monnaie de fixation des prix et de facturation dépend également des pratiques sur les marchés des matières premières et de l'énergie, caractérisées par l'usage généralisé du dollar. Ces pratiques ne devraient évoluer que très lentement en raison du degré élevé de normalisation et de centralisation de ces marchés. Il est possible toutefois, comme cela a déjà été observé, que certains opérateurs tendent à facturer leurs opérations sur ces marchés en dollars tout en demandant que le règlement soit effectué en euro.

3.3. L'utilisation officielle de l'euro comme monnaie de réserve, d'intervention et de rattachement / référence

Selon la BCE (1999), les banques centrales font généralement preuve d'un certain conservatisme dans la gestion du niveau et de la composition de leurs réserves de change. Par conséquent, on peut s'attendre à ce que les réaménagements éventuels au profit de l'euro aient lieu plus lentement dans les banques centrales que dans le secteur privé. Néanmoins, il est probable que les banques centrales soient amenées à adapter leurs stratégies en ce qui concerne l'utilisation de l'euro comme monnaie de réserve et d'intervention pour trois séries de raisons.

- Premièrement, les banques centrales peuvent être incitées à modifier la composition de leurs avoirs pour tirer avantage des possibilités de diversification offertes par l'euro. Ces politiques pourront être encouragées par la liquidité et la profondeur accrues des marchés de capitaux en euro (cf plus loin).

- Deuxièmement, le recours accru des agents privés à l'euro amènera de facto les banques centrales à utiliser l'euro comme monnaie d'intervention.

- Troisièmement, l'euro sera utilisé par les banques centrales des pays qui ont l'intention d'y rattacher leurs monnaies.

En ce qui concerne l'utilisation de l'euro comme monnaie de rattachement / référence, il est vraisemblable qu'un certain nombre de pays décideront à l'avenir, de manière formelle ou informelle, de lier leurs monnaies à l'euro ou à un panier de monnaies contenant l'euro. Ce scénario concernera, en premier lieu, les pays s'apprêtant à rejoindre à terme la zone euro. Il pourrait également concerner d'autres pays émergents, notamment en Asie ou en Amérique latine, qui souhaitent stabiliser leurs monnaies par rapport à une ou plusieurs monnaies de référence (cf la troisième partie consacrée à la question des régimes de change).

Une étude récente d'Eichengreen et Mathieson (2000), qui analyse l'évolution de la composition des réserves officielles de change des pays émergents, vient compléter les

conclusions précédentes. Ces deux économistes américains montrent que la composition des réserves de change a connu une grande stabilité dans le temps par rapport à ses principaux déterminants : les flux commerciaux, les flux financiers et le régime de change. Les transformations constatées sont graduelles, ce qui suggère l'existence d'une forte inertie. Après avoir baissé de 1970 à 1992, la part du dollar dans les réserves de change dans le monde a augmenté jusqu'en 1997. D'une manière symétrique, les parts du yen et des monnaies européennes, ont décliné au cours des années 1990, après avoir augmenté dans la période antérieure.

Les tests économétriques montrent que l'importance des principales monnaies (dollar, mark et yen) dans les réserves de change est une fonction croissante du poids des pays émetteurs de ces monnaies dans les échanges commerciaux et de la part de la dette extérieure libellée dans ces monnaies. Par ailleurs, plus l'ancrage par rapport aux grandes monnaies est fort, plus les pays détiennent une part importante de leurs réserves dans ces monnaies de référence. L'économétrie fait également apparaître des relations de complémentarité entre le dollar et le mark, ce qui tendrait à suggérer que ces deux monnaies sont utilisées conjointement comme instruments de réserve internationale par les autorités monétaires.

Un autre résultat important de cette étude - qui porte sur une période antérieure à la création de l'euro -, est que les pays en développement qui ont libéralisé leur compte de capital ont eu tendance à modifier la composition en devises de leurs réserves de change en faveur du dollar et de la livre sterling. L'explication avancée par les auteurs est que ces deux monnaies sont émises par les pays dont les marchés financiers internationaux sont les plus développés. On peut donc en déduire que l'euro pourrait prendre à l'avenir une place croissante dans les réserves officielles de change, à mesure que se développeront les marchés financiers de la zone euro.

4. L'usage financier de l'euro par les agents privés : des perspectives d'internationalisation significatives

L'utilisation de l'euro par le secteur privé comme monnaie de placement et d'endettement devrait jouer un rôle important dans le processus d'internationalisation de la monnaie européenne pour deux séries de raisons. Premièrement, dans les transactions internationales, les opérations financières ont un poids désormais beaucoup plus important que les opérations sur biens et services. Ainsi, sur le marché des changes, l'essentiel du volume des transactions est la contrepartie d'opérations financières. Deuxièmement, il existe un large consensus sur le fait que la création de l'euro devrait jouer dans le sens d'un développement rapide des marchés financiers en euro. Tous les professionnels prévoient la mise en place progressive d'un marché de l'euro large, profond et liquide, ce qui devrait favoriser des conditions de placement et de financement plus avantageuses pour les opérateurs européens comme pour les opérateurs des pays tiers.

4.1. Les principaux facteurs de développement du marché financier de l'euro

Par rapport à la situation antérieure, la création de l'euro a deux effets positifs directs et immédiats sur les marchés de capitaux en Europe :

- L'euro met fin à la fragmentation des marchés nationaux ;
- L'euro supprime le risque de change entre les monnaies européennes.

En augmentant la taille des marchés et en supprimant des obstacles à la circulation des capitaux, l'euro accroît fortement la liquidité des marchés de la zone euro, c'est-à-dire la possibilité d'opérer d'importantes transactions sans perturber significativement les cours des titres.

Le poids financier de l'euro est très inférieur à son poids économique, ce qui s'expliquait dans le passé par l'atomisation de l'Europe. C'est l'inverse pour le dollar dont le poids financier est très largement supérieur à son poids économique. Dans la mesure où le poids économique des Etats-Unis et de l'Europe (mesurés par la taille du PIB ou celle de la population) sont comparables, on doit s'attendre à un rééquilibrage au niveau de la finance, avec une montée en puissance des marchés de capitaux de la zone euro. Ce processus de rééquilibrage sera progressif car il sera freiné par d'inévitables phénomènes d'inertie.

Plusieurs facteurs, qui ne sont pas directement liés à la création de l'euro mais dont les effets seront amplifiés par l'émergence de la nouvelle monnaie, devraient contribuer à un développement intense des marchés de capitaux dans la zone euro :

- du côté de l'offre de capitaux : augmentation de l'épargne des ménages en Europe (raisons démographiques) et transformation des comportements patrimoniaux des ménages (par exemple, la part des placements financiers dans le patrimoine des ménages français a triplé depuis 20 ans) ;

- du côté de la demande de capitaux : trois facteurs vont augmenter fortement les besoins de financement des entreprises en Europe : la croissance en Europe ; le rattrapage de l'investissement par rapport aux Etats-Unis ; la restructuration des entreprises (corporate finance) ; de ce point de vue, la création de l'euro aura des répercussions stratégiques dans tous les secteurs de l'économie et devrait exiger, de la part des entreprises, des dépenses supplémentaires d'investissement que celles-ci devront financer de manière efficace.

4.2. L'impact de la création de l'euro sur les différents compartiments des marchés financiers de la zone euro

Les différents compartiments du marché financier de la zone euro ont été affectés par la création de la monnaie européenne en 1999. Jusqu'ici, il apparaît que le marché obligataire privé a été de loin le plus dynamique (BCE, 2000).

4.2.1. Les marchés monétaire et des changes de la zone euro

La mise en place de l'euro et du nouveau cadre de la politique monétaire ont entraîné un vaste processus d'intégration et d'uniformisation dans toute la zone euro qui a considérablement renforcé la liquidité du marché monétaire de l'euro. En effet, avec l'introduction de l'euro les marchés monétaires et inter-bancaires ont commencé à fonctionner de manière totalement intégré.

Le besoin de redistribuer la liquidité entre les onze pays de la zone euro, y compris la liquidité fournie par les opérations de refinancement de l'Eurosystème, a favorisé le développement des transactions trans-frontières sur le marché monétaire. Ces opérations représentent environ 50% de l'activité totale sur l'ensemble des compartiments du marché monétaire. Le système de paiement brut en temps réel Target, utilisé par le système européen de banques centrales, joue un rôle central pour la redistribution de la liquidité dans la zone euro, ainsi que pour les opérations d'arbitrage qui contribuent à lisser les taux d'intérêt pratiqués dans les différents compartiments des marchés monétaires de la zone euro. Le degré d'intégration de ces différents compartiments est encore inégal, le marché des opérations en blanc étant plus intégré que le marché des pensions (liquidités échangées

contre des titres) en raison du manque d'harmonisation entre pays du traitement juridique et fiscal de la gestion des titres servant de garantie.

Les marchés de produits dérivés à court terme en euros se sont rapidement développés. Le marché des contrats d'échange de taux d'intérêt en euro (sur lequel des paiements d'intérêt fixes sont échangés contre des paiements d'intérêt variables) est devenu complètement unifié, comme l'atteste l'existence d'une seule courbe de rendements pour l'ensemble de la zone euro. De même, la liquidité et l'activité ont fortement progressé sur le marché des contrats à terme du marché monétaire ; les contrats en Euribor – taux de référence unique – ont remplacé l'ensemble des anciens contrats.

Le passage à l'union monétaire a été l'un des principaux catalyseurs de la rationalisation du marché des changes, déjà entamée par le processus des fusions bancaires ou le recours accru aux systèmes de courtage électronique. Le nombre d'opérateurs a diminué et le volume des transactions a diminué, notamment par suite de l'effet mécanique de la suppression des transactions croisées entre monnaies européennes. La convention de cotation au certain recommandée pour l'euro (1 euro = X unités de monnaies Y) a été largement adoptée.

4.2.2. Le marché des actions

A la différence des marchés monétaires, les marchés des actions (de même que ceux de titres d'Etat) ne sont pas unifiés à l'échelle européenne (BIS, 2000). On peut cependant s'attendre à un développement rapide du marché des actions libellées en euro pendant les prochaines années. Cette progression pourrait résulter de plusieurs séries de facteurs :

- Un effet de rattrapage par rapport aux marchés concurrents : en exprimée en pourcentage du PIB fin 1999, la capitalisation boursière de la zone euro n'était encore que de 65%, alors que celle-ci s'élevait à 163.4% aux Etats-Unis. La proportion des sociétés cotées, encore faible dans la zone euro, devrait s'accroître dans les prochaines années, notamment avec l'entrée en bourse d'entreprises de taille moyenne.

- La disparition du risque pays dans le compartiment des obligations devrait attirer sur les marchés d'actions les investisseurs à la recherche de placements risqués. Comme pour le marché des obligations privées, la bourse bénéficiera de l'arrivée des investisseurs étrangers attirés par les produits de la zone euro.

- La création de l'euro a un effet catalyseur sur les coopérations trans-frontières et paneuropéennes entre les places boursières, ce qui aboutira à la mise en place de marchés non seulement plus vastes, mais également plus liquides et plus diversifiés. Plusieurs alliances sont en cours de négociation, dont la plus importante concerne les places de Londres et de Francfort.

- La création de l'euro suscite également des initiatives qui devraient dynamiser les marchés boursiers : on peut citer la création de Nasdaq-Europe en 2000 qui constitue une plate-forme européenne pour les émissions d'actions nouvelles de sociétés européennes à forte croissance, et d'Easdaq, bourse internationale ayant son siège à Bruxelles et dont l'activité consiste à attirer les cotations d'entreprises de croissance de taille intermédiaire et ayant une orientation européenne ou internationale.

4.2.3. Le marché obligataire

La transformation la plus importante suscitée par l'introduction de l'euro a trait à l'essor spectaculaire des émissions obligataires libellés dans la nouvelle monnaie

européenne. Tout particulièrement, c'est le compartiment des obligations privées, domestiques et internationales, qui a connu une expansion spectaculaire (Detken et Hartmann, 2000 ; BCE, 2000 ; BIS, 2000).

En ce qui concerne le segment des émissions souveraines, domestiques et internationales, l'évolution a été beaucoup plus modérée. Certes, d'emblée, la conversion en euros de la dette publique libellée dans les anciennes monnaies européennes a créé un marché plus large que son homologue japonais et qui n'est dépassé que par celui du Trésor des Etats-Unis ; fin 1999, l'encours des emprunts à long terme en euros des Etats de l'Euroland s'élevait à 2200 milliards d'euros, soit deux tiers de celui du Trésor américain (BIS, 2000). Mais l'expansion du marché obligataire souverain domestique est limitée dans la mesure où le traité de Maastricht se traduit par un plafonnement des déficits budgétaires et des ratios d'endettement public des pays de l'Union Monétaire. Quant aux pays émergents, après les crises financières intervenues depuis 1997 on a constaté un ralentissement de la croissance globale des émissions souveraines.

En somme, l'évolution récente du marché obligataire de la zone euro peut être synthétisée de la manière suivante :

- La structure du marché obligataire euro se transforme : baisse de la part des émissions obligataires souveraines (à la suite de la réduction des déficits publics et des programmes de rachats de dette) ; augmentation de la part des émissions non souveraines par les institutions financières et par les entreprises (en particulier le secteur des Télécoms pour le financement des licences UMTS).

- Le marché domestique de la dette obligataire privée en euro est extrêmement dynamique : les émissions privées des obligations libellées en euro ont progressé de 294% au cours des neuf premiers mois de 1999 par rapport à la période correspondante de 1998 (BCE, 2000).

- Les émissions internationales en euro se développent rapidement : elles se sont accrues de plus de 150% en 1999, dépassant le montant des émissions en dollars (tableau 6). Qui plus est, le dynamisme des émissions totales en euro par les non – résidents se poursuit au cours de l'an 2000, en particulier pour l'obligataire corporate.

Tableau 6
Titres de dette internationaux : émissions nettes par monnaie
(en milliards de dollars des Etats-Unis et en %)

	1996	1997	1998	1999	Encours fin déc. 1999
	<i>En milliards de dollars des Etats-Unis</i>				
Dollar Etats-Unis	259.10	331.60	410.40	546.20	2 512.20
Yen	85.70	33.40	- 26.80	- 5.80	536.80
Euro (ou monnaies de la zone Euro)	134.50	133.90	223.60	576.20	1 561.20
Autres monnaies	52.70	64.40	73.70	108.70	755.40
TOTAL	532.00	563.20	680.90	1 225.20	5 365.50
	<i>En % de variation annuelle</i>				
Dollar Etats-Unis	278.8%	28.0%	23.8%	33.1%	-
Yen	7.4%	-61.0%	-180.2%	-78.4%	-
Euro (ou monnaies de la zone Euro)	59.7%	-0.4%	67.0%	157.7%	-
Autres monnaies	86.9%	22.2%	14.4%	47.5%	-
TOTAL	104.1%	5.9%	20.9%	79.9%	-

Source : BRI (2000)

Quatre séries de causes sont à l'origine du dynamisme des marchés obligataires :

- La baisse de la finance intermédiée (Canals, 1999) : les entreprises de la zone euro utilisent d'une manière croissante le marché obligataire pour s'endetter, ce qui entraîne une diminution des financements par crédits bancaires (désintermédiation). Les structures financières des entreprises de la zone euro, d'avantage orientées vers la finance de marché, se rapprocheraient de celles observées dans les pays anglo-saxons ;

- L'importance des opérations de restructurations d'entreprises : ces opérations (fusions – acquisitions, rachat d'entreprises par endettement) ont entraîné une forte demande de fonds de la part des entreprises privées qui a été satisfaite en grande partie par des émissions d'obligations libellées en euro d'une ampleur sans précédent dans l'histoire des marchés financiers européens. Les opérations de fusion et d'acquisition impliquant des entreprises situées dans la zone euro en tant que maison-mère ou société cible ont progressé de 153% en valeur en 1999 par rapport à 1998. Pour ce qui est du secteur bancaire (+ 35%), le montant des opérations de restructuration a dépassé celui enregistré aux Etats-Unis en 1999.

- Le rôle dynamique des investisseurs : il se manifeste de deux manières. D'une part, les investisseurs étrangers (notamment américains et asiatiques) ont accru leur présence sur les marchés de la zone euro pour profiter du développement de ceux-ci. D'autre part, on assiste à une montée en puissance de la gestion collective de l'épargne par les investisseurs institutionnels (fonds mutuels, fonds de pension, compagnies d'assurance) dans la zone euro. Il en résulte une demande accrue de placement sous forme de titres négociables en euro. En principe, les investisseurs ont un objectif de diversification. Dans ce domaine, les perspectives offertes par les marchés européens sont complexes : d'un côté, la création d'un espace monétaire financier unifié élimine les possibilités de diversification par pays. Toutefois, le développement récent de nouveaux segments de marché en euro - en particulier la dette à rendement élevée et à plus hauts risques – contribue à ouvrir la palette de choix des investisseurs. Un autre facteur important pour les investisseurs étrangers est la question de la corrélation des rendements des actifs en euros et en dollars. Celle-ci pourrait s'accroître si l'on en croit la tendance, suggérée par des travaux récents, à une plus grande synchronisation des cycles économiques entre les Etats-Unis et l'Europe.

- L'émergence de nouveaux instruments : c'est le cas du marché d'obligations à haut rendement (c'est-à-dire d'obligations émises par des établissements dont la notation est peu élevée), dopé par l'augmentation des opérations de fusions – acquisitions et par la demande d'obligations à rendement élevés par les investisseurs institutionnels. Ce marché, ouvert également aux entreprises de taille relativement modeste, dispose d'un grand potentiel de développement car sa taille est encore très largement inférieure à celle des marchés américains.

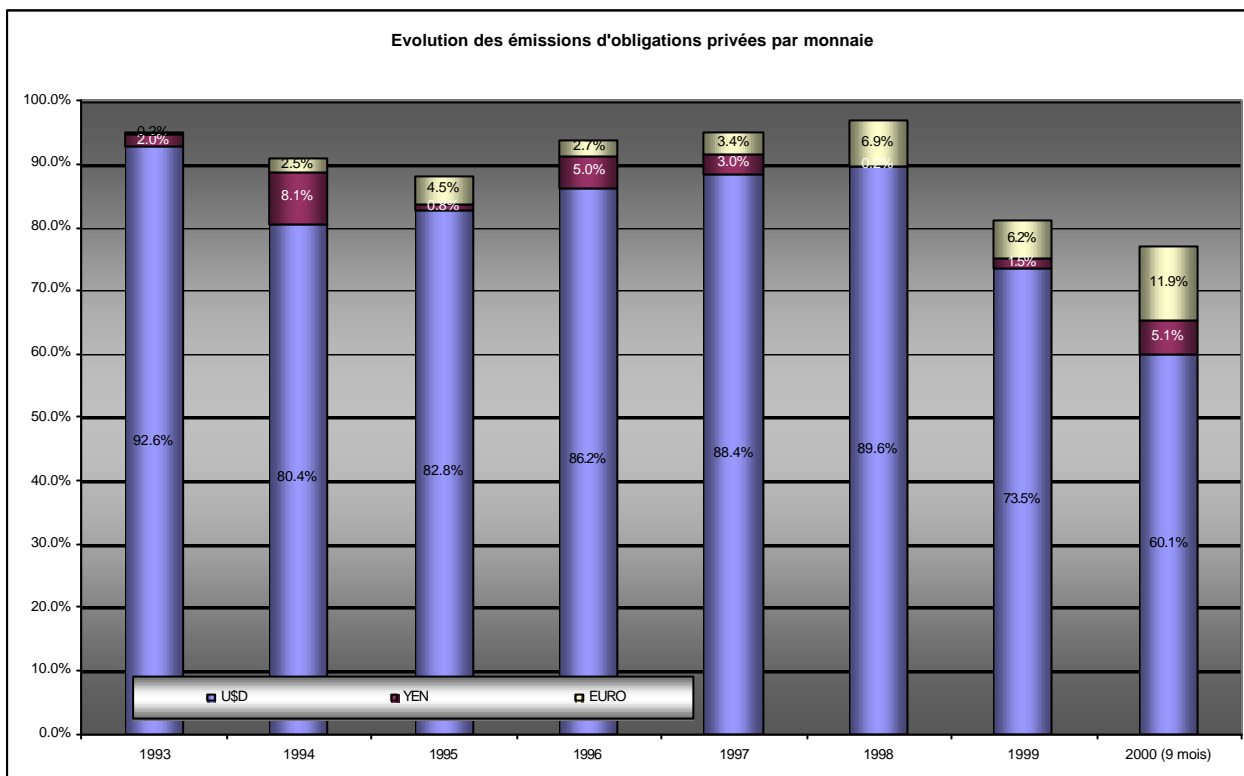
5. L'Amérique latine et l'essor des émissions obligataires en euros

A travers leurs émissions, les pays en développement ont contribué de manière importante à l'accroissement du marché obligataire en euros. La part de l'euro dans les émissions totales de ces pays a continué d'augmenter en 1999, pour régresser légèrement en 2000. Mais, en dépit de ce recul global, résultat de la diminution de la part des obligations souveraines en euro –qui représentent un tiers du total en 2000, le fait marquant est la poursuite de l'essor des émissions privées. La proportion de celles-ci double en 2000, passant de 6% à 12% du total, et ce au détriment des émissions en dollars (graphique 1).

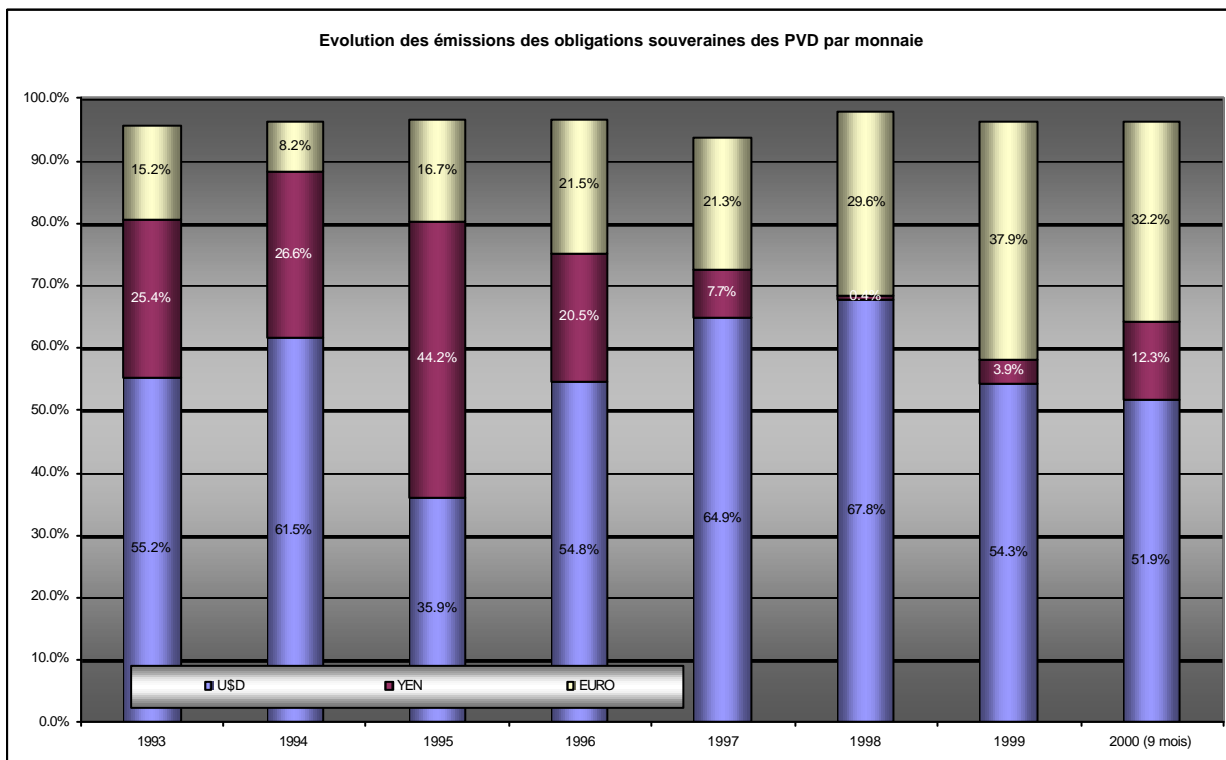
Quant aux émissions souveraines, le recul intervenu en 2000 bénéficie plutôt aux émissions en yens, car la part des émissions ont dollars a continué à chuter, atteignant leur plus faible proportion depuis 1993, si l'on exclut l'année 1995 (graphique 2).

Dans ce cadre, pour l'Amérique latine on constate une augmentation de la part des émissions obligataires libellées en euro par rapport aux émissions totales des pays latino-américains depuis 1997, avec une forte hausse de la part des émissions privées et une baisse de la part des émissions souveraines en 1999 (graphique 3). De ce fait, à partir de 1999 l'écart se creuse à nouveau entre la part de l'Amérique latine dans les émissions totales des pays en développement et celle que la région représente dans les émissions obligataires en euros de ces mêmes pays (graphique 4). Avec une part, en 2000, de 60% dans les émissions obligataires en euros des pays en développement, l'Amérique latine participe activement du processus d'internationalisation de celui-ci en tant que monnaie d'endettement.

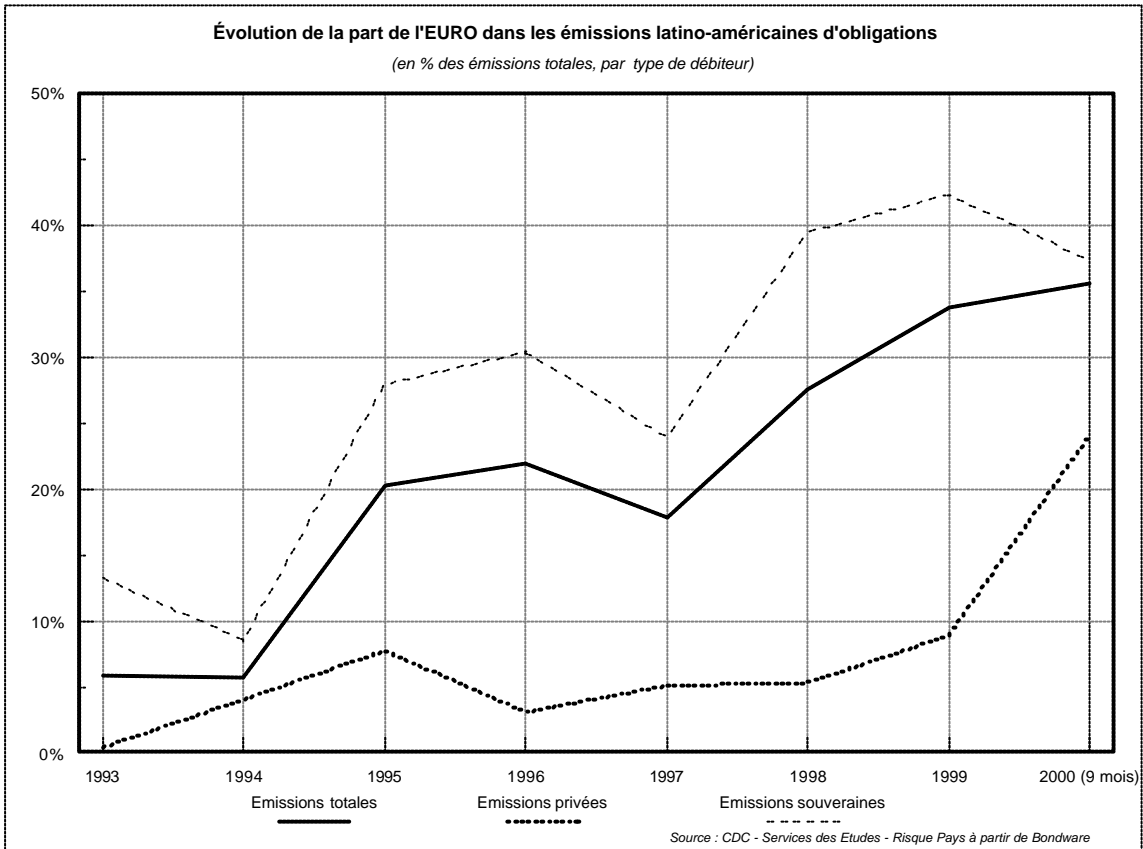
Graphique 1



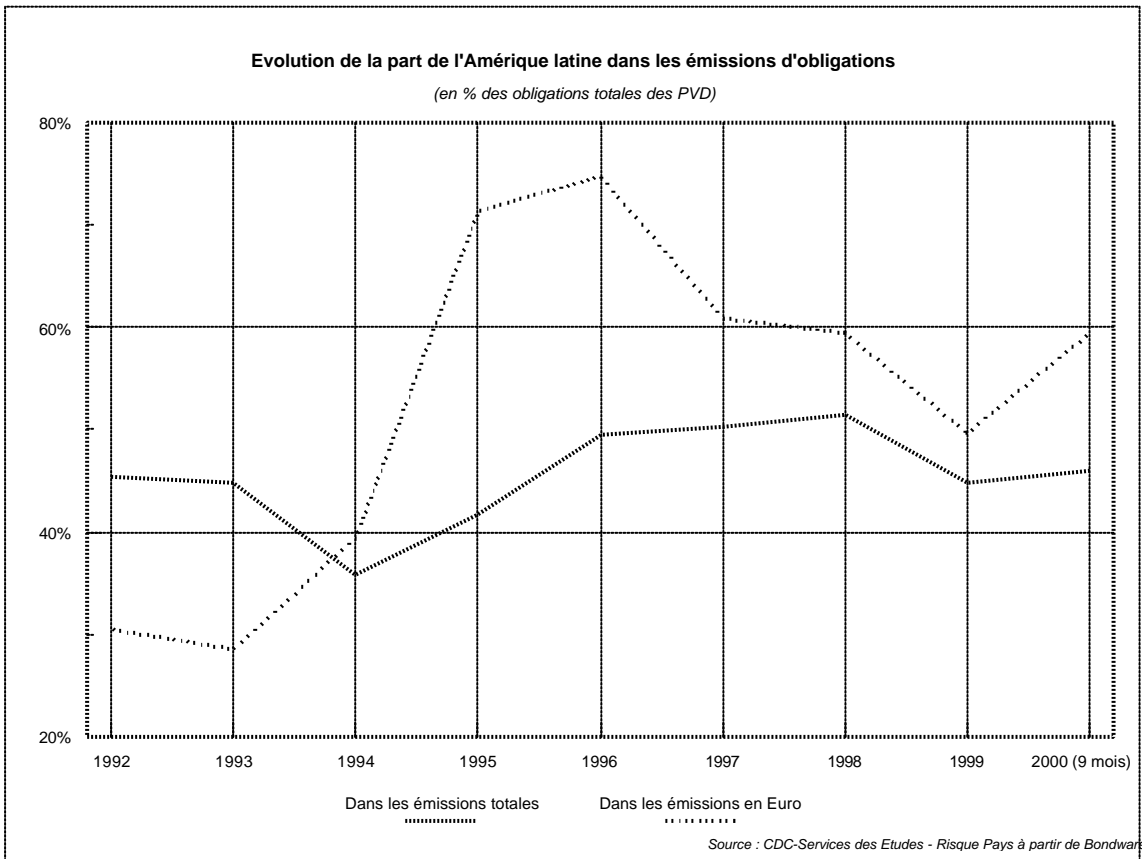
Graphique 2



Graphique 3



Graphique 4



III. L'EMERGENCE DE L'EURO ET LA FONCTION D'UNITE DE COMPTE : LE CAS DE L'AMERIQUE LATINE

Les travaux sur l'émergence de l'euro comme monnaie internationale se sont penchés, pour la plupart, sur les fonctions de moyen de paiement. Ce n'est que depuis peu que des études sur la gestion des réserves de change³ ont vu le jour.

La fonction d'unité de compte est souvent délaissée, peut-être parce que la cotation du commerce international est particulièrement exposée à une inertie due aux externalités de réseau, ou parce que les monnaies de cotation paraissent découler de leur usage pour les autres fonctions (Bénassy-Quéré et Coeuré, 2000).

Comme nous l'avons déjà signalé, la fonction d'unité de compte fait référence non seulement à la question de la tarification du commerce international (fixation des prix de la plupart des matières premières); elle concerne aussi l'utilisation des monnaies internationales comme devises d'ancrage. Cette fonction d'ancrage est cruciale dans un processus d'internationalisation, car elle conditionne le risque qu'il y a à utiliser une monnaie internationale pour les autres fonctions.

A court terme, l'euro concurrencera difficilement le dollar comme monnaie d'ancrage mondiale, car les décisions d'ancrage sont liées au degré d'intégration commerciale (flux de commerce extérieur) et financière (endettement, IDE, ...) et aux pratiques commerciales (le commerce de la plupart des matières premières est libellé en dollars). Autrement dit, l'existence de fortes inerties sur le plan des pratiques commerciales et financières empêche la diffusion rapide de l'euro comme devise internationale.

Toutefois, à moyen et long terme on peut s'attendre à une généralisation de l'utilisation de l'euro comme monnaie d'ancrage nominal des monnaies du sud.

Dans la première section nous allons aborder la question de la détermination *de facto*⁴ des ancrages monétaires.

Une fois fixés les régimes d'ancrage, dans la deuxième section on mettra en lumière les déterminants réels et financiers des choix en matière d'ancrage à partir d'une analyse économétrique réalisée sur 93 pays.

Enfin, on explorera de manière prospective les canaux de généralisation de l'utilisation de l'euro comme monnaie d'ancrage, en mettant l'accent sur la situation des pays d'Amérique latine dans ce domaine.

³ Voir notamment Alogoskoufis et Portes (1997), Eichengreen (1999) et, surtout, comme nous l'avons indiqué, Eichengreen et Mathieson (2000) pour une étude concernant le rôle prospectif de l'euro en tant que monnaie de réserve.

⁴ Par opposition aux ancrages déclarés en tant que régimes officiels publiés par le F.M.I. (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions)

1. Les régimes d'ancrage *de facto*

1.1. La méthode et la liste des pays

Les régimes de change suivis *de facto* sont étudiés à l'aide d'une méthode économétrique nouvelle fondée sur la méthodes des moments généralisés (voir Annexe méthodologique). Les ancrages implicites de 111⁵ monnaies sont estimés sur données hebdomadaires avant et après la période de crises financières émergentes (1997-1998). Les résultats montrent que la proportion de monnaies ancrées *de facto* au dollar US est beaucoup plus élevée que ne le laissent entendre les régimes officiels publiés par le F.M.I. Ce phénomène prévaut aussi après la crise asiatique, ce qui suggère que le système actuel survit mieux aux chocs qu'on ne le pense habituellement, au moins à court terme. A l'inverse, les régimes de changes flottants sont beaucoup moins fréquents que ce qui est affiché officiellement, tandis que les ancrages sur l'euro représentent une substantielle minorité. Le travail de Bénassy-Quéré et Coeuré (2000), que l'on suit ici, conclut que le système monétaire International ne semble pas évoluer vers davantage de flottement, et qu'il est encore loin d'une configuration en différents blocs monétaires de tailles comparables.

Les conclusions les plus importantes de l'étude de Bénassy-Quéré et Coeuré sont :

1. La proportion des monnaies ancrées de manière unitaire vis-à-vis du dollar (50 %) est plus élevée que la part des ancrages officiels reportés par le F.M.I., et semble stable.
2. La proportion des monnaies ancrées sur l'euro montre la présence des régimes d'ancrage *de facto*.
3. La proportion des paniers est plus élevée que celle qui est rapportée par le F.M.I. Le panier le plus "populaire" est la combinaison euro-dollar. Lorsque le yen est inclus dans le panier, cette dernière monnaie reste marginale. Après la période 1997-1998 (crises asiatique et russe), la proportion d'ancrages euro-dollar-yen augmente substantiellement.
4. Enfin *de facto*, le régime de flottement des monnaies (4%) est beaucoup moins fréquent que ce qui est déclaré officiellement au F.M.I. (30%).

⁵ Dont 93 vont faire l'objet de l'étude sur les déterminants des ancrages, dans la section suivante.

2. Les déterminants du choix des régimes d'ancrage de facto

A partir des résultats des estimations réalisées pour calculer les régimes d'ancrage *de facto* on se concentre maintenant sur les déterminants réels et financiers des choix réalisés par les pays. Le tableau 7 présente les corrélations entre le choix d'un ancrage et les variables commerciales, financières et géographiques.

Tableau 7

Commerce, dette et régimes d'ancrage nominal Tableau de corrélations

	DOLLARcg	EUROcg	YENcg	Dollbin5cg	EURBIN3cg	YENBIN1cg
DOLLARcg	100.0%	-96.9%	-61.2%	91.1%	-93.7%	-58.9%
EUROcg	-96.9%	100.0%	39.6%	-85.9%	88.4%	39.3%
YENcg	-61.2%	39.6%	100.0%	-63.4%	64.9%	92.7%
Dollbin5cg	91.1%	-85.9%	-63.4%	100.0%	-86.5%	-60.2%
EURBINcg	-93.7%	88.4%	64.9%	-86.5%	100.0%	65.2%
YENBINcg	-58.9%	39.3%	92.7%	-60.2%	65.2%	100.0%
Structure de la dette externe par monnaie						
Dettesdollars	1.9%	-4.4%	6.9%	-3.2%	-2.1%	9.6%
Detteseuro	-27.2%	19.7%	37.8%	-35.6%	29.2%	35.0%
Dettesyen	20.5%	-14.4%	-29.2%	21.3%	-14.2%	-25.1%
Degré de dollarisation des économies						
Dollarized	8.9%	-1.6%	-27.6%	16.6%	-15.4%	-20.6%
Exportation de pétrole						
Petroliers	14.0%	-12.9%	-10.4%	14.4%	-20.2%	-15.5%
Structure de commerce extérieur						
ComUS	35.5%	-35.2%	-19.5%	37.0%	-37.1%	-19.8%
ComJAP	25.1%	-24.0%	-16.4%	22.6%	-22.2%	-17.8%
ComUE	-45.1%	45.8%	21.1%	-46.5%	43.9%	15.9%

Géographie et régimes d'ancrage nominal Tableau de corrélations

	DOLLARcg	EUROcg	YENcg	Dollbin5cg	EURBIN3cg	YENBIN1cg
DOLLARcg	100.0%	-96.9%	-61.2%	91.1%	-93.7%	-58.9%
EUROcg	-96.9%	100.0%	39.6%	-85.9%	88.4%	39.3%
YENcg	-61.2%	39.6%	100.0%	-63.4%	64.9%	92.7%
Dollbin5cg	91.1%	-85.9%	-63.4%	100.0%	-86.5%	-60.2%
EURBINcg	-93.7%	88.4%	64.9%	-86.5%	100.0%	65.2%
YENBINcg	-58.9%	39.3%	92.7%	-60.2%	65.2%	100.0%
Distances géographiques						
kmUS	1.7%	-1.9%	-0.5%	-3.2%	2.0%	-4.3%
kmJapon	-8.9%	1.7%	27.4%	-14.3%	9.2%	24.1%
kmEurope	44.6%	-46.8%	-16.2%	45.4%	-41.5%	-17.4%
Zones géographiques						
AMLAT	34.1%	-33.1%	-20.8%	39.8%	-36.0%	-17.9%
AMCENT	20.2%	-19.9%	-11.2%	27.6%	-19.5%	-3.2%
AMSUD	24.5%	-23.4%	-16.2%	24.0%	-27.8%	-21.0%
ASIE	31.2%	-28.4%	-25.2%	29.9%	-28.7%	-26.1%
MOYENORIENT	15.3%	-13.2%	-14.6%	13.9%	-16.1%	-12.2%
EUROPE	-35.8%	45.6%	-12.7%	-20.9%	27.3%	-8.7%
AFRIQUE	-36.4%	25.3%	53.9%	-50.6%	42.4%	48.1%
AFRFCFA	-53.2%	36.5%	80.5%	-66.8%	57.8%	76.5%
AFRHZF	4.7%	-2.9%	-8.5%	0.1%	-1.7%	-11.8%

Sources :

Commerce par partenaire : DOTS-IMF (2000)

Dette : World Bank (WDI 2000)

Dollarisation : IMF 174 (1998)

Régimes de change : Bénassy-Quéré (2000)

Notes :

Les chiffres en gras indiquent des corrélations statistiquement significatives

On peut aisément observer que le choix en matière des régimes d'ancrage est fortement corrélé avec les variables commerciales et financières. Ainsi, l'utilisation de l'euro comme monnaie d'ancrage nominal est significativement corrélée avec la utilisation de cette

monnaie en tant que devise d'endettement (19.7 %) ou avec l'orientation géographique du commerce extérieur (c'est-à-dire les cas où l'Europe est dominante en tant que client/fournisseur du pays considéré).

Ainsi, il n'est pas étonnant de constater que les pays de l'Europe (Centrale, Orientale et du Sud), de même que les pays de l'Afrique appartenant à la Zone Franc (AFRCFA), ont une forte corrélation avec l'utilisation de l'euro comme monnaie d'ancrage nominal (soit comme unique monnaie d'ancrage, soit comme monnaie dominante dans le panier d'ancrage).

Une analyse économétrique en termes de probabilités permet de mieux constater ce comportement (tableau 8).

Tableau 8
La probabilité d'adhérer à une monnaie internationale

	Dollar			Euro			Yen		
	Coefficient	Z-Stat	Probabilité	Coefficient	Z-Stat	Probabilité	Coefficient	Z-Stat	Probabilité
Constante	1.397	1.220	0.222	-0.322	-0.363	0.716	-0.657	-0.571	0.568
<i>Direction du commerce</i>									
COMJAP	0.269	2.299	0.022	-0.191	-2.644	0.008	-0.026	-0.353	0.724
COMUE	-0.044	-3.037	0.002	0.026	2.201	0.028	-0.031	-2.108	0.035
COMUS	0.037	2.120	0.034	-0.043	-2.525	0.012	-0.091	-3.592	0.000
<i>Composition de la dette par monnaie</i>									
DETDOL	0.001	0.034	0.973	-0.006	-0.440	0.660	0.064	2.423	0.015
DETEURO	-0.099	-3.441	0.001	0.063	2.702	0.007	0.159	3.566	0.000
DETYEN	0.124	3.501	0.001	-0.062	-2.332	0.020	-0.904	-3.752	0.000
<i>Autres déterminants</i>									
PETROLIERS	1.817	2.787	0.005	-1.264	-2.149	0.032	-1.781	-2.067	0.039
DOLLARIZED	0.208	0.432	0.666	-0.192	-0.461	0.645	-1.697	-2.427	0.015
Restr. log likelihood		-19.550			-25.440			-13.657	
Probability(LR stat)		0.000			0.000			0.000	
Obs with Dep=0		27			58			68	
Obs with Dep=1		63			31			18	
Included observations		90			89			86	
McFadden R-squared		0.644			0.558			0.690	
% Correct		92.06%			83.87%			72.22%	

Notes :

Les chiffres en gras indiquent des variables significatives à (au moins) 90 %

2.1. Le dollar comme monnaie d'ancrage

A partir du tableau 8, on peut avancer que la probabilité d'utiliser le dollar comme monnaie d'ancrage augmente lorsque les Etats-Unis constituent un partenaire commercial important. De manière symétrique, cette probabilité diminue lorsque l'Euroland est le partenaire dominant dans le commerce extérieur du pays considéré.

En ce qui concerne la prédominance d'une monnaie sur le plan de l'endettement, la probabilité de utiliser le dollar comme monnaie d'ancrage lorsque un pays est endetté en dollars n'est pas significative. Ceci s'explique par le fait que la totalité des pays de l'échantillon est endettée dans cette monnaie. Toutefois, la probabilité d'ancrer une monnaie sur le dollar diminue significativement lorsque une partie importante de la dette externe du pays considéré est libellée en euros.

Enfin, les pays pétroliers ont une forte probabilité d'ancrer leurs monnaies au dollar, en raison du fait que, dans le commerce internationale, les cours du pétrole sont exprimés en cette monnaie.

2.2. L'euro comme monnaie d'ancrage

La probabilité qu'un pays utilise l'euro comme monnaie d'ancrage diminue lorsque le commerce se réalise de manière dominante avec le Japon ou avec les Etats-Unis et augmente lorsque ce sont les pays constituant la zone euro qui deviennent les principaux partenaires commerciaux. Il y va de même lorsque une partie importante de la dette extérieure est libellée en euros. Enfin, et à l'opposé de l'équation concernant le dollar, le fait d'être un pays exportateur de pétrole diminue significativement la probabilité d'ancrer sa monnaie à l'euro.

2.3. Le yen comme monnaie d'ancrage

Les résultats des équations économétriques concernant la probabilité d'ancrer une monnaie sur le Yen sont très mitigés. En effet, le fait que le Japon soit un partenaire commercial importante n'augmente pas la probabilité d'utiliser le yen en tant que monnaie d'ancrage. Pis encore, le fait d'avoir une partie importante de la dette extérieure libellée dans cette monnaie diminue significativement la probabilité d'utiliser le yen comme monnaie d'ancrage. Enfin, les pays pétroliers et ceux dont le degré de dollarisation de l'économie est très élevé voient diminuer la probabilité d'ancrer leurs monnaies sur le yen.

Les résultats économétriques concernant le yen pourraient s'expliquer par :

- le fait que depuis 1990 le Japon connaît une crise majeure ;
- le yen subit d'amples fluctuations nominales et réelles de court terme. Cette forte volatilité augmente les coûts de transaction et le risque de change ;
- l'absence d'une volonté politique – voire le refus – de la part du gouvernement japonais quant à la perspective du développement du yen en tant que monnaie internationale

3. Une typologie des pays

Les résultats d'une analyse factorielle en composantes principales permettent de regrouper les pays ayant des caractéristiques commerciales, financières et géographiques homogènes (tableau 9).

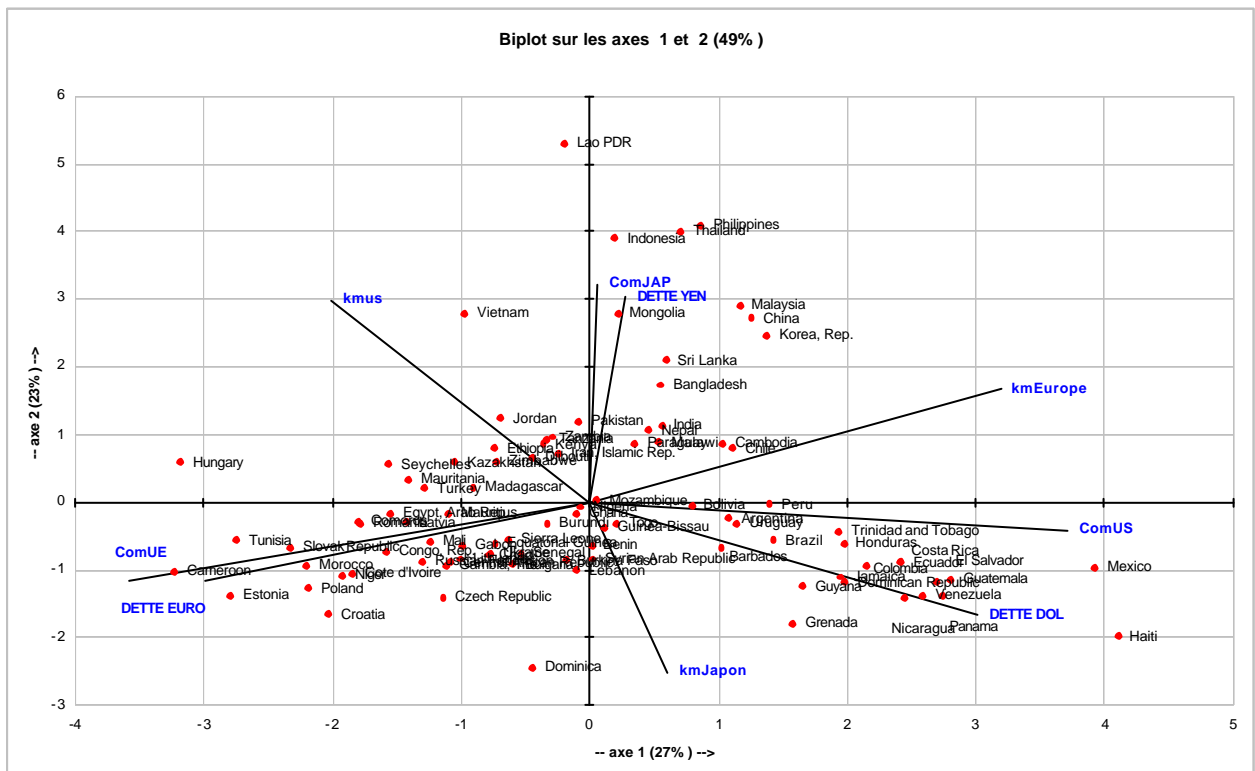
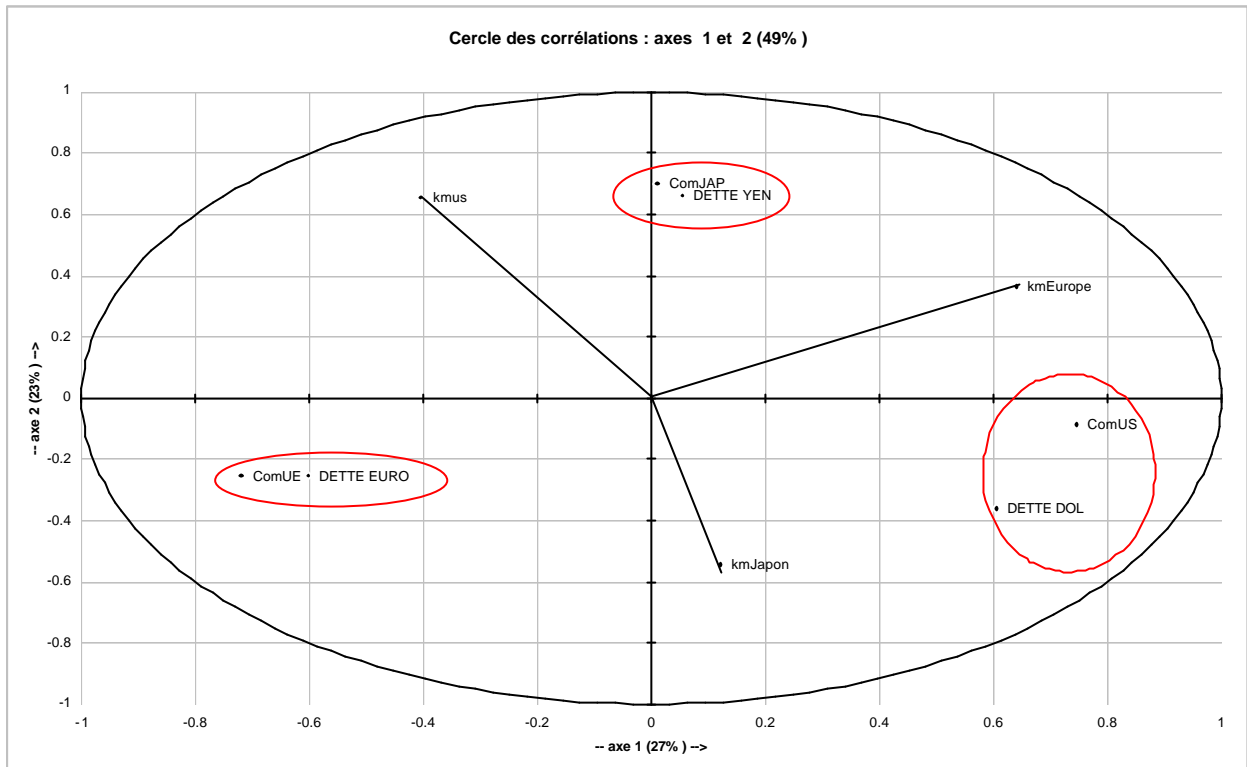
Tableau 9
Valeurs propres et corrélations entre variables et facteurs principaux :
Pour les quatre premiers axes (significatifs)

Valeur propres	1	2	3	4
Valeur	2.3966	2.0471	1.1904	1.0214
% de variabilité	26.63	22.75	13.23	11.35
% cumulé	26.63	49.37	62.60	73.95
	facteur 1	facteur 2	facteur 3	facteur 4
ComUS	74.8%	-8.9%	-0.1%	45.3%
ComJAP	1.2%	69.8%	-3.1%	-35.3%
ComUE	-71.9%	-25.7%	-2.9%	-27.8%
DETTE DOL	60.6%	-36.4%	-22.0%	-39.0%
DETTE YEN	5.5%	65.8%	-13.1%	38.3%
DETTE EURO	-60.1%	-25.7%	29.7%	51.7%
kmus	-40.3%	65.1%	41.7%	-14.6%
kmJapon	12.2%	-54.8%	71.3%	-14.1%
kmEurope	64.1%	36.2%	59.3%	-7.8%

Les quatre premiers axes représentent 74 % de la variabilité cumulée (ou encore, environ $\frac{3}{4}$ de l'information totale contenue dans les variables peut être résumée dans les

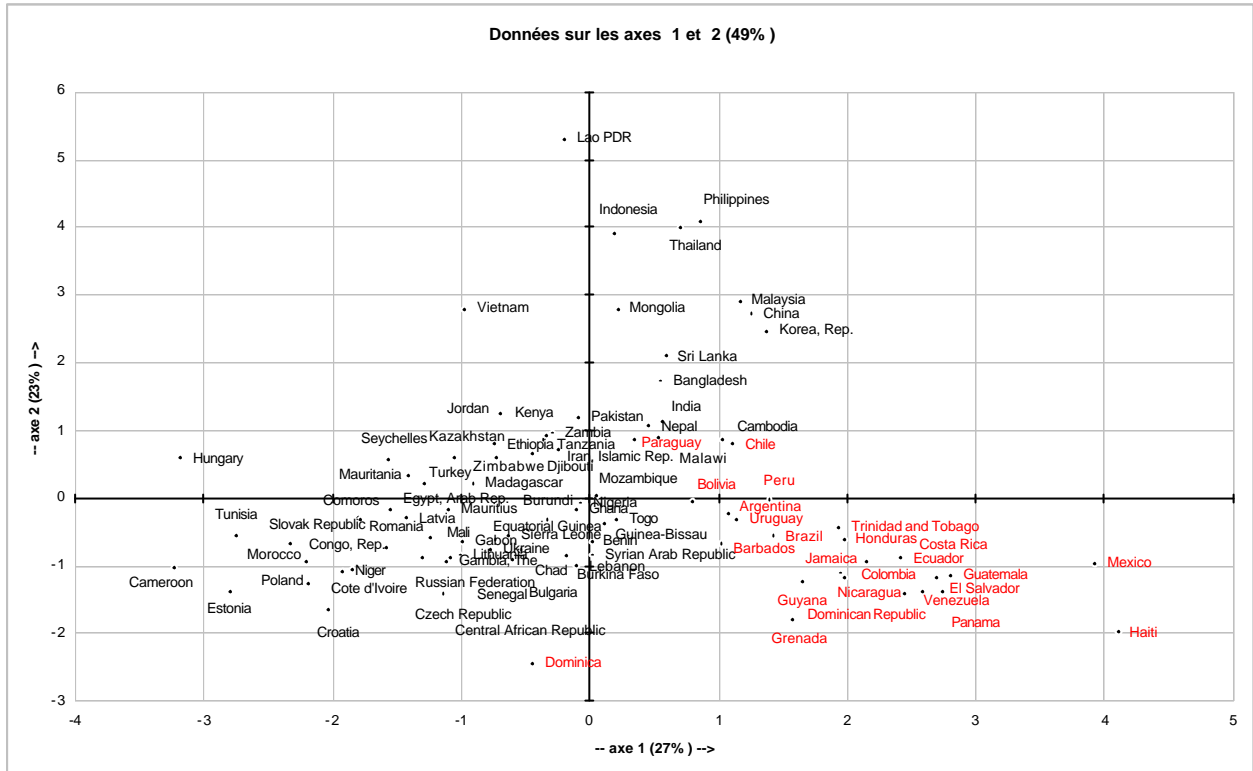
quatre premiers axes). Le graphique 5 montre bien l'opposition entre les variables plutôt liées au dollar et celles plutôt liées à l'euro.

Graphique 5



Les pays de l'Amérique Latine peuvent être repérés sur l'espace factoriel définie par les deux axes principales, qui résument environ 50 % de l'information totale (graphique 6)

Graphique 6



Tel que prévu, les pays de la région latino-américaine se situent, pour la plupart, sur la région sud-est de l'espace factoriel, dominée par le commerce avec les Etats-Unis et l'endettement principalement libellé en dollars.

A partir d'une classification des pays selon leurs coordonnées respectives sur l'espace factoriel défini par les quatre premiers axes on trouve 5 groupes distincts (tableau 10).

Tableau 10

Typologie des pays à partir des résultats de l'ACP

Classification des observations / Effectif des groupes				
Groupe 1	Groupe 2	Groupe 3	Groupe 4	Groupe 5
15	26	16	22	14
Bulgaria	Benin	Bangladesh	Argentina	Cameroon
Croatia	Burkina Faso	Cambodia	Barbados	Congo, Rep.
Czech Republic	Burundi	China	Bolivia	Cote d'Ivoire
Dominica	Central African Rep.	India	Brazil	Egypt, Arab Rep.
Equatorial Guinea	Chad	Indonesia	Chile	Estonia
Grenada	Comoros	Jordan	Colombia	Gabon
Kazakhstan	Djibouti	Korea, Rep.	Costa Rica	Hungary
Latvia	Ethiopia	Lao PDR	Dominican Republic	Mali
Lebanon	Gambia, The	Malaysia	Ecuador	Morocco
Lithuania	Ghana	Mongolia	El Salvador	Niger
Poland	Guinea-Bissau	Nepal	Guatemala	Nigeria
Romania	Iran, Islamic Rep.	Pakistan	Guyana	Russian Federation
Slovak Republic	Kenya	Philippines	Haiti	Tunisia
Syrian Arab Republic	Madagascar	Sri Lanka	Honduras	Turkey
Ukraine	Malawi	Thailand	Jamaica	
	Mauritania	Vietnam	Mexico	
	Mauritius		Nicaragua	
	Mozambique		Panama	
	Paraguay		Peru	
	Senegal		Trinidad and Tobago	
	Seychelles		Uruguay	
	Sierra Leone		Venezuela	
	Tanzania			
	Togo			
	Zambia			
	Zimbabwe			

Les corrélations entre ces groupes et les monnaies d'ancrage montrent que les groupes 3 et 4 présentent une relation statistiquement significative avec le dollar, les groupes 1, 2 et 5 avec l'euro et le groupe 2 avec le yen (tableau 11).

Tableau 11
Groupes géographiques et monnaies internationales

Equations Probit à partir de la typologie

	Dollar			Euro			Yen		
	Coefficient	Z-Stat	Probabilité	Coefficient	Z-Stat	Probabilité	Coefficient	Z-Stat	Probabilité
Constante	-1.163	-2.773	0.006	-0.845	-1.844	0.065	-0.708	-1.418	0.156
Groupes issus de la typologie									
Groupe 1	1.228	2.750	0.006	0.873	1.805	0.071	0.517	1.006	0.315
Groupe 2		<i>Référence</i>		2.558	4.402	0.000	1.338	2.177	0.030
Groupe 3	9.555	22.738	0.000		<i>Référence</i>		0.079	0.140	0.889
Groupe 4	9.622	22.892	0.000	-0.477	-0.749	0.454	-7.284	-14.886	0.000
Groupe 5	0.615	0.976	0.329	1.564	2.698	0.007		<i>Référence</i>	
Autres déterminants									
PETROLIERS	0.473	1.105	0.269	-0.392	-1.101	0.271	-0.326	-0.908	0.364
DOLLARIZED	1.071	2.069	0.039	-1.510	-2.681	0.007	-1.083	-2.455	0.014
Restr. log likelihood	43.556			37.859			24.049		
Probability(LR stat)	0.000			0.000			0.001		
Obs with Dep=0	28			59			70		
Obs with Dep=1	65			34			23		
Included observations	93			93			93		
McFadden R-squared	0.383			0.310			0.231		
% Correct	87.69%			82.35%			21.74%		

Notes :

Les chiffres en gras indiquent des variables significatives à (au moins) 90 %

La corrélation entre les groupes et l'appartenance régionale des pays permet de séparer les "zones dollar" des "zones euro" (tableau 12).

Tableau 12
Typologie des pays et appartenance régionale
Tableau de corrélations

	Groupe1	Groupe2	Groupe3	Groupe4	Groupe5
AMLAT	-13.4%	-32.4%	-27.6%	91.8%	-25.5%
AMCENT	-2.1%	-26.2%	-19.2%	61.5%	-17.7%
AMSUD	-16.1%	-15.4%	-16.7%	58.0%	-15.4%
ASIE	-12.2%	-28.4%	92.5%	-25.4%	-19.2%
MOYENORIENT	19.5%	-1.4%	4.4%	-11.8%	-8.9%
EUROPE	58.2%	-25.1%	-18.4%	-22.4%	17.7%
AFRIQUE	-28.0%	70.3%	-35.4%	-43.2%	29.4%
AFRFCFA	-11.3%	24.8%	-20.0%	-24.4%	30.6%
AFRHZF	-23.0%	60.7%	-23.9%	-29.1%	7.2%

Ainsi, l'Amérique latine et l'Asie, qui appartiennent aux groupes 3 et 4, sont bien des "zones dollar", tandis que les groupes 1, 2 et 5 constituent des "zones euro".

Enfin, un exercice économétrique mené à partir des coordonnées factorielles (méthode qui permet d'éliminer les problèmes de multi-colinéarité) (tableau 13) confirme que :

- le fait d'exporter du pétrole augmente la probabilité d'ancrer la monnaie nationale au dollar et diminue significativement la probabilité de l'ancrer sur l'euro ,
- un degré élevé de dollarisation de l'économie augmente fortement la probabilité d'ancrer la monnaie nationale sur le dollar et, inversement, diminue significativement la probabilité de l'ancrer sur l'euro.

Tableau 13
La probabilité d'adhérer à une monnaie internationale
Equations Probit sur les coordonnées factorielles

	Dollar			Euro			Yen		
	Coefficient	Z-Stat	Probabilité	Coefficient	Z-Stat	Probabilité	Coefficient	Z-Stat	Probabilité
Constante	1.351	2.824	0.005	-0.452	-1.480	0.139	-1.285	-3.044	0.002
Direction du commerce									
Axe 1	1.453	3.645	0.000	-1.018	-4.497	0.000	-0.261	-2.125	0.034
Axe 2	2.273	3.379	0.001	-1.350	-3.355	0.001	-1.257	-3.296	0.001
Axe 3							0.830	2.790	0.005
Autres déterminants									
PETROLIERS	1.556	1.874	0.061	-1.668	-2.410	0.016	-0.751	-1.380	0.168
DOLLARIZED	1.828	2.742	0.006	-0.989	-2.117	0.034	-0.356	-0.859	0.391
Restr. log likelihood		-54.104			-57.682			-49.159	
Probability(LR stat)		0.000			0.000			0.000	
Obs with Dep=0		27			57			70	
Obs with Dep=1		63			31			21	
Included observations		90			88			91	
McFadden R-squared		0.701			0.597			0.378	
% Correct		95.31%			81.25%			57.14%	

Notes :

Les chiffres en gras indiquent des variables significatives à (au moins) 90 %

Au total, il résulte de notre analyse que l'utilisation de l'euro en tant que monnaie d'ancrage semble limitée aux pays dont les relations commerciales et financières avec l'union monétaire européenne sont très fortes. Il en va de même pour ce qui de l'utilisation du dollar. Mais, en outre, celui-ci « bénéficie » des inerties héritées du passé : pratiques commerciales, hégémonie du dollar en tant que monnaie internationale pendant plusieurs décennies, ... Ces inerties auront du mal à disparaître. Néanmoins, comme nous l'avons déjà

mis en évidence, la probabilité d'ancrer une monnaie nationale sur le dollar diminue fortement lorsque la part des dettes libellées en euros augmente.

Nous avons déjà vu que, dans le cas de l'Amérique latine, on constate une augmentation de la part des émissions obligataires libellées en euros dans les émissions totales des pays latino américains depuis 1997. Le tableau 14 montre, pour un groupe de pays sélectionnés – en fait, les économies les plus grandes de la région –, que l'utilisation de l'euro comme monnaie d'endettement se développe rapidement. Tout particulièrement, la part de l'euro pour ce qui concerne l'émission des titres publiques a atteint des niveaux très élevés dans les cas de l'Argentine, du Brésil, de la Colombie et du Venezuela. Le Chili constitue en revanche un cas à part : la part de l'euro a atteint 100% en 2000, mais en réalité il s'agit de l'unique émission d'un pays qui pendant les dernières années n'a pas réalisé des émissions d'obligations souveraines. Par ailleurs on constate que, malgré la percée enregistrée depuis deux ans, la part des émissions en euros dans les émissions privées totales demeure faible (à l'exception notable du cas du Mexique en 2000).

Or, tel qu'on l'a déjà vu, le compartiment international des obligations privées en euro tend à se développer très rapidement. De ce fait, les firmes latino-américaines vont certainement avoir de plus en plus recours à l'émission des dettes libellées en euro. Ainsi, dans le cas des pays latino-américains qui participeraient plus activement au processus de développement de l'euro en tant que devise d'endettement, on pourrait envisager à terme – tout choses égales par ailleurs – une utilisation accrue de l'euro en tant que monnaie d'ancrage, probablement dans le cadre de paniers. En effet, compte tenu de la place de la monnaie américaine dans la région latino-américaine, la perspective la plus plausible serait la composition de paniers où le dollar devrait encore occuper une place prépondérante.

Tableau 14
Evolution de la part des émissions en euro des pays sélectionnés

	Argentina	Brazil	Chile	Colombia	Mexico	Venezuela
<i>Sur les émissions d'obligations privées</i>						
1993	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	0.0%
1994	0.0%	12.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1995	21.0%	6.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1996	7.5%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1997	8.6%	3.9%	0.0%		0.0%	
1998	5.8%	3.6%	0.0%		5.4%	
1999	29.2%	4.5%	18.5%		0.0%	
2000	20.9%	16.8%	0.0%		40.1%	
<i>Sur les émissions d'obligations publiques</i>						
1993	28.2%	0.0%		0.0%	4.5%	14.4%
1994	22.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1995	37.8%	34.7%		21.1%	12.8%	48.8%
1996	47.2%	30.5%	0.0%	11.0%	18.7%	68.6%
1997	28.4%	29.1%	0.0%	0.0%	33.1%	0.0%
1998	57.0%	32.5%		16.0%	16.1%	26.0%
1999	56.1%	58.3%	0.0%	0.0%	13.9%	54.3%
2000	51.7%	25.3%	100.0%	36.1%	19.9%	68.5%
<i>Sur le total d'obligations (privées et publiques)</i>						
1993	10.7%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	13.8%
1994	9.9%	11.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
1995	33.3%	15.7%	0.0%	8.8%	11.1%	48.8%
1996	39.2%	13.6%	0.0%	9.7%	15.7%	68.6%
1997	22.8%	16.6%	0.0%	0.0%	22.5%	0.0%
1998	44.3%	17.7%	0.0%	16.0%	11.9%	26.0%
1999	52.9%	43.2%	12.7%	0.0%	8.3%	54.3%
2000	47.7%	24.4%	55.9%	36.1%	23.7%	68.5%

Source : CDC - Service des études - risque pays, à partir de Bondware

CONCLUSION

Jusqu'à présent, les travaux qui ont été réalisés sur l'euro et l'Amérique latine ont mis l'accent sur les enseignements que la région latino-américaine peut tirer de l'expérience européenne et sur les effets à court et à moyen terme de la naissance de la monnaie unique européenne sur les relations euro-latino-américaines.

Bien évidemment, on ne peut qu'adhérer aux analyses qui soulignent l'intérêt de l'expérience européenne pour les groupements régionaux latino-américains qui pourraient envisager la perspective d'une union monétaire. Il s'agit néanmoins d'une perspective à très long terme, qui ne figure pas parmi les priorités des agendas officiels, y compris dans le cas du Mercosur, l'instance d'intégration la plus avancée de la région latino-américaine. En outre, l'exemple européen en tant que source d'inspiration dans ce domaine doit être considéré avec précaution car il s'agit d'une expérience d'intégration unique à plusieurs égards.

Il est également évident que, étant donné l'importance de ses relations avec l'Union Européenne, l'Amérique latine sera affectée par la nouvelle monnaie européenne. En fait, pendant ses deux premières années d'existence, les effets de l'euro se sont déjà faits sentir, tant sur le plan commercial (la dépréciation de l'euro affectant les exportations des pays latino-américains qui réalisent une partie importante de leur commerce avec l'Europe) que sur le plan financier (dans la mesure où les agents économiques publics et privés de la région latino-américaine ont recours, de manière significative, à l'endettement auprès de la zone euro).

En essayant d'apporter une contribution aux réflexions sur les effets de l'euro sur les relations financières entre l'Amérique latine et l'Europe, cette étude s'est placée dans une perspective de moyen-long terme. Pour ce faire, nous avons examiné les facteurs qui seront à la base de l'évolution du degré d'internationalisation de l'euro. En effet, l'impact de la création de l'euro dans les relations monétaires internationales – et, par conséquent sur les pays d'Amérique latine - dépendra largement du degré d'internationalisation de la nouvelle monnaie européenne.

Plusieurs conclusions découlent de cette étude. Premièrement, après deux années d'existence, il semble difficilement contestable que l'euro est appelé à devenir une monnaie internationale à part entière. Ceci ne découle pas seulement du poids économique de la zone d'émission ou de la volonté de ne pas entraver son processus d'internationalisation de la part des autorités européennes, qui constituent des conditions nécessaires mais non suffisantes. Cette hypothèse se fonde également et surtout sur l'analyse des premiers pas de l'euro et sur les enseignements de la théorie économique. Un facteur clé dans l'évolution du degré d'internationalisation de l'euro est le poids croissant de celui-ci en tant que monnaie d'endettement international. Comme plusieurs études l'ont mis en évidence, un usage croissant de l'euro dans les opérations financières – dont le poids est désormais beaucoup plus important que les opérations sur biens et services -, comme cela a été constaté en 1999 et 2000, constituera un vecteur décisif de son processus d'internationalisation.

Deuxièmement, le choix des monnaies d'endettement (puis de placement) n'est pas neutre en termes d'effets sur les marchés de capitaux de la zone d'émission des devises-clé. Dans la mesure où toutes les conditions commencent à être réunies pour une montée en puissance des marchés de capitaux de la zone euro, le développement du compartiment obligataire devrait à son tour accroître les pressions pour que le marché financier de l'euro devienne plus large, liquide et profond. Il s'agit là d'une condition *sine qua non* pour

permettre des conditions de placement et de financement plus avantageuses pour les opérateurs européens comme pour les opérateurs des pays tiers.

Une conséquence à terme de l'usage financier croissant de l'euro et du développement des marchés de capitaux de l'Euroland est une plus grande diversification en matière de réserves officielles de change en faveur de l'euro. Dans un cadre de libéralisation financière, la composition en devises des réserves de change semble fortement affectée par le degré de développement des marchés financiers des zones d'émission des principales devises clé. Dès lors, on ne peut pas exclure qu'une plus grande diversification en faveur de l'euro sur le plan des réserves officielles en devises revalorise son rôle au niveau de la fonction d'unité de compte, en particulier l'utilisation de la monnaie européenne comme devise d'ancrage.

Troisièmement, on peut envisager à moyen - long terme que les pays d'Amérique latine - une région qui a besoin d'épargne étrangère et qui participe déjà de manière importante au processus de montée en puissance de l'euro en tant que monnaie d'endettement - élargissent la part de la nouvelle monnaie européenne dans leurs réserves de change. Le rythme du processus dépendra de la vitesse avec laquelle s'intensifieront les liens financiers entre l'Amérique latine et la zone euro. Un point crucial est celui de la progression du financement en euros du secteur privé des pays latino-américains, qui est encore faible en niveaux absolus. Les facteurs qui peuvent entraver cette progression ont trait à la persistance de comportements inertiels – qui renforcent le recours à la zone dollar - et à un développement plus lent que prévu des marchés de capitaux en euro. Inversement, une expansion rapide des marchés financiers de l'euro peut consolider la tendance à un accroissement substantiel des émissions en euros par le secteur privé latino-américain, qui a émergé au cours des deux dernières années (compte tenu bien évidemment des anticipations en matière de coût financier et de risque de change). En outre, la poursuite du dynamisme de l'investissement direct étranger d'origine européenne en Amérique latine pourrait jouer dans un sens favorable à l'intensification des relations financières entre l'Europe et l'Amérique latine.

Quatrièmement enfin, l'étude des canaux de généralisation de l'utilisation des devises-clé en tant que monnaie d'ancrage démontre que la probabilité d'ancrer une monnaie nationale sur le dollar diminue fortement lorsque la part des dettes libellées en euros augmente. Si les pays latino-américains continuent d'accroître leur endettement en euros et que ceci entraîne une plus grande diversification de leurs réserves de change, certains d'entre eux pourraient être enclins, sur le long terme, à considérer l'euro comme une monnaie d'ancrage. Dans ce cas, le scénario le plus probable est que l'euro sera utilisée comme monnaie d'ancrage dans le cadre d'un panier où le dollar continuera à être dominant, en raison des liens étroits des économies latino-américaines avec celle des Etats-Unis.

REFERENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- AGLIETTA M. et DEUSY-FOURNIER M. (1994), «Internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire», *Economie Internationale*, n° 59, Paris.
- AGLIETTA M., BAULANT C. et COUDERT V. (1997), «Pourquoi l'euro sera fort, une approche par le taux de change d'équilibre», Note miméo, Banque de France, Paris.
- ALASINA A. et BARRO R. (2000), «Currency Unions», *Working Paper 7927*, NBER, September.
- ARTUS P. (1997), «Comment change l'équilibre financier international s'il apparaît une seconde monnaie de réserve ?», *Etude n° 97 – 03*, CDC, Paris.
- ARTUS P. (1997), «L'unification monétaire et l'équilibre financier entre l'Europe et le reste du monde», *Etude n° 97 – 10*, CDC, Paris.
- ARTUS P. (1998), «Quel sera le taux de change d'équilibre du dollar ?», *Etude n° 98 – 06*, CDC, Paris.
- ARTUS P. (1998), «Quelles perspectives pour la parité dollar - euro ?», *Etude n° 98 – 07*, CDC, Paris.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS) (2000), *70th Annual Report*; Basel, June.
- BANQUE CENTRALE EUROPEENNE (BCE) (1999), «Le rôle international de l'euro», *Bulletin Mensuel*, Frankfurt, août.
- BANQUE CENTRALE EUROPEENNE (BCE) (2000), *La zone euro un an après l'introduction de l'euro : principales caractéristiques et modification de la structure financière*, Frankfurt, janvier.
- BAUMANN R. et ABREU M. (2000), «O Euro e o Brasil», in da Motta Veiga P. (organizador), *O Brasil e os desafios da globalização*, Sobeet/Relume-Dumará, Rio de Janeiro.
- BENASSY-QUERE A. et DEUSY-FOURNIER M. (1994), «La concurrence pour le statut de monnaie internationale depuis 1973», *Economie Internationale*, n° 59, Paris.
- BENASSY-QUERE A. et MOJON B. (1998), «EMU and transatlantic exchange rate stability», *Document de travail*, n° 98 – 02, CEPII, Paris.
- BENASSY-QUERE A., MOJON B. et SCHOR A.D. (1998), «The international role of the euro», *Document de travail*, n° 98 – 03, CEPII, Paris.
- BENASSY-QUERE A. et LAHRECHE-REUIL (1998), «Pegging the CEEC's currencies to the euro», *Document de travail*, n° 98 – 04, CEPII, Paris.
- BENASSY-QUERE A. et Coeuré B. (2000), «Big and Small Currencies: The Regional Connection», *Document de travail*, n° 2000 – 10, CEPII, Paris.

- BERGSTEN F. (1997), «The impact of the euro on exchange rates and international policy co-operation», in Masson P.R., Krueger T.H., Turtelboom B.G. (eds), *EMU and the International Monetary System*, IMF, Washington.
- BOYER R. (1998), «An essay on the political and institutional deficits of the euro», miméo, Cepremap, Paris, August.
- BORROWSKI D. et COUHARDE C. (1998), «Parité euro / dollar et ajustements macro-économiques: que révèle une analyse en termes de taux de change d'équilibre ?», *Revue d'Economie Financière*, n° 49, Paris.
- 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, Paris.
- BOURGUINAT H. (1987), *Les vertiges de la finance internationale*, Economica, Paris.
- CANALS J. (1999), «Les effets de l'euro sur les banques et les marchés financiers», presented at the Annual Meeting of the Boards of Governors, Paris, March.
- CREEL J. et STERDINIAC H. (1998), «A propos de la volatilité de l'euro», *Revue de l'OFCE*, Paris, avril.
- DEKTEN C. et HARTMANN P. (2000), «The Euro and the International Capital Markets», *Working Paper N° 19*; European Central Bank, Frankfurt, April.
- DUISENBERG W. (2000), «The International role of the euro», www.ecb.int, November.
- ECU INSTITUTE (1995), *International Currency Competition and the Future Role of the Single European Currency*, Final report of the working group "European Monetary Union – International Monetary System", Kluwer Law International, London.
- EICHENGREEN B. (1998), «The euro as a reserve currency», *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 12.
- EICHENGREEN B. et MATHIESON D. J. (2000), «The currency composition of foreign exchange reserves: Retrospect and prospect», *IMF Working Paper*, WP/00/131, Washington.
- GIAMBIAGI F. (1999), «Mercosul : Por que a unificação monetária faz sentido a longo prazo?», *Ensaio BNDES*, Rio de Janeiro, Décembre.
- GARCIA HERRERO A. et GLOCKLER G. (2000), «Unilateral Dollarisation versus Regional Monetary Union : Options for Latin America», Paper prepared for a Strategic Seminar at the CERI, Paris, November.
- HEYMANN D. (1999), «Interdependencias y políticas macroeconómicas : reflexiones sobre el Mercosur», in Campbell J. (ed), *Mercosur entre la realidad y la utopia*, CEI – Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.
- IRELA (1999), «El euro y América Latina: efecto e implicaciones», *Dossier N° 70*, Madrid, novembre.
- KENEN P. (1992), «Exchange rates and the international monetary system», *Recherches Economiques de Louvain*, vol. 59, n° 1 - 2

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

LEVY YEYATI E. et STURZENEGGER F. (1999), «The Euro and Latin America: is EMU a blueprint for Mercosur?», *Working Paper*, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.

Mc CAULEY R. (1997), «The euro and the dollar», *Essays in International Finance*, N° 205, Princeton University, November.

PORTES R. et REY H. (1998), «The emergence of the euro as an international currency», *Economic Policy*, vol. 5.

TAVLAS G. (1991), «On the international use of currencies: The case of the Deutsche Mark», Princeton University, *Essays on International Finance*, n° 181, March.

ZAHLER R. (1999), «The euro and its effect on the economy and the integration of Latin America and the Caribbean», presented at the Annual Meeting of the Board of Governors, IDB, Paris, March.

Publications et numéros spéciaux

CAPITULOS DEL SELA (1998), «The impact of the euro on Latin America», *Système Économique Latinoaméricain (SELA)*, Caracas, July – September.

REVUE EURO (1999), «Euro : la dimension internationale», n° 46, Février.