

Emergence de l'euro: implications pour l'Amérique latine et les Caraïbes

Hubert Escaith

Carlos Quenan

(coordinateurs)



Unidad de Desarrollo Económico

Mexique, D. F., mai 2004

Ce document correspond à la version française abrégée et révisée d'un document publié originellement en espagnol en janvier 2003 sous le titre « Emergencia del euro y sus implicaciones para América Latina y el Caribe ». La préparation de ce document et la révision de la version française furent coordonnées par Hubert Escaith, Directeur de la Division de Statistique et des Prévisions économiques de la CEPALC et par Carlos Quenan, Professeur à l'Université de Paris 3, dans le cadre d'un projet "Analyse de l'impact de la création de l'euro", financé par la Coopération française.

Les opinions exprimées dans ce document, qui n'a pas été soumis à une révision éditoriale formelle, sont de la responsabilité exclusive des auteurs et peuvent en particulier ne pas coïncider avec celles de la CEPALC.

Publication des Nations Unies

ISSN imprimé 1680-8800

ISSN électronique 1684-0364

ISBN: 92-1-221043-0

LC/L.2131-P

LC/MEX/L.608

N° de vente: F.04.II.G.61

Copyright © Nations Unies, mai 2004. Tous droits réservés

Imprimé aux Nations Unies, Mexique, D. F.

Toute demande d'autorisation en vue de la reproduction partielle ou intégrale de cet ouvrage doit être adressée au Secrétaire du Comité des publications, siège des Nations Unies, New York, N. Y. 10017, Etats-Unis. Les Etats membres et leurs organismes gouvernementaux peuvent reproduire cet ouvrage sans autorisation préalable, en mentionnant la source et en informant les Nations Unies de cette reproduction.

Table des matières

Résumé	7
Présentation	9
Première partie	
Emergence de l'euro: implications pour l'Amérique Latine et les Caraïbes	11
Introduction	11
A. L'euro et le SMI: implications à moyen et long terme	13
1. Cadre théorique	13
2. Une typologie de l'usage international des monnaies	14
3. Conditions pour l'internationalisation d'une monnaie	15
4. Le poids international de la zone euro: un aperçu global	16
5. Le rôle international de l'euro: trois scénarios	16
6. La volatilité de la parité dollar-euro	18
B. Émergence de l'euro et la fonction d'unité de compte: conséquences pour l'Amérique Latine	19
1. Régimes d'ancrage de facto: méthodologie	21
2. Déterminants financiers et commerciaux des encrages de facto	21
3. Une typologie des pays	25
4. Conséquences pour l'Amérique Latine et les Caraïbes	27
C. Conclusion à la première partie	32

Deuxième partie

Commentaires	35
A. Répercussions de l'entrée en vigueur de l'euro: aspects statiques et dynamiques	35
B. Le rôle de l'euro vu de l'Argentine	37
C. L'euro et le Brésil: prévisions et réalités	41
D. L'euro et les pays du Pacte andin	45
1. Aspects généraux	45
2. Pacte andin	46
E. L'euro dans la région centraméricaine- Leçons pour l'Amérique centrale	47
1. L'euro comme devise internationale	47
2. Rôle possible de l'euro dans les relations commerciales et financières de l'Amérique centrale	48
3. Leçons à tirer de l'adoption d'une monnaie forte comme ancrage nominal	51
4. Réflexions finales	52
F. L'euro et l'économie mexicaine	53
Épilogue: L'euro et les économies latino-américaines au début des années 2000	57
1. Les échanges commerciaux entre l'Amérique latine et l'Europe	58
2. Parité de change et volatilité	60
3. Émission de bons en euros et structure des taux d'intérêt	62
4. Débat sur les politiques monétaires et de change	63
Conclusion	65
Bibliographie	67
Serie Estudios y perspectivas: Numéros publiés	71

Liste des tableaux

Tableau 1	Usages internationaux d'une monnaie	14
Tableau 2	Poids des États-Unis et de la zone euro dans l'économie mondiale	16
Tableau 3	Volatilité de la parité euro/dollar	19
Tableau 4	Régimes de change officiels et leur évolution (1983-1999)	22
Tableau 5	Régimes de change de facto	22
Tableau 6	Commerce, endettement et régimes d'ancrage de facto	23
Tableau 7	Probabilité d'utiliser une monnaie internationale	24
Tableau 8	Valeurs propres et corrélations entre les principaux variables et facteurs	25
Tableau 9	Typologie des pays, sur la base des résultats de l'acp	28
Tableau 10	Probabilité d'utiliser une monnaie internationale	29
Tableau 11	Groupes géographiques et monnaies internationales	30
Tableau 12	Modification de la part des émissions libellées en euros dans les pays sélectionnés	31
Tableau 13	Importance relative de l'Europe dans le commerce international et les marchés des capitaux	49
Tableau 14	Évolutions du taux de change de l'euro et du yen, Décembre 1998-Aout 2001	49
Tableau 15	Prévisions pour l'euro et le yen, 25 Octobre 2001	50
Tableau 16	Fonction commerciale et financière de l'euro en Amérique Latine	51

Liste des encadrés

Encadré 1	Méthode de calcul de la volatilité annuelle	20
-----------	---	----

Liste des graphiques

Graphique 1	Principales synergies entre les fonctions monétaires internationales.....	15
Graphique 2	Évolution théorique de l'internationalisation de l'euro	17
Graphique 3	Volatilité annuelle de la parité euro/dollar	19
Graphique 4	Cercle des corrélations: axes 1 et 2 (50%)	26
Graphique 5	Projection des pays sur l'espace factoriel défini par les axes 1 et 2 (50%)	27
Graphique 6	Distribution géographique du commerce de l'Amérique Latine et des Caraïbes, 1990-2001	58
Graphique 7	Cours de l'euro et du yen par rapport au dollar, Janvier 1999-Mars 2004	62

Résumé

La création de l'euro et son entrée en vigueur le 1^{er} janvier 1999 constituent une étape décisive pour l'Union monétaire européenne, et impliquent aussi d'importantes transformations pour le système monétaire international. Le poids non négligeable des relations économiques qui existent entre l'Europe et de nombreux pays d'Amérique latine et des Caraïbes, de même que l'intérêt que constitue pour les processus d'intégration régionale l'exemple européen constituent la base de la réflexion présentée dans cet ouvrage.

Les effets de l'euro sur l'Amérique latine et les Caraïbes dépendront en bonne partie du degré d'internationalisation de la nouvelle devise. C'est l'axe d'analyse privilégié par ce document: caractériser le processus d'internationalisation de l'euro, identifier les canaux de transmission de son influence en Amérique latine et dans les Caraïbes et leurs implications sur les relations commerciales et financières. L'analyse conclue que l'impact sera plus financier que commercial, et ses répercussions nombreuses à moyen et long terme. Celles-ci incluent en particulier d'importantes implications quant aux régimes de change.

Le document comprend deux grandes parties. La première est dédiée à l'analyse du potentiel d'internationalisation de l'euro et l'identification des canaux de transmission de son influence en Amérique latine et dans les Caraïbes. On y trouvera aussi une évaluation de son rôle potentiel comme ancre monétaire dans la région. La seconde partie présente les commentaires d'experts latino-américains sur ces divers aspects, depuis la perspective propre à leur pays ou leur région. Un épilogue résume et conclue le document.

Présentation

Ce document est le résultat d'un travail qui a impliqué de nombreux experts de chaque côté de l'Atlantique. La première partie de l'étude constitue la partie centrale de l'ouvrage, où sont présentés les résultats du travail de recherche sur les implications économiques de moyen et long termes de la création de l'euro pour l'Amérique latine et les caraïbes. Luis Miotti, Dominique Plihon et Carlos Quenan, tous trois professeurs d'économie à Paris, sont les auteurs cette première partie, dont la préparation a commencé en 2000, pour s'achever à fin 2001. Les versions intermédiaires furent discutées et enrichies à l'occasion de trois réunions d'experts durant 2001. Deux de ces réunions eurent lieu en Amérique latine (Santiago du Chili, en janvier et San Salvador, El Salvador, en juin) et une en Europe (Paris, France, en septembre). La CEPALC a publié de manière séparée ce travail, dans une version anglaise.

La deuxième partie du document présente les commentaires d'experts ibéro et latino-américains, et offre différents points de vue sur les points clef analysés dans la première partie. Les commentaires apportent à la discussion depuis une perspective analytique, comme le fait en particulier Alicia García Herrero qui a suivi le processus d'émergence de l'euro depuis la Banque Centrale Européenne, ou depuis les perspectives spécifiques à un pays ou une région. Ainsi, Daniel Heymann offre une lecture interprétative depuis l'Argentine, Renato Baumann depuis le Brésil ; Juan Carlos Moreno et Alonso de Gortari le font depuis le Mexique. Rodrigo Suescún évalue les implications de la monnaie européenne unique pour les pays andins et Osvaldo Martínez pour les pays de l'Amérique Centrale.

La plupart de ces textes furent eux aussi rédigés entre 2000 et 2001, quand l'euro faisait ses premiers pas. Depuis lors, tant la conjoncture internationale que la situation macroéconomique des pays d'Amérique Latine ont changé. Souvent, ces transformations ont été profondes, et parfois traumatiques, à l'exemple de l'abandon du régime de convertibilité en Argentine. D'un commun accord avec les auteurs, nous avons cependant décidé de maintenir les rédactions originelles, qui ont le mérite de présenter les perspectives et les interrogations existantes à ce moment privilégié de la naissance de l'euro. Afin de présenter au lecteur une vision plus actualisée, l'épilogue qui conclue le document a été remanié. Il reprend non seulement les principaux points de l'analyse, mais aussi actualise l'analyse sur la base de données disponibles au premier trimestre 2004.

Ce travail est une œuvre collective à laquelle, outre les auteurs mentionnés auparavant, ont participé de nombreuses personnes des deux côtés de l'Atlantique. Elles sont trop nombreuses pour pouvoir toutes les citer, cependant les coordinateurs désirent conclure cette présentation en remerciant expressément Jacques Berteaud, Conseiller régional de la coopération française pour le Cône Sud et le Brésil entre 1998 et 2002, qui a appuyé avec enthousiasme la réalisation de ce projet. Nos remerciements vont aussi à Patrick Artus, Directeur des Etudes économiques et financières de la Caisse des Dépôts et Consignation, qui a accepté de prêter son concours comme conseiller scientifique du projet et s'est depuis converti en un promoteur du dialogue inter-régional sur les thèmes de l'intégration monétaire et financière.

Le Secrétariat de la CEPALC remercie l'appui financier du Gouvernement français, qui a rendu possible la réalisation de ce projet.

Première partie: Emergence de l'euro: implications pour l'Amérique Latine et les Caraïbes

Introduction

L'entrée en vigueur de l'euro le 1^{er} janvier 1999 est l'un des événements majeurs de la fin du XX^e siècle. Complétant un long processus d'intégration économique, l'émergence de l'union monétaire européenne pourrait bien entraîner d'importantes transformations dans les relations monétaires et financières internationales. Cette analyse est fondée sur le poids économique de la zone euro, proche de celui des États-Unis, et sur la volonté des autorités monétaires de ne pas freiner le processus d'internationalisation de la nouvelle monnaie européenne.

Cependant, l'histoire monétaire montre que le processus d'émergence et de déclin des monnaies internationales est très lent et sujet à une importante inertie. Cette inertie est particulièrement élevée pour les fonctions de moyen de paiement et de réserve de valeur. Les premières années d'existence de l'euro confirment ce point de vue. Elles semblent également confirmer les analyses qui, menées avant l'entrée en vigueur de l'euro, mentionnaient que l'euro pourrait jouer un rôle majeur dans les opérations financières. Ces approches ont également fait ressortir que l'évolution du système monétaire international est liée aux choix des monnaies d'endettement et

d'investissement. Dans ce sens, la croissance des émissions obligataires internationales en euros ces dernières années est un fait marquant. L'Amérique latine a activement participé à la croissance du marché des émissions obligataires internationales en euros. Ceci nous a donc conduit à étudier les implications à long terme de ce processus d'intensification des relations financières entre l'Europe et l'Amérique latine, en portant une attention particulière à la question des régimes de change.

En fait, nous analyserons ici un aspect qui n'a pas souvent été traité dans les études réalisées récemment sur l'euro et l'Amérique latine, à savoir le lien entre l'émergence de l'euro et la fonction d'unité de compte d'une monnaie à usage international. Comme nous le verrons, cette fonction ne se limite pas à la dénomination du commerce international ; elle traite également de l'usage des monnaies internationales comme monnaies d'ancrage pour la politique monétaire. L'euro joue déjà ce rôle (monnaie d'ancrage unique ou dans des paniers de devises) pour près de 50 pays: les pays africains en premier lieu, mais aussi un grand nombre de pays de l'Europe de l'Est, dont certains sont candidats à l'adhésion à la zone euro. Or, lorsque l'on aborde ce sujet par rapport à l'Amérique latine, une question intéressante se pose: celle de savoir si l'euro pourrait être utilisé pour fixer le cours de monnaies locales dans des pays déjà fortement dollarisés.

Ce texte se base sur une étude publiée antérieurement réalisée pour la CEPAL.¹ Dans la première partie, nous abordons la question des implications de l'entrée en vigueur de l'euro sur l'évolution à moyen et long terme du système monétaire international (SMI). Dans la deuxième, qui est la partie centrale de notre étude, nous réalisons une analyse théorique et empirique des déterminants des ancrages monétaires *de facto*, contrairement aux régimes de change *de jure* publiés par le FMI. Nous y présentons une analyse économétrique des déterminants des régimes de change *de facto* de 93 pays, en insistant plus particulièrement sur le cas des pays d'Amérique latine.

¹ Luis Miotti, Dominique Plihon, Carlos Quenan, « Euro and the financial relations between Latin America and Europe: medium and long-term implications », *Serie Macroeconomía del Desarrollo*, N° 13, Economic Development Division, ECLAC, Santiago du Chili, mars 2002.

A. L'euro et le SMI: implications à moyen et long terme

L'émergence de l'euro sur la scène internationale marque le début d'une nouvelle ère dans les relations monétaires et financières internationales. Le long processus d'intégration qui a débuté dans les années 1950 et l'entrée en vigueur de l'euro représentent des étapes décisives dans la création d'un véritable marché commun européen. De plus, le poids économique de la « zone euro » et la volonté des autorités européennes pourraient faire de l'euro une nouvelle monnaie internationale capable de rivaliser avec le dollar. Le scénario le plus plausible, à savoir une bipolarisation croissante mais progressive du SMI, pourrait donner lieu à une plus grande volatilité du taux de change, à moins que les États-Unis et les autorités européennes ne renforcent la coopération monétaire, ce qui ne semble pas être le cas pour l'instant.

1. Cadre théorique

L'impact de l'entrée en vigueur de l'euro dans les relations monétaires internationales dépendra largement du degré d'internationalisation de l'unité monétaire européenne. Il est donc utile de commencer par distinguer les différents usages privés et publics des monnaies internationales, puis présenter les conditions nécessaires à l'internationalisation d'une monnaie, telles qu'elles sont formulées et analysées dans la littérature économique. Ceci permettra d'utiliser ces outils d'analyse pour évaluer la portée de l'euro comme monnaie internationale.

2. Une typologie de l'usage international des monnaies

Sur la base de la typologie que propose Krugman (1991) et selon la présentation de Bénassy-Quéré, Mojon et Schor (1998), il existe six types d'usages internationaux d'une monnaie en fonction d'un double critère: 1) les trois fonctions traditionnelles des monnaies et 2) l'usage privé et public des monnaies à l'échelle internationale (voir tableau 1).

Tableau 1
USAGES INTERNATIONAUX D'UNE MONNAIE

Fonction	Usage privé	Usage public
Moyen d'échange	Moyens de paiement / monnaie véhiculaire	Monnaie d'intervention
Unité de compte	Détermination des prix / monnaie de facturation	Monnaie de référence (ancrage)
Réserve de valeur	Monnaie d'investissement et de financement	Monnaie de réserve

Source: Krugman, *op. cit.*

Les non-résidents utilisent une monnaie internationale comme moyen d'échange dans les transactions commerciales et les mouvements de capitaux. Les agents privés l'utilisent comme un véhicule, c'est-à-dire comme un intermédiaire entre deux monnaies de rang secondaire. Ainsi, les transactions entre le Brésil et la Thaïlande se déroulent en deux temps: real/dollar et dollar/baht. À leur tour, les autorités monétaires utilisent également les monnaies internationales comme moyen de paiement dans leurs interventions sur les marchés des changes.

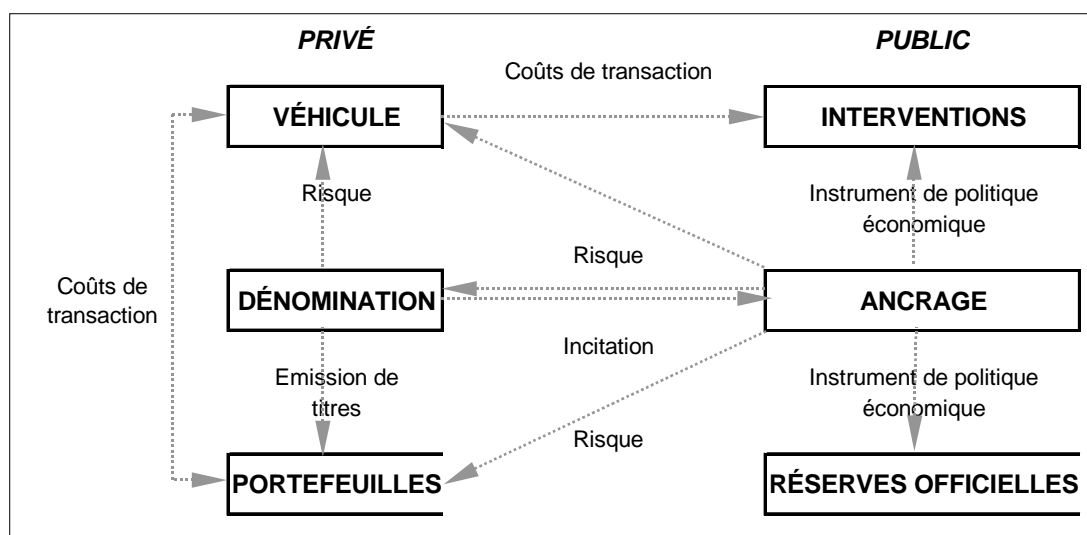
Deuxièmement, les agents privés recourent à une monnaie internationale comme unité de compte pour facturer leurs transactions commerciales ou financières internationales. Cette fonction est différente de celle de moyen de paiement puisqu'une transaction peut être libellée dans une monnaie puis réglée dans une autre (distinction entre monnaie de facturation et moyen de paiement). Les autorités monétaires utilisent également la fonction d'unité de compte pour mettre en place leurs politiques de change, lorsqu'elles décident d'ancrer leurs monnaies à une monnaie de référence internationale. Ceci concerne la question du système de change.

Les agents privés utilisent une monnaie internationale comme réserve de valeur pour préserver la valeur de leur actif. Ils placent leurs avoirs dans différentes monnaies internationales dans le cadre de leurs stratégies d'optimisation du rapport risque/rendement. À leur tour, les autorités monétaires gèrent la composition de leurs réserves internationales en fonction de leur objectif d'optimisation du rapport risque/rendement et de la nature de leurs interventions sur le marché des changes.

Ces différents usages internationaux des monnaies sont distincts mais interdépendants. Schématiquement, l'interaction entre ces différents usages peut circuler par différents canaux (voir graphique 1). Par exemple, la décision que les autorités monétaires adoptent pour donner la priorité à certaines monnaies dans la composition des réserves de change (fonction de réserve de valeur) peut être en partie déterminée par le choix d'un mécanisme d'ancrage à ces monnaies (fonction d'unité de compte).

Graphique 1

PRINCIPALES SYNERGIES ENTRE LES FONCTIONS MONÉTAIRES INTERNATIONALES



Source: A.Bénassy-Quéré, Mojon et Schor, *op. cit.*

Un autre élément intervient dans les coûts de transaction. Si une monnaie est utilisée comme véhicule, les coûts de transaction seront faibles et les autorités monétaires auront tendance à l'utiliser dans leurs interventions, alors que les investisseurs privés essaieront de détenir leurs avoirs dans cette monnaie.

Le degré d'utilisation d'une monnaie internationale par un pays peut être très différent selon les fonctions mentionnées ci-dessus: ainsi, les autorités monétaires peuvent choisir le dollar comme monnaie de référence en raison du poids écrasant des marchés financiers nord-américains, alors que ce même pays réalise ses transactions commerciales dans d'autres monnaies. De même, ces fonctions peuvent être considérées hiérarchiquement, la fonction de moyen de paiement étant fréquemment considérée comme la plus importante (Bourguinat, 1985).

3. Conditions pour l'internationalisation d'une monnaie

Selon Bourguinat (1987), il faut tenir compte de deux critères:

- Stabilité/prédictibilité de la monnaie ;
- Acceptabilité/liquidité: afin d'être internationale, une monnaie doit être acceptée universellement ; elle doit être une monnaie « véhiculaire », à savoir être utilisée par d'autres pays dans les transactions qui n'impliquent pas une relation directe avec le pays émetteur.

D'autres auteurs proposent deux critères complémentaires (Tavlas, 1991):

- Le pays émetteur de la monnaie internationale doit avoir un poids majeur dans le commerce international, renforçant ainsi l'usage de cette monnaie par d'autres pays.
- Le pays émetteur de la monnaie internationale doit avoir des marchés financiers libres, vastes et profonds, garantissant ainsi la liquidité de la monnaie et permettant aux acteurs publics et privés d'utiliser la monnaie comme réserve de valeur.

Ces conditions sont nécessaires mais insuffisantes pour expliquer pourquoi les opérateurs internationaux ont tendance à privilégier une devise comme monnaie de référence. Certains auteurs insistent sur le rôle des coûts de transaction, les phénomènes d'économie d'échelle, les externalités

positives et les effets de réseau.² Ces approches permettent de démontrer l'existence de processus d'auto-renforcement et d'inertie dans l'usage international des monnaies. De ce point de vue, le développement de l'euro comme monnaie internationale devrait être progressif. En d'autres termes, le dollar devrait conserver encore longtemps sa suprématie.

4. Le poids international de la zone euro: un aperçu global

Le poids de la zone euro vis-à-vis des économies américaine et japonaise est l'un des premiers critères empiriques permettant de considérer le futur rôle de la monnaie européenne au sein du système monétaire international. Si l'on compare le poids des États-Unis et celui de la zone euro dans l'économie mondiale, ceux-ci sont similaires en termes de commerce international, comme le montre le tableau 2.

Tableau 2
POIDS DES ÉTATS-UNIS ET DE LA ZONE EURO DANS L'ÉCONOMIE MONDIALE

	Population ^a	PIB ^b	Capitalisation boursière		Ouverture externe ^c
			b	% GDP	
Zone euro	302.8	5875.6	3709.8	56.8	19.0
Etats-Unis	273.7	8590.1	11596.5	121.5	14.8
Japon	126.8	4223.2	2263.4	48.2	9.9

Source: Banque mondiale, Eurostat, OCDE.

^a Millions d'habitants (2000).

^b Milliards de dollars (2001).

^c Exportations/PIB en % (2000).

D'autre part, si nous prenons comme critères le PIB et, surtout, la capitalisation boursière, le poids des États-Unis est plus important. Ces données statistiques nous permettent de considérer que l'euro a un fort potentiel pour augmenter son poids en tant que monnaie à usage international.

La position des autorités européennes vis-à-vis de l'internationalisation de l'euro est un autre facteur à considérer. Sachant que l'histoire et la théorie économique montrent que l'usage international d'une monnaie doit être progressif, les autorités européennes ne cherchent pas à accélérer l'internationalisation de l'euro. Contrairement au Japon, qui a résisté à l'internationalisation du yen (car les autorités japonaises considéraient que cela aurait pu perturber la gestion de leur politique monétaire), les autorités européennes ne s'opposent pas à une internationalisation croissante de l'euro. Elles pensent qu'en termes de politique monétaire, la stratégie de la zone est suffisamment forte pour faire face aux conséquences d'une internationalisation progressive de la monnaie européenne.³ Duisenberg (2000) Leur position est donc « neutre », ce qui favorise un usage international progressif de l'euro.

5. Le rôle international de l'euro: trois scénarios

La force de la monnaie européenne par rapport au dollar est un autre facteur qui peut influencer le rôle international de l'euro. Comme on le sait, contrairement aux prédictions d'une majorité de spécialistes, l'euro s'est considérablement affaibli à ses débuts et a perdu près de 30% de sa valeur ces trois premières années de son existence. Toutefois, il s'est apprécié par rapport au dollar depuis juillet 2001, en revenant à partir de là à une parité pratiquement unitaire vis-à-vis de la monnaie américaine.

² Par exemple: Kenen (1992), Aglietta et Deusy-Fournier (1994).

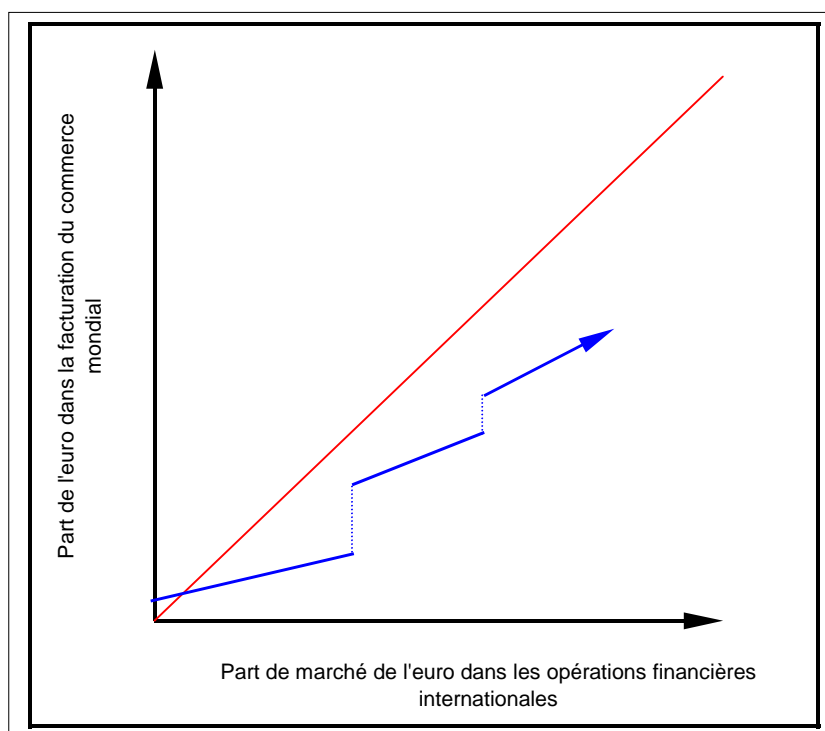
³ W. Duisenberg, «The international role of the euro», www.ecb.int, novembre 2000.

Bien que ce soient des problèmes différents, le mouvement du taux de change de l'euro et les perspectives pour le rôle de l'euro sur la scène internationale ne sont pas sans rapport. Une dévalorisation permanente de l'euro et un scepticisme persistant quant à sa parité pourraient décourager son usage et affecter son acceptation parmi les devises de référence du SMI.

En tout cas, avant son lancement, beaucoup d'auteurs s'attendaient à ce que l'euro devienne une monnaie internationale à part entière. En particulier, de nombreuses études soulignaient le fait que le rôle financier de l'euro (c'est-à-dire comme monnaie d'emprunt et de prêt) allait se développer beaucoup plus rapidement que sa fonction de commerce international (à savoir comme monnaie de facturation). Les premières années d'existence de l'euro confirment cette analyse, notamment par rapport à son rôle de monnaie d'emprunt, qui s'est considérablement développé.⁴

D'autre part, quelques auteurs (de Boissieu, 2000) indiquent que la progression de l'euro « commercial » pourrait avoir lieu en plusieurs « pas », avec des « sauts » qualitatifs, qui devraient accélérer l'internationalisation de l'euro-monnaie (graphique 2). Néanmoins, les mêmes auteurs affirment également qu'un retard excessif dans le développement de la fonction commerciale de l'euro pourrait aller à l'encontre de la mise en place de son rôle financier: une monnaie internationale « complète » ne devrait pas faire l'objet d'une divergence excessive ou trop prolongée entre ses rôles financier et commercial.

Graphique 2
ÉVOLUTION THEORIQUE DE L'INTERNATIONALISATION DE L'EURO



Dans ce cadre, si l'on envisage l'évolution du SMI à moyen et long termes, il est à notre avis possible de distinguer au moins trois scénarios. Le premier est un SMI qui restera encore longtemps dominé par le dollar, ce qui implique que la progression initiale observée sur le plan de la fonction financière de l'euro pourrait être suivie de quelques pas en arrière. Le deuxième est le scénario exactement opposé: la fonction financière de l'euro devient plus solide et son rôle commercial se

⁴ Pour plus de détails à ce sujet voir Luis Miotti, Dominique Plihon et Carlos Quenan, *op. cit.*

développe plus rapidement que prévu. Ce scénario conduirait à un duopole dollar-euro de plus en plus symétrique. Le dernier et le plus plausible des scénarios, en tenant compte des premiers pas de l'euro sur la scène internationale et des enseignements de la théorie économique, est un duopole dont l'asymétrie s'affaiblit progressivement. Dès lors, une bipolarisation lente et progressive du SMI pourrait entraîner également le développement de l'euro comme monnaie d'ancrage dans les systèmes de change de pays tiers.

6. La volatilité de la parité dollar-euro

Dans le cadre de ce dernier scénario, il semble clair que la volatilité du taux de change euro-dollar ne diminuera pas. En fait, comme le suggèrent certains théoriciens comme Kindleberger, l'existence d'une monnaie hégémonique est une condition qui favorise la stabilité monétaire internationale. L'histoire montre que la coexistence de deux monnaies dominantes (comme celle de la livre et du dollar dans les années 1930) peut être un facteur déstabilisateur et entraîner des effets défavorables pour les pays tiers.

Cette idée est confirmée par des études récentes (Bénassy-Quéré et B. Coeuré, 2000). En effet, si l'on analyse la réaction du taux de change euro-dollar à un choc commercial affectant la balance courante bilatérale Euroland/dollar, sous trois scénarios éventuels d'ancrage des monnaies des pays tiers aux monnaies de référence du système: 1) flottement général où aucune monnaie n'est ancrée à l'euro ni au dollar ; 2) un système hégémonique où toutes les monnaies, à l'exception de l'euro, sont ancrées au dollar ; 3) un système bipolaire où les États-Unis et la zone euro effectuent la moitié de leurs transactions avec les pays de leurs blocs monétaires respectifs, l'on remarque que le système hégémonique, bien que moins stable que le système de flottement généralisé, est à son tour beaucoup moins volatil qu'un SMI bipolaire.

Ainsi, la situation actuelle, que l'on pourrait situer entre les systèmes hégémonique et bipolaire (c'est-à-dire un SMI en harmonie avec le scénario de plus en plus bipolaire mais asymétrique à moyen-long terme, que nous considérons comme le plus plausible), devrait entraîner une forte volatilité entre les deux principales monnaies internationales.

Certes, dans le cadre d'une bipolarisation croissante du SMI, nous pouvons prévoir deux configurations possibles concernant la volatilité de la parité euro-dollar. D'une part, une configuration « pessimiste » de « concurrence » entre le dollar et l'euro, où les États-Unis et les autorités monétaires européennes continueraient à donner priorité à leurs objectifs domestiques et ne coopéreraient pas, ce qui accentuerait l'instabilité de la parité bilatérale. D'autre part, une configuration « optimiste » d'une « coopération » monétaire renforcée: les États-Unis et les autorités européennes considèrent que la stabilité monétaire internationale est un bien public et acceptent d'intervenir et de contrôler l'évolution de leurs taux de change, et d'évoluer vers une coordination de leurs politiques macroéconomiques. Dans cette configuration, la volatilité du taux de change euro-dollar diminuerait.

Toutefois, la première configuration semble la plus plausible. À court et moyen termes il est difficile d'imaginer les États-Unis prêts à donner moins de priorité à leurs objectifs domestiques. D'autre part, du fait des déficiences de l'architecture institutionnelle de l'union économique et monétaire, y compris de l'absence d'une autorité politique unifiée, il est difficile de penser que l'Europe pourrait défendre une politique macroéconomique cohérente à l'échelle internationale. En outre, il paraît clair que les autorités monétaires européennes n'ont pas d'objectif explicite en matière de taux de change et semblent de plus en plus enclines à pratiquer une politique de « *benign neglect* » dans la mesure où le degré d'ouverture extérieure de la zone euro est inférieur à celui de leurs pays membres considérés individuellement.

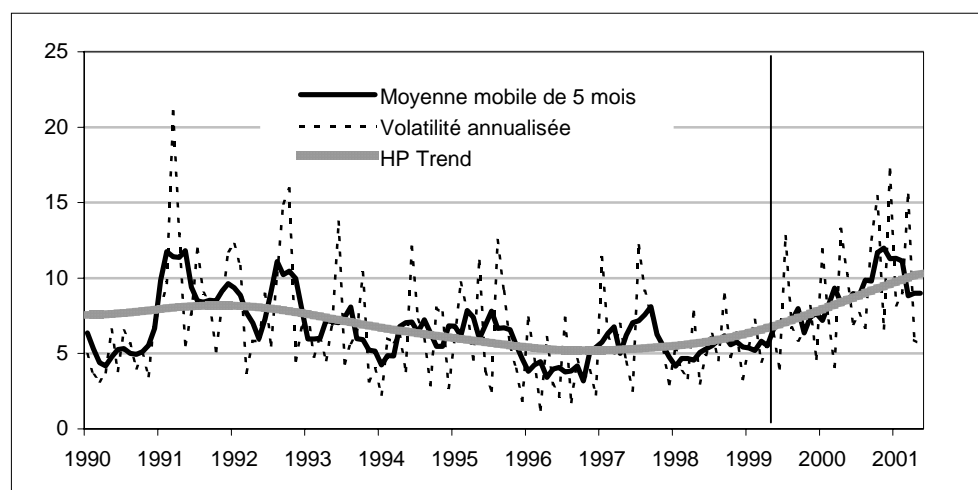
L'analyse empirique (voir encadré 1) sur la période récente confirme ces hypothèses. Comme le montrent le tableau 3 et la graphique 3, le taux de change euro/dollar est plus volatil depuis l'entrée en vigueur de l'euro-monnaie.

Tableau 3
VOLATILITE DE LA PARITE EURO/DOLLAR
(moyennes annuelle et trimestrielle basées sur des données quotidiennes)

	Volatilité	Moyenne mobile sur cinq 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
2001 (Premier trimestre)	10.89	10.43	9.90

Source: Calculs des auteurs.

Graphique 3
VOLATILITE ANNUELLE DE LA PARITE EURO/DOLLAR



B. Émergence de l'euro et la fonction d'unité de compte: conséquences pour l'Amérique Latine

La volatilité croissante des taux de change soulève la question de la fonction d'unité de compte des monnaies internationales. Néanmoins, les études sur l'entrée en vigueur de l'euro et sur la perspective qu'il devienne une monnaie internationale se sont surtout concentrées sur ses fonctions de moyen de paiement, d'investissement et d'emprunt. Récemment, la gestion des réserves internationales et le rôle potentiel de l'euro comme monnaie de réserve ont également commencé à être étudiés.⁵ Inversement, la fonction d'unité de compte est souvent négligée, probablement parce que la monnaie de détermination des prix dans le commerce international est particulièrement sujette à l'inertie due à l'existence d'externalités de réseau. Un autre facteur

⁵ Par exemple, Barry Eichengreen (1998).

souvent avancé pour expliquer ce phénomène est le fait que les monnaies de facturation semblent dériver leur usage des autres fonctions de la monnaie.

Encadré 1

METHODE DE CALCUL DE LA VOLATILITE ANNUELLE

Les données utilisées sont tirées des cours de la Bourse de New York, à leur prix de clôture. Nous avons utilisé le taux de change du mark allemand entre le 01/01/1971 et le 31/12/1998 et le taux de change de l'euro entre le 01/01/1999 et le 11/05/2001.

À partir de l'entrée en vigueur de l'euro, le 01/01/1999, cette monnaie a été convertie en marks allemands en utilisant le taux de conversion établi pour les pays membres de l'union monétaire.

La volatilité annuelle a été calculée en utilisant la formule suivante:

$$\sigma = \sqrt{\frac{n \sum_{i=1}^n x_i^2 - \left(\sum_{i=1}^n x_i \right)^2}{n(n-1)}}$$

Où:

x_i = cours quotidien

i = jour

n = nombre de cours mensuels

σ est multiplié par 100, conformément aux normes financières

Sur la base des données de volatilité calculées comme décrit précédemment, une moyenne mobile sur cinq mois a été calculée en utilisant la méthode de Hodrick-Prescott afin d'éliminer les fortes fluctuations de la volatilité et de sa tendance. Il s'agit d'une méthode largement utilisée parmi les macroéconomistes pour obtenir une estimation harmonieuse des composantes de la tendance à long terme d'une série. Précisons que cette méthode a été utilisée pour la première fois dans un document de travail (qui a circulé au début des années 1980 et a été publié en 1997) par Hodrick et Prescott pour analyser les cycles économiques des États-Unis de l'après-guerre.

Comme mentionné précédemment, la fonction d'unité de compte n'est pas seulement liée à la détermination des prix dans le commerce international mais concerne aussi l'usage des monnaies internationales comme monnaie de référence (ancrages), qui est l'une des fonctions cruciales du processus d'internationalisation d'une devise. À court terme, il sera très difficile pour l'euro de concurrencer le dollar comme monnaie d'ancrage internationale, étant donné que les décisions prises en la matière sont liées au type d'intégration – aussi bien dans le domaine commercial (orientation géographique des flux commerciaux) que financier (monnaies d'emprunt, sources de l'IDE, etc.) – et aux pratiques commerciales (l'essentiel du commerce de matières premières est libellé en dollars). L'existence d'une forte inertie dans les pratiques commerciales et financières, en particulier, retarde un développement plus rapide de l'euro comme monnaie internationale. Mais on peut s'attendre à ce que l'usage de l'euro comme monnaie d'ancrage des pays tiers augmente à moyen et long termes.

Dans cette partie: 1) nous aborderons la question de la détermination *de facto* des ancrages monétaires, en comparaison des ancrages officiels, à savoir ceux que le FMI publie (dans son rapport annuel sur les régimes de change et les restrictions de change); 2) nous étudierons les déterminants réels et financiers des options que les pays en développement adoptent en matière d'ancrage *de facto*, sur la base d'une analyse économétrique réalisée pour 93 pays; 3) nous

établirons une typologie des pays analysés ; et 4) nous explorerons comment l'euro pourrait être utilisé comme monnaie d'ancrage en Amérique latine.

1. Régimes d'ancrage de facto: méthodologie

Selon l'approche proposée par Bénassy-Quéré et Coeuré, notre point de départ est constitué par une estimation des taux de change *de facto*, calculée en utilisant des équations économétriques basées sur la méthode des moments généralisés.⁶ Les ancrages implicites de 111 monnaies ont été ainsi estimés sur la base de données hebdomadaires aussi bien avant qu'après les crises financières des pays émergents (1997-1998).

Les résultats révèlent que la proportion des monnaies ancrées *de facto* au dollar est beaucoup plus élevée (50%) que ce qu'en disent les données officielles publiées par le FMI (voir tableaux 4 et 5). Ce phénomène a persisté après la crise asiatique, révélant que, du moins à court terme, le système actuel n'a pas aussi considérablement changé que ce qui est habituellement indiqué (à savoir, déclin dans l'ancrage aux monnaies de référence et généralisation des régimes de flottement pur). Ainsi, les régimes de flottement pur sont beaucoup moins fréquents *de facto* (4%) que *de jure* (30%).

Ces résultats concordent en partie avec ceux obtenus par d'autres auteurs⁷ qui ont observé de nombreux ancrages *de facto*. En outre, aucun déclin ne semble avoir eu lieu dans les soi-disant régimes intermédiaires (dont l'une des caractéristiques est un ancrage à un panier de devises).

2. Déterminants financiers et commerciaux des ancrages de facto

Sur la base des résultats présentés dans la section précédente, nous nous concentrerons maintenant sur les déterminants réels et financiers des régimes d'ancrage *de facto* adoptés par les 93 pays considérés dans ce travail (cf. Introduction). Le tableau 6 montre les corrélations entre les coefficients d'ancrage et les variables commerciales, financières et géographiques,⁸ qui sont présentées dans ce même tableau.

Ce tableau montre principalement que les coefficients d'ancrage ont une corrélation avec les variables commerciales et financières. L'usage de l'euro comme monnaie d'ancrage *de facto* est significativement corrélé avec l'usage de l'euro comme monnaie d'emprunt (0,197) et avec l'orientation géographique du commerce (0,458), à savoir les cas où l'Europe est un client et fournisseur prédominant des pays considérés. Il n'est donc pas surprenant que les pays d'Europe (centrale, orientale et du Sud) et les pays africains de la zone franc aient une forte corrélation avec l'usage de l'euro comme monnaie d'ancrage *de facto* (soit comme monnaie unique, soit comme monnaie dominante dans des paniers d'ancrage).

Pour compléter l'analyse, nous avons mené une étude de probabilité économétrique (tableau 7).

⁶ Voir Agnès Bénassy-Quéré et Benoît Coeuré, *op.cit.*, pour une présentation détaillée la méthodologie utilisée.

⁷ Eduardo Levy Yeyati et Federico Sturzenegger, (1999b).

⁸ Les coefficients d'ancrage sont tirés de Bénassy-Quéré et Coeuré, *op. cit.* Les variables binaires suivantes sont associées à ces variables: Dolbin = 1 si le coefficient est égal ou supérieur à 0,5, 0 s'il est inférieur ; Eurobin = 1 si le coefficient est égal ou supérieur à 0,3, 0 s'il est inférieur ; Yenbin = 1 si le coefficient est égal ou supérieur à 0,1, 0 s'il est inférieur. La variable binaire « exportateur de pétrole » est attribuée aux pays dont les ventes de pétrole représentent plus de 10% de leurs exportations totales. La variable binaire « dollarisé » est affectée aux pays où la part du dollar dans M3 est élevée, selon la typologie du FMI. Les distances géographiques sont mesurées en kilomètres (km) entre les ports ou capitales.

Tableau 4

REGIMES DE CHANGE OFFICIELS ET LEUR EVOLUTION (1983-1999)
(% de toutes les monnaies des pays membres du FMI, en décembre de chaque année)

Régimes de change	1983	1988	1994	1999
<i>Nombre de monnaies</i>	146	152	181	187
Ancrage fixe à une monnaie (y compris les systèmes de caisses d'émission)	35.6	38.3	26.0	30.0
Dollar	23.3	25.7	13.8	15.0
Franc, mark, euro	8.9	9.2	8.3	12.3
Autre	3.4	3.4	3.9	2.7
Ancrage fixe à un panier de devises	27.4	25.7	13.3	9.6
SDR	8.9	5.3	1.7	3.2
Ecu	0.7	0.7	0.6	0.0
Autre	17.8	19.7	11.0	6.4
Flexibilité limitée	11.0	7.2	7.2	5.9
Mécanisme de change européen	4.8	4.6	5.0	1.1
Autre	6.2	2.6	2.2	4.8
Régimes de flottement limité	19.9	17.8	19.9	23.0
Régimes de flottement libre	6.1	11.2	33.7	31.6
Total	100	100	100	100

Source: FMI, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, several numbers.

Tableau 5

REGIMES DE CHANGE DE FACTO
(% de toutes les monnaies analysées)

Régimes de change	Avril 1995-juin 1997 (avant la crise asiatique)	Octobre 1998-décembre 1999 (après la crise asiatique)
<i>Nombre de monnaies</i>	107.0	107.0
Ancrage unitaire à une monnaie	61.8	59.8
Dollar	50.6	49.5
Euro	10.3	10.3
Yen	0.9	0.0
Ancrage partiel à une monnaie	13.0	9.3
Dollar	12.1	6.5
Euro	0.9	1.9
Yen	0.0	0.9
Ancrage à un panier de devises	20.5	27.1
Dollar/euro	12.1	14.0
Dollar/yen	5.6	2.8
Euro/yen	1.9	2.8
Euro/dollar/yen	0.9	7.5
Régime de flottement libre	4.7	3.7
Total	100	100

Source: Bénassy-Quéré et Coeuré (2000).

Note: les 14 pays africains de la zone franc sont traités comme un seul pays.

Tableau 6
COMMERCE, ENDETTEMENT ET REGIMES D'ANCRAGE DE FACTO

Tableau de corrélations

	Dollar	Euro	Yen	Dolbin	Eurobin	Yenbin
Dollar	1.000	-0.969	-0.612	0.911	-0.937	-0.589
Euro	-0.969	1.000	0.396	-0.859	0.884	0.393
Yen	-0.612	0.396	1.000	-0.634	0.649	0.927
Dolbin	0.911	-0.859	-0.634	1.000	-0.865	-0.602
Eurobin	-0.937	0.884	0.649	-0.865	1.000	0.652
Yenbin	-0.589	0.393	0.927	-0.602	0.652	1.000
Structure de la dette par monnaie						
En dollars	0.019	-0.044	0.069	-0.032	-0.021	0.096
En euros	-0.272	0.197	0.378	-0.356	0.292	0.350
En yen	0.205	-0.144	-0.292	0.213	-0.142	-0.251
Degré de dollarisation des économies						
Dollarisés	0.089	-0.016	-0.276	0.166	-0.154	-0.206
Exportations de pétrole						
Exportateur de pétrole	0.140	-0.129	-0.104	0.144	-0.202	-0.155
Structure géographique du commerce extérieur						
Avec les Etats-Unis	0.355	-0.352	-0.195	0.370	-0.371	-0.198
Avec le Japon	0.251	-0.240	-0.164	0.226	-0.222	-0.178
Avec l'Europe	-0.451	0.458	0.211	-0.465	0.439	0.159
Géographie et régimes d'ancrage						
Tableau de corrélations						
	Dollar	Euro	Yen	Dolbin	Eurobin	Yenbin
Distances géographiques						
KmUS	0.017	-0.019	-0.005	-0.032	0.020	-0.043
KmJapan	-0.089	0.017	0.274	-0.143	0.092	0.241
KmEurope	0.446	-0.468	-0.162	0.454	-0.415	-0.174
Régions						
AMÉRIQUE LATINE	0.341	-0.331	-0.208	0.398	-0.360	-0.179
CENTRALE	0.202	-0.199	-0.112	0.276	-0.195	-0.032
DU SUD	0.245	-0.234	-0.162	0.240	-0.278	-0.210
ASIE	0.312	-0.284	-0.252	0.299	-0.287	-0.261
MOYEN-ORIENT	0.153	-0.132	-0.146	0.139	-0.161	-0.122
EUROPE	-0.358	0.456	-0.127	-0.209	0.273	-0.087
AFRIQUE	-0.364	0.253	0.539	-0.506	0.424	0.481
AFRIQUE-CFA	-0.532	0.365	0.805	-0.668	0.578	0.765
AFRIQUE-NCFA	0.047	-0.029	-0.085	0.001	-0.017	-0.118

Sources: Commerce: DOTS-IMF (2000), Dette: Banque mondiale (WDI 2000), Dollarisation: IMF 174 (1998), Régimes de change: Bénassy-Quéré (2000).

Notes: Les chiffres en gras indiquent les corrélations statistiquement significatives CFA: CFA zone franc, CNFA: autres pays africains.

Tableau 7
PROBABILITE D'UTILISER UNE MONNAIE INTERNATIONALE

Equations Probit

Constante	Dollar			Euro			Yen		
	Coef.	Z-Stat	Proba.	Coef.	Z-Stat	Proba.	Coef.	Z-Stat	Proba.
	1.40	1.22	0.222	-0.32	-0.36	0.716	-0.66	-0.57	0.568
	Direction du commerce								
Avec le Japon	0.27	2.30	0.022	-0.19	-2.64	0.008	-0.03	-0.35	0.724
Avec l'Europe	-0.04	-3.04	0.002	0.03	2.20	0.028	-0.03	-2.11	0.035
Avec les États-unis	0.04	2.12	0.034	-0.04	-2.52	0.012	-0.09	-3.59	0.000
	Composition de la dette par monnaie								
En dollars	0.00	0.034	0.973	-0.01	-0.44	0.660	0.06	2.42	0.015
En euros	-0.10	-3.441	0.001	0.06	2.70	0.007	0.16	3.57	0.000
En yen	0.12	3.501	0.001	-0.06	-2.33	0.020	-0.90	-3.75	0.000
	Autres déterminants								
Exportateur de pétrole	1.82	2.79	0.005	-1.26	-2.15	0.032	-1.78	-2.07	0.039
Dollarisé	0.21	0.43	0.666	-0.19	-0.46	0.645	-1.70	-2.43	0.015
Restr. « log likelihood »		-19.55			-25.44			-13.66	
Probabilité (LR stat)		0.00			0.00			0.00	
Obs avec Dep=0		27.00			58.00			68.00	
Obs avec Dep=1		63.00			31.00			18.00	
Observations incluses		90.00			89.00			86.00	
McFadden R-2		0.64			0.56			0.69	
% Correct.		92.1			83.9			72.2	

Notes: Les chiffres en gras indiquent des variables significatives à au moins 90%. En raison des problèmes de multi-colinéarité entre les variables commerciales et celles qui représentent les distances géographiques, ces dernières n'ont pas été incluses dans les estimations économétriques.

Les évaluations économétriques révèlent que la probabilité d'utiliser le dollar comme monnaie d'ancrage augmente quand les États-Unis sont un partenaire commercial majeur du pays en question. Parallèlement, cette probabilité diminue lorsque le partenaire principal est l'Europe.

Quant à la prédominance d'une monnaie à des fins d'emprunt, la probabilité d'utiliser la monnaie américaine comme ancrage n'est pas évidente lorsque l'essentiel de la dette d'un pays est libellé en dollars. Le fait que tous les pays de l'échantillon soient principalement endettés en dollars explique ce résultat. En outre, la probabilité d'ancrer une monnaie au dollar diminue considérablement quand la dette extérieure d'un pays est en grande partie libellée en euros. D'autre part, il y a de fortes chances que les pays exportateurs de pétrole ancrent leurs monnaies au dollar, le commerce international du pétrole étant réalisé en dollars.

Pour le yen, les résultats des équations économétriques concernant la probabilité d'ancrer une monnaie à la devise japonaise sont médiocres. Ainsi, être un partenaire commercial majeur du Japon n'augmente pas la probabilité d'utiliser le yen comme monnaie d'ancrage. De plus, la probabilité d'utiliser le yen comme monnaie d'ancrage diminue considérablement lorsque la dette extérieure d'un pays est libellée dans cette monnaie. Par ailleurs, comme on pouvait s'y attendre, dans le cas des pays exportateurs de pétrole et de ceux dont l'économie est fortement dollarisée, la probabilité d'ancrer leur monnaie au yen est faible.

Plusieurs facteurs permettent d'expliquer ces résultats économétriques. D'une part, la crise qui touche le Japon depuis 1990. D'autre part, les fortes fluctuations nominales et réelles à court terme que connaît le yen ces dernières années. L'incertitude concernant l'économie japonaise et la volatilité du yen entraînent une augmentation des coûts de transaction et des risques du taux de change. Enfin, l'absence de volonté politique – pour ne pas dire l'hostilité – de la part des autorités japonaises pour faire du yen une monnaie internationale à part entière.

Pour l'euro, la probabilité qu'un pays l'utilise comme monnaie d'ancrage diminue lorsque les transactions commerciales d'un pays ont principalement lieu avec le Japon et les États-Unis et augmente si elles sont effectuées avec les pays de la zone euro, en supposant encore que ces pays soient des partenaires commerciaux majeurs. De même, les résultats de l'exercice confirment que la probabilité d'utiliser l'euro comme monnaie d'ancrage augmente quand la dette extérieure du pays considéré est en grande partie libellée en euros. D'autre part, et inversement par rapport à l'équation qui analyse l'usage du dollar comme monnaie d'ancrage, la probabilité d'ancrer une monnaie nationale à l'euro diminue considérablement pour les pays exportateurs de pétrole.

3. Une typologie des pays

Les facteurs considérés précédemment peuvent être analysés de façon plus approfondie, afin d'identifier la position des pays de l'échantillon. Pour y arriver, une analyse factorielle des principaux éléments a été réalisée (voir Annexe I), ce qui a permis de regrouper les pays ayant des caractéristiques commerciales, financières et géographiques homogènes. Nous commençons par montrer comment nous avons organisé l'information (tableau 8).

Tableau 8
VALEURS PROPRES ET CORRELATIONS ENTRE LES PRINCIPAUX
VARIABLES ET FACTEURS
Pour les quatre premiers axes (significatifs)

Valeurs propres	1	2	3	4
Valeur	2.40	2.05	1.19	1.02
% de variabilité	26.63	22.75	13.23	11.35
% global	26.63	49.37	62.60	73.95
	Facteur 1	Facteur 2	Facteur 3	Facteur 4
Commerce avec les États-unis	0.75	-0.09	0.00	0.45
Commerce avec le Japon	0.01	0.70	-0.03	-0.35
Commerce avec l'Europe	-0.72	-0.26	-0.03	-0.28
Dette en dollars	0.61	-0.36	-0.22	-0.39
Dette en yen	0.06	0.66	-0.13	0.38
Dette en euros	-0.60	-0.26	0.30	0.52
Distance des États-unis	-0.40	0.65	0.42	-0.15
Distance du Japon	0.12	-0.55	0.71	-0.14
Distance de l'Europe	0.64	0.36	0.59	-0.08

Source: Calcul des auteurs (voir texte).

Les quatre principaux axes représentent 74% de la variabilité globale. En d'autres termes, les quatre principaux axes résument près de trois-quart de l'information totale contenue dans les variables. Le graphique 4 permet d'identifier l'opposition entre les variables plus fortement liées au dollar et celles plutôt liées à l'euro.

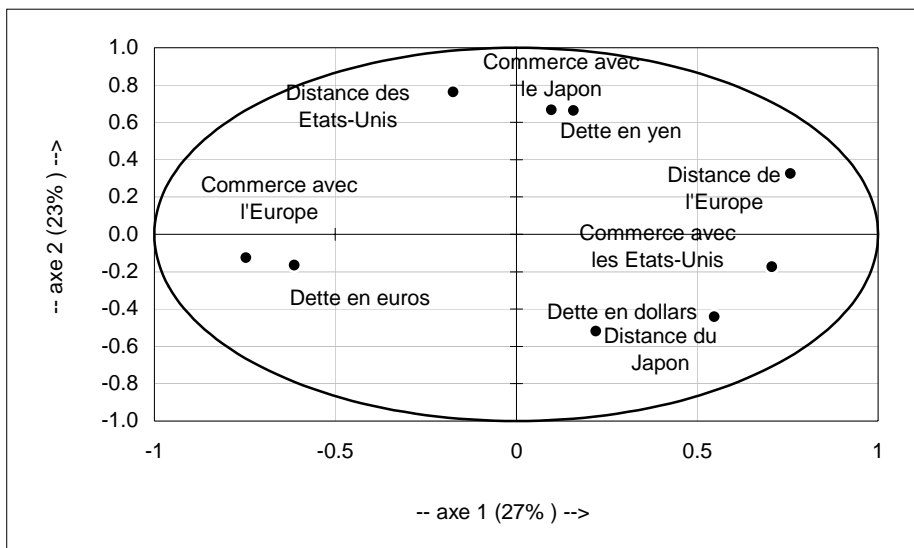
Le graphique 5 présente la projection des pays sur l'espace factoriel défini par les deux principaux axes, ce qui résume près de 50% de l'information contenue dans les variables utilisées. Comme prévu, une grande majorité des pays d'Amérique latine sont situés au sud-est de l'espace factoriel, où le commerce est dominé par les États-Unis et où l'endettement est principalement libellé en dollars.

À partir des coordonnées des pays sur l'espace factoriel défini par les quatre axes principaux, nous pouvons identifier cinq groupes différents (tableau 9).

Un deuxième exercice économétrique, tenant compte des coordonnées des pays sur le plan factoriel (qui résume l'information fournie par les variables utilisées pour calculer les axes factoriels), confirme que le fait d'exporter du pétrole augmente la probabilité d'ancrer la monnaie nationale au dollar et diminue considérablement la probabilité de l'ancrer à l'euro. En outre, une économie fortement dollarisée augmente considérablement la probabilité d'ancrer la monnaie nationale au dollar et diminue appréciablement la probabilité de l'ancrer à l'euro (tableau 10).

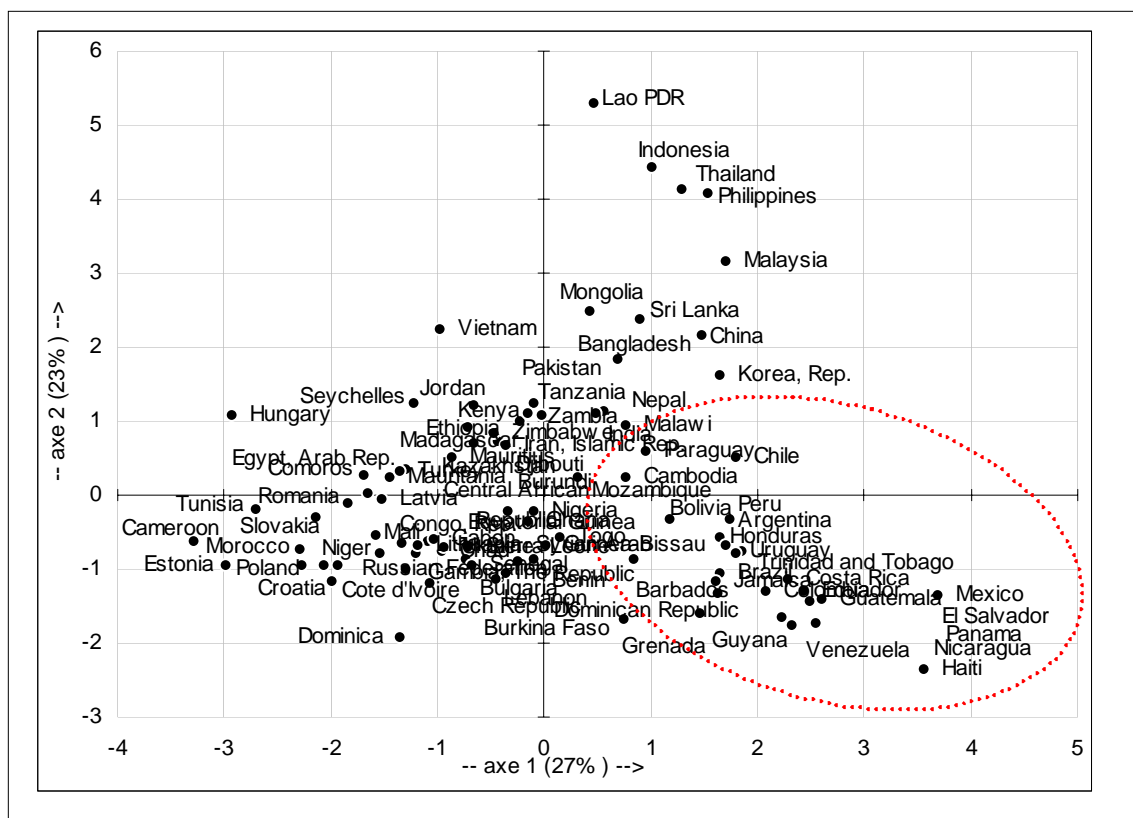
Graphique 4

CERCLE DES CORRELATIONS: AXES 1 ET 2 (50%)



Source: Tableau 8.

Graphique 5
PROJECTION DES PAYS SUR L'ESPACE FACTORIEL DEFINI PAR LES AXES 1 ET 2 (50%)



Source: Calcul des auteurs (voir texte).

Plus important encore, un dernier exercice économétrique établissant un rapport entre les groupes de pays et les monnaies d'ancrage *de facto* montre que les groupes 3 et 4 sont statistiquement considérablement liés au dollar. En même temps, les groupes 1 et 2 apparaissent comme des régions ancrées à un panier de devises (dollar-euro dans le groupe 1, euro-yen dans le groupe 2), tandis que les résultats révèlent que le groupe 5 se caractérise par d'importantes relations avec l'euro. Les pays d'Amérique latine et des Caraïbes, en majorité inclus dans le groupe 4, font clairement partie de la zone dollar (tableau 11).

4. Conséquences pour l'Amérique Latine et les Caraïbes

Malgré leur apparente évidence, les résultats obtenus ne sont pas dénués d'intérêt. Notre étude confirme l'hypothèse logique selon laquelle les facteurs d'inertie favorisent la prééminence du dollar comme monnaie d'ancrage. En outre, le degré de dollarisation des économies considérées, ainsi que l'intensité des relations financières et commerciales avec les États-Unis, sont des facteurs qui renforcent le rôle du dollar comme monnaie d'ancrage. Ainsi, aucun pays d'Amérique latine ni des Caraïbes ne se détache de la zone dollar.

Tableau 9

TYPOLOGIE DES PAYS, SUR LA BASE DES RESULTATS DE L'ACP

Classification des observations / Nombre de pays				
Groupe 1	Groupe 2	Groupe 3	Groupe 4	Groupe 5
15	26	16	22	14
Bulgarie	Bénin	Bangladesh	Argentina	Cameroun
Croatie	Burkina Faso	Cambodge	Barbade	Congo (Rep.)
Rep. Tchèque	Burundi	China	Bolivia	Cote d'Ivoire
Dominique	Afrique Centrale (Rep.)	Inde	Brésil	Egypte (Rep. Arabe)
Guinée Equatoriale	Tchad	Indonésie	Chili	Estonie
Grenade	Comores	Jordan	Colombie	Gabon
Kazakhstan	Djibouti	Corée (Rep.)	Costa Rica	Hongrie
Latvie	Ethiopie	Laos PDR	Rep. Dominicaine	Mali
Liban	Gambie	Malaysia	Equateur	Maroc
Lituanie	Ghana	Mongolie	Le Salvador	Niger
Pologne	Guinée-Bissau	Népal	Guatemala	Nigeria
Roumanie	Iran, (Rep. Islamique)	Pakistan	Guyana	Fédération Russe
Slovaquie	Kenya	Philippines	Haïti	Tunisie
Syrie (Rep. Arabe)	Madagascar	Sri Lanka	Honduras	Turquie
Ukraine	Malawi	Thaïlande	Jamaïque	
	Mauritanie	Vietnam	Mexico	
	Ile Maurice		Nicaragua	
	Mozambique		Panama	
	Paraguay		Pérou	
	Sénégal		Trinidad et Tobago	
	Seychelles		Uruguay	
	Sierra Leone		Venezuela	
	Tanzanie			
	Togo			
	Zambie			
	Zimbabwe			

L'usage de l'euro comme monnaie d'ancrage unique est clairement restreint aux pays ayant d'étroites relations commerciales et financières avec l'Union monétaire européenne (groupe 5 de notre typologie, principalement constitué des pays d'Afrique et d'Europe centrale et orientale). En fait, l'euro représente pour ces pays une monnaie d'ancrage régionale plus « naturelle » que le dollar. En particulier pour les pays d'Europe centrale et orientale et pour ceux d'Afrique du nord, dont une part non négligeable de leurs transactions commerciales ont lieu avec la zone euro, qui affichent des cycles d'activité qui coïncident manifestement avec ceux de l'Europe et dont les structures de spécialisation sont relativement similaires à celles de l'Europe occidentale.

Tableau 10
PROBABILITE D'UTILISER UNE MONNAIE INTERNATIONALE

Constante	Dollar			Euro			Yen		
	Coef.	Z-Stat	Proba.	Coef.	Z-Stat	Proba.	Coef.	Z-Stat	Proba.
	1.35	2.82	0.005	-0.45	-1.48	0.139	-1.28	-3.04	0.002
	Direction du commerce								
Axe 1	1.45	3.65	0.000	-1.02	-4.50	0.000	-0.26	-2.13	0.034
Axe 2	2.27	3.38	0.001	-1.35	-3.35	0.001	-1.26	-3.30	0.001
Axe 3							0.83	2.79	0.005
	Autres déterminants								
Exportateur de pétrole	1.56	1.87	0.061	-1.67	-2.41	0.016	-0.75	-1.38	0.168
Dollarisé	1.83	2.74	0.006	-0.99	-2.12	0.034	-0.36	-0.86	0.391
Restr. log likelihood		-54.10			-57.68			-49.16	
Probability(LR stat)		0.00			0.00			0.00	
Obs with Dep=0		27.00			57.00			70.00	
Obs with Dep=1		63.00			31.00			21.00	
Included observations		90.00			88.00			91.00	
McFadden R-squared		0.70			0.60			0.38	
% Correct		95.3			81.3			57.1	

Note: Équations probit sur les coordonnées factorielles. Les chiffres en gras indiquent les variables significatives à au moins 90%

Cependant, notre étude indique également que l'euro participe, dans de nombreux cas (groupes 1 et 2 de notre typologie), aux paniers d'ancrage *de facto*. Ce point est important: dans une perspective de moyen-long terme, le potentiel de l'euro d'augmenter sa part dans les paniers d'ancrage ne peut être négligé. En effet, comme nous l'avons déjà indiqué, un des résultats de cette étude révèle que la probabilité d'ancrer une monnaie nationale au dollar diminue fortement quand la part des dettes libellées en euros augmente.

En fait, pendant la deuxième moitié des années 1990, la proportion des émissions obligataires libellées en euros augmente dans les émissions totales des pays d'Amérique latine. Le tableau 12 montre que, pour un groupe de pays sélectionnés – les plus grandes économies de la région –, l'usage de l'euro comme monnaie d'emprunt augmente rapidement. Plus précisément, la part en euros dans l'émission des titres publics a atteint des niveaux très hauts dans les cas de l'Argentine, du Brésil, de la Colombie et du Venezuela.

D'autre part, même si leur proportion dans le total de ses émissions internationales demeure faible, les émissions du secteur privé en euros ont considérablement augmenté. Il n'est donc pas improbable que les entreprises d'Amérique latine aient progressivement tendance à avoir recours à l'émission de titres de dette libellés en euros dans les années à venir. Au-delà de la crise que connaît actuellement la région latino-américaine, la pénétration atteinte par les banques européennes en Amérique latine, la croissance soutenue des prêts bancaires européens aux pays d'Amérique latine et le boom de l'investissement étranger d'origine européenne dans cette région au cours de la dernière décennie, pourraient contribuer au développement de cette tendance.

Tableau 11

GROUPES GEOGRAPHIQUES ET MONNAIES INTERNATIONALES

Constante	Dollar			Euro			Yen		
	Coef.	Z-Stat	Proba.	Coef.	Z-Stat	Proba.	Coef.	Z-Stat	Proba.
	-1.16	-2.77	0.006	-0.85	-1.84	0.065	-0.71	-1.42	0.156
	Groupes issus de la typologie								
Groupe 1	1.23	2.75	0.006	0.87	1.80	0.071	0.52	1.01	0.315
Groupe 2	Référence			2.56	4.40	0.000	1.34	2.18	0.030
Groupe 3	9.56	22.74	0.000	Référence			0.08	0.14	0.889
Groupe 4	9.62	22.89	0.000	-0.48	-0.75	0.454	-7.28	-14.89	0.000
Groupe 5	0.61	0.98	0.329	1.56	2.70	0.007	Référence		
	Autres déterminants								
Exportateur de pétrole	0.47	1.11	0.269	-0.39	-1.10	0.271	-0.33	-0.91	0.364
Dollarisé	1.07	2.07	0.039	-1.51	-2.68	0.007	-1.08	-2.46	0.014
Restr. log likelihood		43.56			37.86			24.05	
Probability(LR stat)		0.00			0.00			0.00	
Obs with Dep=0		28.00			59.00			70.00	
Obs with Dep=1		65.00			34.00			23.00	
Included observations		93.00			93.00			93.00	
McFadden R-squared		0.38			0.31			0.23	
% Correct		87.7			82.4			21.7	

Note: Équations probit sur la base de la typologie. Les chiffres en gras indiquent des variables significatives à au moins 90%.

Ainsi, à moyen-long terme, les pays d'Amérique latine qui participeraient plus activement au processus de développement de la monnaie unique européenne comme monnaie d'emprunt pourraient considérer l'usage de l'euro comme une composante des paniers d'ancrage. Évidemment, le dollar continuerait à avoir une position dominante dans ces paniers de devises, compte tenu de sa place en Amérique latine.

Cette hypothèse correspond aux analyses de la littérature théorique et appliquée sur le choix des monnaies d'ancrage. Selon Bénassy-Quéré et Lahrèche-Révil (1999) par exemple, les orientations géographiques relativement diversifiées du commerce international de certains grands pays d'Amérique latine (à l'exception du Mexique) pourraient justifier l'adoption d'un panier d'ancrage incluant l'euro. Ces auteurs avancent même l'hypothèse selon laquelle les pays de la région pourraient créer des unions monétaires régionales liées à un panier de devises incluant l'euro. En vertu de nos résultats, nous pourrions ajouter que l'intensification des relations financières entre l'Europe et l'Amérique latine est un facteur clé pour augmenter la possibilité d'adopter des paniers de devises incluant l'euro.

Indubitablement, l'ancrage à une monnaie unique – dans ce cas, le dollar – représente une alternative très attractive en Amérique latine. Par rapport à la perspective d'unions monétaires régionales, la décision unilatérale d'ancrer la monnaie nationale au dollar est une solution « de facilité » qui implique moins de demandes en matière de coordination et de coopération régionales. En outre, une pleine participation à la zone dollar pourrait augmenter l'investissement étranger attiré par la diversification des risques de taux de change (Bénassy-Quéré, Fontagné et Lahrèche-Révil, 1999). Plus important encore, une politique d'ancrage à une monnaie de référence unique peut être facilement testée sur le marché. La transparence contribue ainsi, tel que l'ont mis en évidence de nombreux auteurs, à renforcer rapidement la crédibilité des pays qui adoptent ce type

de politique. À son tour, en Amérique latine, où le degré de dollarisation de fait est élevé et la question de la crédibilité est cruciale pour de nombreux pays, le débat sur le rôle du dollar va au-delà du problème des régimes d'ancrage. Le débat ouvert depuis 1999 à la suite de la crise brésilienne est de plus en plus axé sur les avantages et les inconvénients de la dollarisation totale ; ce qui signifie le remplacement – en principe irréversible – des monnaies nationales par le dollar, comme cela s'est récemment passé en Équateur et au El Salvador.

Tableau 12
MODIFICATION DE LA PART DES EMISSIONS LIBELLEES EN EUROS DANS LES PAYS SELECTIONNES

	Argentine	Brésil	Chili	Colombie	Mexique	Venezuela
Émissions obligataires du secteur privé						
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%	0.0%	0.0%
1998	5.8%	3.6%	0.0%	0.0%	5.4%	0.0%
1999	29.2%	4.5%	18.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2000	20.9%	16.8%	0.0%	0.0%	40.1%	0.0%
Émissions obligataires du gouvernement						
1993	28.2%	0.0%	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%	0.0%	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%	0.0%	16.0%	16.1%	26.0%
1999	56.1%	58.3%	0.0%	0.0%	13.9%	54.3%
2000	51.7%	25.3%	0.0%	36.1%	19.9%	68.5%
Émissions obligataires totales (secteur privé + gouvernement)						
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%	0.0%	36.1%	23.7%	68.5%

Sources : CDC IXIS, Service des études économiques, Risque-payst, Bondware

Aussi longtemps que la crédibilité en Amérique latine et aux Caraïbes sera associée à l'établissement de relations étroites avec le dollar (sous la forme d'un ancrage *de jure* ou de régimes de flottement impliquant un ancrage *de facto*) et, en quelque sorte, avec la Réserve fédérale, la possibilité d'adopter des paniers incluant l'euro sera limitée. Deux arguments permettent cependant de tempérer cette thèse:

D'une part, comme le soulignent Levy Yeyati et Sturzenegger (1999a), avec le lancement de l'euro, la Banque centrale européenne pourrait – si sa politique est fructueuse – offrir une nouvelle alternative à moyen ou long terme aux pays à la recherche de crédibilité. Bien que la Réserve fédérale et la Banque centrale européenne soient manifestement très prudentes face à toute proposition de partage de la gestion de la politique monétaire avec des pays tiers, ces auteurs affirment que cette dernière pourraient être moins réticente à la mise en place d'un accord de change

avec certains pays latino-américains. Le dit Système monétaire européen bis (SME bis), un accord de change qui lie l'Union européenne avec d'autres pays européens candidats à l'adhésion, représente un antécédent intéressant – bien qu'il soit bien sûr intrinsèquement inapplicable à d'autres pays ou régions.

D'autre part, les facteurs mentionnés précédemment menant à l'adoption de paniers de devises pourraient être renforcés par le scénario international à moyen-long terme que cette étude privilégie. Un SMI de plus en plus bipolaire et de moins en moins asymétrique présuppose une forte volatilité entre les deux principales monnaies internationales. Dans ce contexte, l'ancrage exclusif au dollar pourrait s'avérer fatal pour des pays ayant surtout des relations commerciales et financières avec la zone euro. Inversement, l'ancrage à un panier de devises incluant l'euro serait décisif pour réduire la vulnérabilité – et par conséquent augmenter la crédibilité – à des oscillations soudaines des taux de change des principales monnaies de référence.

C. Conclusion à la première partie

L'internationalisation de l'euro n'en est qu'à ses débuts et il est donc difficile de dresser des conclusions définitives quant à sa portée et à ses conséquences pour l'Amérique latine. En effet, comme nous l'avons indiqué au début de cette étude, l'émergence d'une monnaie internationale est lente et sujette aux forces de l'inertie. Néanmoins, on peut déduire plusieurs conclusions assez solides des résultats de notre analyse.

Premièrement, par rapport au développement du SMI, si l'on tient compte de l'expérience initiale de la monnaie unique européenne sur la scène internationale et des enseignements de la théorie économique, le scénario le plus plausible à moyen-long terme semble être le développement d'un duopole asymétrique dollar/euro. Ceci signifie que l'euro partagera le rôle du dollar comme monnaie financière, alors que la monnaie américaine continuera à prévaloir dans les transactions commerciales. Dans un cadre de coopération monétaire internationale insuffisante, ce scénario suppose une forte volatilité entre les deux principales monnaies internationales, ce qui sera un facteur très déstabilisateur pour les pays tiers.

Deuxièmement, les premières années d'existence de l'euro confirment que son utilisation croissante dans les opérations financières – qui dépassent aujourd'hui de loin les transactions en matière de biens et services – représentera un vecteur décisif (bien qu'insuffisant à long terme) dans son processus d'internationalisation. À leur tour, les effets de l'expansion des marchés obligataires en euros sur les marchés des capitaux de la zone émettrice ne sont pas neutres. Avec d'autres facteurs, la croissance du marché obligataire aura tendance à augmenter la pression pour élargir et approfondir le marché financier de l'euro et le rendre plus liquide. Ceci devrait favoriser le développement de meilleures conditions de refinancement, de garantie et d'arbitrage, pour les acteurs européens et des pays tiers se dirigeant vers ce marché, ce qui, à son tour, devrait renforcer l'usage financier de l'euro.

Troisièmement, l'étude des circuits de généralisation de l'usage des différentes monnaies de référence comme monnaies d'ancrage montre que la probabilité d'ancrer une monnaie nationale au dollar diminue lorsque la part de la dette extérieure d'un pays libellée en euros augmente. Si les pays latino-américains continuent à emprunter en euros et si ceci se traduit par une plus grande diversification de leurs réserves de change, certains d'entre eux pourraient considérer la possibilité d'utiliser la devise européenne dans des paniers d'ancrage, notamment dans le cas des pays où la zone euro est un partenaire commercial majeur. Bien entendu, le dollar continuera à jouer un rôle prépondérant dans ces paniers, étant donné la présence de la monnaie américaine en Amérique latine. En outre, il est clair que la dynamique de renforcement des relations économiques entre l'Europe et l'Amérique latine qui était en vigueur jusqu'à l'an 2000 est à présent en train de marquer le pas. Il pourrait y avoir même, à très court terme, un recul sur le plan des relations

financières entre les deux régions, en raison notamment de la croissante aversion au risque de la part des investisseurs européens à la suite du défaut argentin et de la crise qui affecte de nombreux pays latino-américains et de la situation actuelle et des anticipations en matière de coûts financiers et de risque de change associés à l'euro.

Toutefois, dans le cadre de l'horizon temporel dans lequel nous nous plaçons dans cette étude, le scénario que nous considérons comme le plus plausible à moyen-long terme, à savoir un SMI de plus en plus bipolaire mais asymétrique, qui suppose une volatilité élevée entre les deux principales monnaies internationales, ouvre un champ important à l'utilisation de l'euro dans des paniers d'ancrage. En effet, les ancrages *de facto* et *de jure* exclusivement fixés au dollar qui, en théorie, offrent des gains substantiels en termes de crédibilité, pourraient s'avérer déstabilisateurs pour les pays latino-américains qui maintiennent d'étroites relations commerciales et financières avec la zone euro.

Deuxième partie: Commentaires⁹

A. Répercussions de l'entrée en vigueur de l'euro: aspects statiques et dynamiques

Alicia García Herrero¹⁰

Le document de Miotti, Plihon et Quenan (MPQ) est constitué de deux parties bien différenciées: un résumé des aspects *statiques et dynamiques* relatifs au rôle de l'euro, et une analyse *statique* de ses répercussions, particulièrement quant à sa *fonction d'unité de compte*, en Amérique latine.

Un premier commentaire de caractère général: le type d'analyse effectuée dans le second pan de l'étude détermine en bonne partie les résultats et les recommandations et il est toujours utile d'analyser de quelle manière les résultats dépendent des hypothèses. De fait, si l'analyse empirique s'était centrée sur une autre des fonctions essentielles d'une monnaie d'usage international, à savoir celle de dépôt de valeur, les résultats auraient pu s'avérer plus favorables à l'euro, compte tenu de l'augmentation considérable des émissions de revenu fixe en euros de la part des non résidents. De même une approche plus dynamique, réalisant des simulations basées sur

⁹ Les opinions exprimées par les commentateurs sont de leur responsabilité exclusive et ne coïncident pas forcément avec celles de la CEPALC ou des institutions où ils travaillent.

¹⁰ Quand ces commentaires ont été rédigés, l'auteur travaillait à la Banque centrale européenne.

plusieurs scénarios, comme le font Portes et Hey (1998). Il existe, selon moi, une série de variables cruciales pour définir les scénarios d'une analyse dynamique de cette nature.

La première de ces variables est le degré de réussite de l'UEM en termes d'impacts (positif ou négatif) sur la croissance européenne potentielle. La seconde est le poids de la zone euro dans l'économie mondiale, non seulement du point de vue du PIB, mais aussi dans le domaine financier. Ce poids augmenterait de façon plus ou moins graduelle non seulement dans le cas où la croissance de la zone euro décollerait par rapport aux autres régions du monde, mais également dans celui où les pays de l'Union n'ayant pas encore adopté la nouvelle monnaie (Danemark, Suède et surtout le Royaume-Uni) et les 13 pays candidats à l'entrée dans l'Union, se décidaient à le faire.

Une troisième variable importante pour ébaucher des scénarios pour l'analyse dynamique se rapporte à la zone probable d'influence de l'euro, cette dernière étant déterminée non seulement par les relations commerciales entre les pays et la zone euro, mais aussi par l'influence de l'Europe sur la politique macroéconomique de ces pays. Un scénario initial pourrait inclure les pays candidats – qui entreraient successivement dans la zone euro – et ceux de l'Afrique du Nord et de l'Ouest.

Enfin, l'infrastructure financière de la zone euro dans les prochaines années constitue une variable qui contribuera clairement à déterminer le rôle international de l'euro. La création d'un système plus centralisé de facturation et de paiement réduirait de façon substantielle les coûts de transaction, comme le signale Hartmann (1996). Il est important de souligner que la centralisation n'est pas le seul modèle envisageable pour atteindre ce résultat. L'important n'est pas le modèle choisi dont la mise en oeuvre peut toujours être décentralisée, mais l'ampleur de la diminution des coûts de transaction et des différents types de risque auxquels sont exposés les systèmes de paiement et de compensation.

J'aborderai à présent un deuxième commentaire, plus ponctuel, sur la plus grande volatilité des taux de change entre les principales monnaies depuis l'introduction de l'euro. Les avis divergent sur ce point: Thygesen (1995) et Bergestein (1997) défendent la thèse d'une volatilité accrue des taux de change dans un système monétaire international avec plus d'une monnaie dominante; McCaulay (1997) et Benassy-Queré et Mojon (1998) soutiennent exactement le contraire. Bien que l'évidence que présentent MPQ abonde dans le sens d'une plus grande volatilité, il est clair que pour arriver à une conclusion définitive, un horizon temporel plus étendu serait nécessaire, au cours duquel l'euro aurait réellement déplacé le dollar dans certaines de ses fonctions en tant que monnaie internationale. En outre, on ne doit pas oublier que la préoccupation majeure des économistes n'est pas la volatilité à court terme dont parle l'étude, mais plutôt les éventuels « *misalignments* » à long terme entre les principales monnaies. La coopération entre les pays du G7 est ici vitale, ce qui exige que la coordination entre les trois pays du G7 qui appartiennent à la zone euro soit parfaite afin de faciliter la coopération globale.

Dans la section du document de base (MPQ) où sont analysés les impacts de l'euro sur l'Amérique latine en particulier, deux thèmes fondamentaux et interdépendants sont abordés. Le premier est le rôle de l'euro en tant que dépôt de valeur et unité de compte pour les échanges commerciaux avec la zone euro, et les possibilités que recèle cette monnaie dans ce domaine. Le second est le rôle de l'euro en tant que monnaie de référence en Amérique latine, ce qui va évidemment jusqu'au choix des politiques monétaires et de change.

L'étude de MPQ montre qu'il n'existe pratiquement aucun pays dans la région dont la structure économique et financière serait favorisée par l'adoption de l'euro comme monnaie de référence. Cependant, l'étude ne justifie pas pour autant le choix du dollar comme monnaie de référence par tant de pays (comme c'est le cas aujourd'hui). Ceci nous conduit à penser que le choix d'une monnaie de référence – et au-delà, celui d'une stratégie de change – s'appuie sur d'autres

motivations que celles strictement d'ordre macro-financier, liées principalement au besoin d'acquérir une crédibilité extérieure par le biais d'un ancrage de change.

Ce besoin de crédibilité poussé à l'extrême se traduit par la dollarisation. Il est intéressant de noter que seuls des pays latino-américains ont fait ce choix. Malgré les difficultés rencontrées par d'autres pays, pendant les crises asiatique et russe en particulier, jamais la dollarisation n'a été envisagée. Un autre point à mettre en exergue est le fait que les pays latino-américains qui se sont dollarisés ne l'ont pas toujours fait pour sortir de problèmes sérieux, comme ce fut le cas de l'Équateur, mais également dans le cadre de processus très réussis de stabilisation avec ancrage de change, voir le cas du Salvador. Ceci renforce l'argument selon lequel le choix d'une stratégie de change et monétaire, et y compris celui de la monnaie de référence, n'est pas tant lié aux « fondamentaux » comme le suggère la littérature économique, et également le document que nous analysons ici, qu'à la nécessité d'obtenir une crédibilité créatrice de stabilité et partant, des termes financiers plus avantageux.

Ceci étant, la question clé devrait être: quelle stratégie monétaire et de change chaque pays latino-américain souhaite-t-il suivre dans les années à venir, en tenant compte du fait certain que l'euro va acquérir un rôle international ? En répondant à cette question il est important que les pays latino-américains prennent en compte la composante régionale comme le fit l'Europe en son temps. En d'autres termes, de quelle manière les affecte le choix de politiques de change et monétaires fait par les autres pays latino-américains (en particulier leurs principaux partenaires) et celui fait par la Réserve fédérale, dans la mesure où le dollar continue d'être la monnaie d'ancrage de la région. Il y a fort à parier que s'ils avaient pris en compte la variable régionale, certains pays auraient choisi des stratégies différentes de celles mises en oeuvre actuellement. D'où l'importance de créer des forums d'échange et, le cas échéant, de coordination de politiques à l'échelle régionale.

B. Le rôle de l'euro vu de l'Argentine

Daniel Heymann¹¹

Quand l'euro vit le jour, de nombreuses voix augurèrent du rapide développement de son usage international. Le ton de ces prévisions a quelque peu baissé depuis, peut être au vu de la faiblesse dont a fait preuve la valeur de l'euro face au dollar. Quoi qu'il en soit, nul ne met en doute le fait que l'euro sera un adversaire de taille dans la compétition pour occuper la fonction de monnaie internationale.

Le document de base de MPQ (voir première partie de ce document) fournit un argumentaire détaillé et utile quant aux perspectives de l'euro et à son rôle en Amérique latine. Les auteurs commencent par présenter une classification des fonctions internationales d'une monnaie, typologie qui distingue entre les usages traditionnels comme moyens de paiement, unité de compte et réserve de valeur, soit de la part du secteur privé (par exemple, l'utilisation de la devise pour libeller et/ou régler les opérations de commerce extérieur) ou de la part du gouvernement (par exemple, l'utilisation de la monnaie comme référence pour la politique monétaire ou pour les interventions sur le marché des changes). MPQ signalent que les pratiques touchant à l'usage de « monnaies-clé » dans les transactions internationales peuvent être sujettes à des phénomènes d'économie d'échelle et à des effets de réseaux s'accompagnant d'un degré relativement important d'inertie. Considérant, en outre, la modicité des flux commerciaux entre l'Europe et l'Amérique latine (bien que d'intensité variable selon les pays), les auteurs de l'étude concluent que l'éventuelle diffusion de l'usage de

¹¹ CEPAL, Buenos Aires. Ce commentaire a été rédigé en 2001, avant la dévaluation du peso argentin et bien avant le renversement de tendance du taux de change de l'euro en relation au dollar.

l'euro dans l'échange des biens des économies latino-américaines sera de toute façon un processus lent (et progressant peut-être « par sauts »).

Un phénomène cependant mériterait d'être observé plus attentivement, celui de l'effet potentiel des opérations commerciales des entreprises européennes installées dans la région. Ceci ne retire rien au fait que le discours des auteurs du document de base coïncide avec celui d'autres auteurs (Cf. Levy Yeyati et Sturzenegger, 2000) en insistant sur les conséquences financières de l'apparition de l'euro, sans nier la prédominance du dollar dans les transactions de crédit internationales – voire locales – des pays latino-américains.

Le document de base souligne plusieurs aspects marquants des relations financières entre l'Europe et l'Amérique latine dans les dernières années: l'importance des flux d'IED (investissements étrangers directs) européens avec la forte participation d'établissements bancaires s'installant dans la région ou y développant leurs activités ; une augmentation notable, liée au processus mentionné précédemment, des crédits de banques européennes en faveur de l'Amérique latine, faisant peu à peu de l'Europe la première source de financement bancaire de la région ; et une croissance évidente, bien qu'en dents de scie, de la pondération des monnaies européennes dans les obligations émises par les secteurs privé et public d'Amérique latine.

Ces faits reflètent une tendance à la hausse de l'intensité des transactions financières diverses entre les deux régions, certainement favorisée par l'entrée en vigueur de l'euro sur les marchés du crédit en Europe. Cependant, le document de base ne manque pas de signaler que l'intégration de ces marchés et l'expansion des transactions en titres libellés en euros émis par les économies « émergentes » sont des phénomènes encore balbutiants.

Par ailleurs, l'augmentation des flux de financements européens s'est produite à une période où le crédit international en direction de l'Amérique latine connaissait un essor considérable, et en général (même en tenant compte des fluctuations typiques de ces processus) où prévalait une attitude encline à l'offre de ressources vers la région. Il n'est pas certain que ces comportements perdurent et moins certain encore que l'ensemble des pays latino-américains pourra accéder au crédit dans des conditions comparables à celles des années antérieures. De fait, quelques indicateurs présentés dans le document de base, comme le volume des prêts bancaires européens consentis à l'Amérique latine, montrent une stagnation, ou du moins un net ralentissement, depuis la fin des années quatre-vingt-dix. Ici, comme dans d'autres instances, il n'est pas facile de faire la part entre phénomènes de tendances et fluctuations cycliques.

Ceci semble particulièrement vrai dans le cas des relations financières entre l'Argentine et l'Europe. La présence européenne (espagnole en particulier) dans l'économie argentine a augmenté, surtout par le biais d'investissements de haute visibilité, dans des secteurs comme les services publics (télécommunications et aéronautique, entre autres), l'industrie pétrolière et les banques. Ces investissements ont amplifié le portefeuille européen d'actifs dont la rentabilité est très sensible aux changements de conditions de l'économie argentine.¹² L'interrogation demeure quant à la conduite des gouvernements et opérateurs financiers européens devant la perspective d'aggravation de la crise économique que vit le pays.

Une forte inquiétude - reflétée par l'importance des primes de « risque-pays » - régnait en 2001 parmi les investisseurs, en ce qui concerne le service de la dette publique, inquiétude qui gagna, bien sûr, le secteur des titres placés sur les marchés européens. En ce qui concerne les flux de crédits à venir, il était prévisible que le gouvernement argentin verrait son accès aux marchés internationaux fortement restreint. Quant au système financier local, de laborieuses négociations se

¹² Il est possible qu'à certains moments, l'évolution du marché espagnol des valeurs ait été influencé par des informations se rapportant à l'économie argentine. Par ailleurs, le gouvernement espagnol a participé, fin 2000, à une opération de financement en direction de l'Argentine.

déroulaient visant à reprogrammer l'échéancier des titres publics. Par ailleurs, vers la moitié de l'année 2001, un retrait massif de dépôts avait été enregistré, qui se calma la suite ; les perspectives immédiates étaient incertaines d'autant plus que la récession et la hausse des taux d'intérêts détérioraient la qualité des portefeuilles et que parallèlement, l'offre de crédit s'était amenuisée considérablement. Malgré cela, il n'y eut pas de crise de liquidité dans les banques, ni de faillites. Devant le danger d'aggravation de la crise financière on s'interrogeait sur la teneur de la réaction des banques étrangères qui dépendrait de la valeur qu'elles attachaient au maintien d'un fonctionnement normal de leurs filiales dans le pays. Avec les spécificités déterminées par les caractéristiques propres des entreprises et des secteurs d'activité, des incertitudes se faisaient également jour concernant les stratégies qu'allaient emprunter les entreprises multinationales productrices de biens et de services.

C'est ainsi que, d'une manière ou d'une autre, la situation obligeait à une redéfinition de l'ensemble des opérations qui unissaient financièrement l'Argentine et l'Europe. Attendu l'état d'instabilité de l'économie argentine, il semblait probable que des décisions importantes seraient prises dans des délais relativement brefs et que nombre d'entre elles seraient quasiment irréversibles, permettant donc d'anticiper l'altération des conditions de cette relation financière pour une période assez longue. En d'autres termes, les perspectives dépendaient de manière cruciale de l'évolution immédiate mais les caractéristiques de cette évolution n'étaient pas facilement prévisibles.

Cette situation extrême illustre un point auquel fait référence le document de base, à savoir l'existence d'éléments d'incertitudes à moyen terme sur les facteurs importants qui permettent de déterminer le rôle de l'euro. Dans le cas présent, ces incertitudes étaient liées à une possible « bifurcation » des comportements selon le scénario qui prendrait forme dans le futur proche.

Le document de MPQ qui sert de base à ce commentaire propose une réflexion générique intéressante sur le potentiel de l'euro pour agir en tant qu'unité de compte des actifs et des passifs dans le but de diversifier les risques macroéconomiques. Bien qu'en principe on puisse argumenter que l'unification en Europe des différentes monnaies en euro et le mouvement vers la convergence de rendements des instruments financiers dans cette zone monétaire ont réduit les opportunités de diversification, il est évident que les bénéfices en termes de liquidité, coûts de transaction des actifs dans cette monnaie tendraient à promouvoir son émission et son acquisition.

Quoi qu'il en soit, le document de base signale, s'appuyant sur l'analyse de Levy Yeyati et Sturzenegger (op. cit.), que même sur une période relativement brève (1992-1998), il eut été compliqué pour un ensemble de pays latino-américains (Argentine, Brésil, Chili et Mexique) de recourir, pour leur dette, à la mise en place d'un panier d'ancrage afin de compenser l'irrégularité de leurs revenus d'exportation, en raison de la difficulté de prévoir l'évolution de la structure des passifs à long terme.

Pour ce qui touche à la gestion des réserves internationales, le document de base observe que les banques centrales tendent à maintenir plutôt stables les participations des différentes monnaies dans leurs actifs, suggérant que le comportement trahit une certaine inertie et ne relève pas de stratégies sophistiquées de gestion de portefeuille, et que si un pays utilise comme ancrage monétaire une devise internationale, ses réserves sont majoritairement libellées dans cette monnaie.

Le document de base contient une longue analyse du choix des systèmes monétaire/de change que font les différentes économies. Pour cela, les auteurs se basent sur « les faits – *de facto* - et non les paroles – *de jure* - » (cf. Levy Yeyati et Sturzenegger, 1999 ; Bénassy-Quéré et Coeuré, 2000), à savoir, l'observation des variations réelles des parités d'une monnaie par rapport à d'autres au lieu de se contenter des chiffres officiels. Les résultats indiquent qu'à la fin des années quatre-vingt-dix, une partie importante des pays (environ 60% d'un ensemble d'une centaine) était ancrée de fait à une monnaie unique (au dollar dans plus de 80% des cas), alors que les ancrages officiels donnaient

des chiffres bien inférieurs. Selon cette même observation, les régimes de flottement pur étaient très peu nombreux (moins de 5%), résultat très en dessous de ce qu'indique le classement officiel quant aux monnaies flottantes.

Le document de base précise également que la majorité des pays latino-américains entretient des relations commerciales relativement intenses avec les États-Unis et que l'essentiel de la dette est libellé en dollars, conditions statistiquement associées (phénomène de causalité mis à part) à l'ancrage *de facto* au dollar. De ce point de vue, il y aurait peu de différences entre le Mexique et l'Amérique centrale d'un côté, et l'Amérique du Sud, de l'autre. Dans cette classification, l'Argentine ne se distingue pas comme étant particulièrement liée à la zone dollar, et ce malgré le rigide ancrage de son système de convertibilité. L'explication en est que les données retenues par les auteurs du document de base n'incluent pas celles relatives au degré de dollarisation des transactions financières internes, facteur de grande incidence sur la persistance du schéma du régime de change argentin.

Cette approche des systèmes d'ancrage *de facto* est utile pour déterminer le comportement concret de la politique monétaire et pour mettre en évidence que dans bon nombre de pays le cours d'une monnaie internationale (ou, parfois, de plusieurs) constitue un paramètre important pour les banques centrales au moment de prendre des décisions, y compris en l'absence d'un critère établi de manière explicite sur le sujet. Cependant, les deux formes d'ancrage (de fait et officielle) ne sont pas équivalentes en raison du degré très différent de réversibilité qu'elles impliquent: dans la situation d'ancrage *de facto*, la politique ne prend aucun engagement sur le taux de change et demeure flexible, laissant un espace à la question sur l'existence d'une « fonction de réaction » fixe dans le temps. C'est ainsi qu'une modification du critère de politique, par exemple l'introduction d'une devise supplémentaire dans un « panier d'ancrage », ou une variation du poids relatif assigné au prix des différentes devises, n'exige pas de décisions de grande portée ni de haut rang institutionnel et peut se faire « dans la foulée », en fonction de la mouvance des objectifs ou des informations.

En revanche, un changement dans le schéma d'ancrage officiel est une décision qui implique une rupture dans les politiques (dans de nombreuses instances, comme résultat d'une crise de quelque type que ce soit) et qui entraîne des effets à plus ou moins long terme. Bien qu'il soit possible d'envisager un changement de régime hors de tout contexte de crise, comme un « ajustement de précision » du schéma de gestion monétaire, en général, de telles mesures représenteraient des changements dans les caractéristiques fondamentales de la politique, telle que l'existence ou non d'un ancrage explicite. Selon ce raisonnement, l'ancrage à l'euro dans les politiques monétaires de la région semblerait plus probable dans des pays sans ancrage officiel. L'introduction en 2001 de la « convertibilité élargie » en Argentine est un contre exemple qui mérite qu'on s'y arrête un instant.

Une analyse du fonctionnement du régime de change et des dilemmes monétaires de l'Argentine dans les derniers temps dépasse de beaucoup les objectifs de ce commentaire. Ce qui nous intéresse ici c'est que la fixation rigide du taux de change par rapport au dollar a été associée à une stabilisation définie des prix après plusieurs épisodes d'hyperinflation, et à une forte augmentation des opérations financières en dollars. La convertibilité est devenue un élément central de l'environnement économique, de sorte que se fit jour dans le public un fort rejet de la possibilité d'une modification du régime de change, causé en grande mesure par la peur de voir augmenter la valeur des dettes en monnaie étrangère. Cette aversion à sortir de la convertibilité s'est manifestée clairement au cours de la crise de 1995 et également pendant la longue et coûteuse récession commencée en 1998: le fait que le taux de change demeure inchangé face à la chute des prix à l'exportation, à la forte hausse du taux de change réel au Brésil, à l'appréciation du dollar et à la

dégradation des conditions de financement extérieur, révèle la valeur attribuée au maintien du schéma monétaire.

Cependant, la détérioration des résultats économiques mit en question la viabilité du régime, faisant surgir de plus en plus de doutes sur la permanence du taux de change fixe. Dans ce contexte, au milieu de l'année 2001, le gouvernement décidait de modifier dans l'avenir l'unité d'ancrage, maintenant en vigueur les autres règles du système, en particulier les exigences de couverture en devises de la base monétaire. La réforme établissait par loi que lorsque la valeur de l'euro arriverait à hauteur du dollar, la valeur du peso argentin serait fixée par rapport à un panier composé de ces deux monnaies à parts égales ; par arrêté administratif, l'application du panier d'ancrage fut avancée pour permettre la liquidation d'opérations de commerce extérieur.

La « convertibilité élargie » fut définie de telle sorte qu'elle n'impliquait pas au départ, une dépréciation du peso face au dollar. Les autorités donnèrent comme argument que le nouveau système de détermination du taux de change reflèterait mieux la structure du commerce du pays et amortirait le choc des fluctuations de la valeur internationale du dollar, évitant une rupture dans la parité du peso ce qui serait un préjudice pour les contrats en cours. De fait, à la lumière des années récentes on peut supposer que l'application de paniers d'ancrage pourrait atténuer la variation des prix du commerce extérieur exprimés en monnaie nationale. Cependant, cet effet potentiel est noyé par la somme des inquiétudes que soulèvent les caractéristiques de base du futur système de change.

Alors que l'établissement d'un régime de change avec panier d'ancrage visait à éloigner les craintes de dévaluation abrupte, la mesure semble avoir au contraire ravivé les incertitudes, et ce parce qu'une partie du public, mais aussi divers analystes et agents financiers, l'interprétèrent comme le début d'un processus menant à des changements beaucoup plus radicaux. En d'autres termes, au-delà des propriétés comparatives d'un ancrage au dollar ou à un panier de devises en conditions normales, dans un état de crise, l'effet de signal négatif a primé. Plus, aucune augmentation de la demande d'actifs financiers en euros n'a été observée en dépit du fait que les banques pouvaient créer des réserves et accorder des prêts dans cette monnaie.

Le fait est qu'en octobre 2001, la discussion sur la politique de change se référait aux grands traits du système et couvrait un éventail très large de possibilités, de la dollarisation au flottement, en passant par la défense du régime en vigueur. Dans une situation de cette nature, l'emploi de l'euro comme monnaie d'ancrage était relégué au second plan. Dans ce domaine également, le comportement du futur proche était conditionné à l'évolution que connaîtrait la crise. Cependant, il était clair qu'à plus long terme, l'apparition d'une devise telle que l'euro pèserait sur les conditions monétaires et financières.

C. L'euro et le Brésil: prévisions et réalités

Renato Baumann¹³

La création de l'euro a reçu un accueil favorable dans la plupart des pays latino-américains. Contrairement aux propos craintifs quant à l'apparition d'une « forteresse européenne, ostensiblement protectionniste », qui émaillaient les analyses des mesures dérivées du rapport Delors datant de la fin des années 80, le discours actuel est, en général, qu'une monnaie unique pour des pays de forte gravitation sur les marchés mondiaux des biens, services et devises, devrait avoir des répercussions positives pour l'ensemble des pays en développement.

¹³ Bureau de la CEPAL à Brasilia et Université de Brasilia.

Une grande partie des analystes pensait que l'introduction de l'euro se traduirait par: a) la création de nouvelles possibilités commerciales pour les petites et moyennes entreprises européennes, en réduisant les coûts de transaction et les problèmes de taux d'échange; b) une augmentation de l'importance de l'euro comme monnaie de réserve; c) la consolidation du marché européen des capitaux; d) la modernisation du système bancaire européen, en matière d'intégration et de fusion des grandes banques, ainsi que d'adéquation des systèmes régulateurs et de contrôle. Tout ceci aboutirait à une augmentation de la liquidité sur le marché continental et à une meilleure diffusion de l'euro à l'échelle mondiale.

Pour les pays latino-américains, ceci aurait, pour le moins, trois conséquences importantes (IRELA/BID 1997): la création d'un marché supplémentaire pour leurs exportations; la consolidation d'un marché de capitaux offrant de meilleures opportunités d'obtention de ressources financières; et, non moins intéressant, l'apparition d'une nouvelle et forte voix dans le concert des organismes multilatéraux bailleurs de fonds (en particulier le Fond monétaire international et la Banque mondiale), qui servirait de contrepoint à celle de la zone du dollar américain.

Pour ce qui est des effets sur le marché obligataire, les prévisions étaient liées à l'obtention de taux d'intérêt plus bas, à une meilleure acceptation des documents émis par les pays de la région, et à l'existence de conditions plus favorables pour le financement de la dette extérieure publique, ce qui permettrait de diminuer les pressions sur le marché des changes local. Les attentes quant aux exportations vers l'Union monétaire portaient sur la création de nouvelles opportunités, associées principalement à la réduction des coûts de transactions avec la zone euro. Il ne s'agissait pas de se faire des illusions sur la réduction rapide des barrières commerciales imposées par la Communauté européenne au reste du monde.

Dans le cas spécifique du Brésil, au moins quatre éléments supplémentaires avaient été envisagés (Baumann y Abreu, 2000). Le marché brésilien avait été traditionnellement présent parmi les principaux destinataires des investissements extérieurs directs des pays membres de l'Union. En conséquence, il semblait que la configuration d'un secteur monétaire commun renforcerait son attrait, en intensifiant les flux d'investissements. Les facilités de fusions et d'acquisitions d'entreprises au sein de la zone euro allaient dans le même sens. D'autre part, et contrairement à la plupart des pays latino-américains, le Brésil - comme les autres pays du Cône Sud - dirigeait depuis longtemps ses exportations vers le continent européen. Il semblait alors que la diminution des risques liés au change entre les partenaires, ainsi que la stimulation de nouvelles activités, créerait de grandes opportunités commerciales.

Une autre caractéristique de la situation du Brésil était liée aux relations entre le Mercosur et l'Union. Un rapprochement entre les deux groupes de pays, facilitée en principe par le dynamisme résultant de la nouvelle monnaie, aurait tendance à intensifier les échanges commerciaux.

Finalement, étant donné que la devise brésilienne est ancrée au dollar, l'apparition d'une monnaie telle que l'euro, impliquant des partenaires commerciaux importants pour le pays, ne serait pas sans avoir d'effets sensibles sur la compétitivité de la production interne; ces effets se manifestant en termes de possibilités de bénéfices ou de pertes, en raison des altérations des parités entre le dollar et l'euro,¹⁴ variable qui échappe au contrôle des autorités locales.

Un an et demi après la mise en circulation de l'euro, qu'en est-il de ces prévisions initiales?

Il est certain que l'adoption de l'euro comme unité de réserve n'a pas eu, dans le cas des pays qui ont choisi cette option, l'intensité prévue, considérant le maintien des 12% environ du total, chiffre enregistré pour les années précédentes (Bank of England, 2001). Cependant, l'euro est

¹⁴ Sans préjudice des différences, il existe des parallèles avec la situation du won sud-coréen par rapport au dollar américain ou au yen japonais.

devenu la monnaie d’ancrage pour les 25 pays ou territoires dont les devises sont liées au DES où l’euro tient une place importante.

Contrairement aux prévisions, l’euro n’est pas parvenu non plus à remplacer le dollar dans son rôle de monnaie d’échange dans les transactions commerciales. En l’an 2000, à peine 16% des contrats ont été libellés en euros. Par ailleurs, son poids comme actif bancaire diminue: fin 2000, la participation de l’euro dans l’ensemble des actifs internationaux des banques (17%) était inférieure à ce qu’elle était début 1999 (62% pour le dollar et 8% pour le yen).

En d’autres termes, l’euro est bien en dessous des prévisions initiales quant à sa possible conversion en devise universelle. Les analyses considèrent cet objectif comme le plus difficile à atteindre, et par conséquent, celui dont la consolidation sera la plus longue. Mais il demeure prévu – à plus long terme, certes, que ne l’indiquaient les premières estimations – que la monnaie du second bloc de la planète tienne un rôle de plus en plus prépondérant dans les transactions internationales.

Lorsque l’on évalue le rôle de l’euro, on remarque avant tout les effets qu’il a provoqués sur l’amplification d’un marché des capitaux de dimensions significatives.

En premier lieu, l’émission de titres en monnaies étrangères libellés en euros a augmenté, de 26% en l’an 2000, à 37% au premier trimestre 2001. Les principaux bénéficiaires ont été les entreprises dont les maisons-mères sont européennes: dans les premiers six mois de l’année 2001, 60% du total des contrats avec des filiales ont été signés en euros, alors qu’en 1998, 80% l’avaient été en dollars.

En deuxième lieu, l’effet négatif de la consolidation des banques sur la liquidité dans le marché des devises, qui constituait une des craintes initiales, a été plus que compensé par les gains en termes d’efficacité et de création de nouvelles opportunités résultant de technologies plus avancées. En conséquence, la liquidité et les marges (« *spreads* ») sont restées stables sur ce marché.

L’augmentation progressive des prêts en euros a suivi le développement du marché des « *euroloans* », qui a grandi en termes d’échelle, d’amplitude et de complexité. L’euro a créé un marché de crédit qui est aujourd’hui le plus grand et le moins cher, et celui dont la liquidité est la plus importante au monde.

Finalement, l’augmentation des fusions et des acquisitions entre entreprises européennes, processus qui devait avoir des effets substantiels sur les investissements dans les pays en développement, n’a pas atteint l’intensité prévue. S’il est certain que les fusions et acquisitions ont connu un essor, celui-ci est plus important entre entreprises européennes et américaines (41%), et entre entreprises d’un même pays (35%) qu’entre entreprises de différents pays européens (24%). Ce phénomène est attribué au moins en partie à des raisons historiques et culturelles. L’impact réel sur les investissements européens en Amérique latine reste un sujet ouvert aux recherches empiriques.

Vus de l’Amérique latine, les effets de l’euro se sont concentrés jusqu’à présent dans le secteur financier, surtout en ce qui concerne le profit tiré de meilleures conditions de financement pour les pays de la région sur le marché européen des capitaux.

A titre d’illustration, signalons qu’en l’an 2000 les pays latino-américains ont été à l’origine de 65% des obligations émises par les économies émergentes; 60% de ces émissions latino-américaines ont été libellées en dollars, et à peine 29% en euros (11% en yens). Déjà, pendant le premier trimestre 2001, les pays latino-américains avaient émis 77% des titres provenant des pays émergents, dans lesquels la proportion des titres en euros augmentait de 25% en janvier à 41% en mars (ECLAC, 2001 y 2001a).

En matière de relations commerciales, la volonté européenne de renforcer le rôle de l'euro n'a pas suffi à stimuler les négociations commerciales entre les pays latino-américains et l'Union. Le rapprochement entre celle-ci et le Mercosur, par exemple, est toujours timide, en raison surtout des difficultés liées au démantèlement des barrières au commerce des produits agricoles.¹⁵

En d'autres termes, les autorités européennes semblent penser que l'importance de l'euro continuera à augmenter dans les transactions, mais à son propre rythme, et par conséquent elles n'ont pas cherché à stimuler davantage les nouveaux courants commerciaux. Une explication plausible est que l'union monétaire fonctionne à deux vitesses en Europe, étant donné que la politique commerciale de l'Union s'applique à 15 pays, tandis que le sort de l'euro n'a d'effet immédiat que sur 11 d'entre eux.

Les transactions intra-régionales au niveau de l'hémisphère n'ont pas été affectées non plus par les changements de devise dans la signature des contrats. Même le fait que le stock de capitaux étrangers dans les pays du Cône Sud soit surtout d'origine européenne n'a pas suffi à altérer leur « dépendance » du dollar, celle-ci étant déterminée principalement par les opérations commerciales avec le reste du continent américain.

Si les effets directs de l'euro pour l'Amérique latine se sont concentrés sur le secteur financier, il n'est pas certain que les flux commerciaux à moyen terme ne soient pas affectés de façon indirecte. Nous avons vu que la concentration de transactions commerciales avec le continent européen présente un certain dilemme aux pays dont la parité de change se base sur le dollar, avec de possibles pertes ou gains associés aux fluctuations (totalement exogènes) entre le dollar et l'euro. En effet, le Brésil, comme les autres pays de la région, l'Argentine par exemple, constitue un scénario sans ambiguïté de perte de compétitivité sur le marché européen en raison de la faiblesse relative de l'euro par rapport au dollar.

Une autre dimension importante à considérer quant aux caractéristiques des premières années de fonctionnement de la nouvelle monnaie, est le rapprochement des pays émergents de l'Est vers l'Union (Euroland). Cet élément peut/doit affecter la compétitivité des pays latino-américains dans quatre domaines au moins:

- a) Coûts des transports: en faveur des pays les plus proches du marché de l'Union.
- b) Accès au marché européen occidental des biens et des services: dans le cas où ces pays se transforment en membres à part entière de l'Union ou s'ils reçoivent le statut d'« associés », ils se distingueront favorablement des pays tiers.
- c) Parité entre les monnaies: il faut s'attendre à ce que les pays qui cherchent à se rapprocher de l'Union se montrent plus enclins que les Latino-américains à utiliser l'euro comme monnaie de référence pour leurs devises respectives, de façon à le rendre moins vulnérable aux effets indirects de l'évolution des parités relatives.
- d) Risque de change: diminué dans l'hypothèse où ces pays seront ajoutés à la zone commune, ou s'ils adoptent un système de taux de change fixe par rapport à la monnaie commune.

En résumé, on peut donc envisager qu'à moyen terme l'euro occupera une fonction de plus en plus importante pour les pays latino-américains. Mais, à moins que les autorités européennes n'adoptent une action plus ferme dans ce sens, il semble peu probable que le dollar soit, à court terme, remplacé comme unité de compte dans les contrats commerciaux et comme réserve de valeur.

¹⁵ Les barrières ne sont pas exclusivement européennes. Dans les négociations avec l'Union européenne, comme dans celles qui se sont tenues dans le cadre de l'ALEA, l'argument invoqué pour repousser les discussions sur les barrières agricoles était que le forum compétent en la matière était l'OMC.

Tout ceci ne signifie en aucun cas qu'il faille écarter la possibilité – de plus en plus forte – que l'euro devienne le candidat naturel au statut de monnaie universelle, considérant l'importance des économies qui l'adoptent. Il s'agit seulement de définir comment ce changement peut se réaliser, comme l'exprime le texte de Miotti, Plihon et Quenan sur les relations financières entre l'Amérique latine et l'Europe.

D. L'euro et les pays du Pacte andin

Rodrigo Suescún¹⁶

1. Aspects généraux

À l'instar d'autres études sur le thème de l'apparition de l'euro comme monnaie internationale (Hamour, 2000 ; Bekx 1998), le document de Miotti, Plhion et Quenan présenté dans la première partie s'articule autour de la présentation argumentée des fonctions que la nouvelle devise pourrait occuper et des besoins auxquels elle répondrait dans le cas des pays latino-américains.

Une devise acceptée au niveau international doit remplir certaines ou toutes les fonctions attribuées à une monnaie proprement dite: moyen de paiement, dépôt de valeur et unité de compte. De plus, les experts distinguent entre les services offerts par cette monnaie au secteur privé et son utilisation par le secteur public.

De nombreux analystes considèrent que l'unification monétaire européenne constitue l'accomplissement le plus notable du système monétaire international depuis l'effondrement des accords de Bretton Woods. La tâche entreprise par les auteurs, à savoir évaluer le rôle futur et le développement potentiel de la monnaie unique européenne, n'est pas chose simple, entre autres raisons parce que tous les effets et développement suggérés sont incertains.

L'exercice réalisé dans le document de base consiste à tenter d'anticiper les effets d'un événement sans précédents dans l'évolution du système monétaire international. Il n'existe pas d'éléments empiriques solides en faveur des développements prévus par les auteurs, ni d'évidence ou d'argument de poids à leur encontre. Par conséquent, il est impossible de les qualifier de corrects ou d'incorrects. Tout au plus, pourrait-on qualifier de plus ou moins persuasifs les arguments avancés pour justifier les tendances qui se dessinent ici. Quelle importance l'euro sera-t-il amené à revêtir ? Quelles durées recouvrent les notions de « moyen » ou « long » terme ? Autant de questions dont les réponses restent des conjectures.

L'argument général est assurément persuasif selon lequel, étant donné la taille des économies qui forment le marché européen unique – en termes d'activité économique ou bancaire, de participation au commerce international ou de potentiel pour créer le marché financier le plus grand du monde -, et le fait indiscutable que le dollar américain est sur-représenté dans les transactions financières internationales, l'euro devrait s'imposer comme monnaie internationale alternative, en matière de transactions, de financements, d'emprunt, d'investissements, de facturation, ou pour des buts exclusifs d'usage public comme monnaie de réserve ou même comme ancrage nominal. L'argument selon lequel ces changements se produiront graduellement, en tenant compte des phénomènes d'inertie et de « *path dependence* » mentionnés dans plusieurs études historiques sur l'apparition des monnaies internationales, est également convaincant.

Cependant, il faut noter que cette vision « optimiste » des effets d'un marché monétaire unifié en Europe n'est pas partagée par tous. Par exemple, Eichengreen (1998) pense que le rôle de l'euro

¹⁶ Consultant auprès de la CEPAL ; professeur et chercheur associé au Centre d'études sur le développement économique CEDE de l'Université de Los Andes, Bogota, Colombie.

comme monnaie de réserve - aspect que le document de base développe de façon extensive et considère comme un élément très prometteur en ce qui concerne l'internationalisation effective de la monnaie européenne-, peut être très limité par la structure institutionnelle de la Banque centrale européenne (BCE), à laquelle le Traité de Maastricht n'assigne aucune fonction de prêteur de dernière instance. Selon Eichengreen, la BCE, comme la Bundesbank, s'engagerait de façon très restreinte dans ce secteur, ce qui rendrait très difficile la gestion de la liquidité au jour le jour, indispensable pour assurer la stabilité et la profondeur du marché monétaire. En conséquence, il est probable que les changements abrupts dans la liquidité se reflètent sous la forme d'altérations de même type dans les taux d'intérêt, et que les instruments financiers du marché européen n'affichent pas la stabilité qui pourrait être celle de ses contreparties sur le marché américain.

2. Pacte andin

Il est difficile de généraliser les effets que l'émergence de l'euro pourrait provoquer sur le Pacte andin. Les auteurs du document analysent en détail les raisons qui font que l'euro serait en mesure de postuler comme alternative au dollar. C'est-à-dire qu'ils se concentrent sur l'offre, en laissant de côté les raisons pour lesquelles chacun des pays seraient intéressés par les services de la nouvelle monnaie. En principe, il est possible de prédire que l'impact de l'euro sur ces pays dépendra en grande partie de la structure économique de chacun d'entre eux. L'effet sera différent selon les liens commerciaux et financiers avec la zone de l'euro, le degré d'ouverture économique et d'intégration avec les marchés financiers internationaux, le type de produits d'exportation et d'importation, les arrangements monétaires et de taux de change, etc.

De toute évidence, plus les liens commerciaux et financiers avec les pays européens sont étroits, plus il est probable que l'euro deviendra monnaie de facturation, moyen de paiement, monnaie d'endettement, monnaie de réserve ou d'ancrage nominal. Si le pays se spécialise dans l'exportation de biens primaires, l'effet de la création de l'euro se fera moins sentir, en raison du fait que les marchés sur lesquels s'échangent ces biens appartiennent à l'orbite du dollar. Si les importations se concentrent sur le pétrole ou les biens du secteur primaire, l'influence du dollar se maintiendra, de même si le pays a renoncé à sa devise nationale et a décidé de se dollariser.

Le document établit que le canal de transmission des effets de l'introduction de l'euro sur l'Amérique latine est celui du marché financier, plus que le canal commercial. Selon les auteurs, le faible degré d'ouverture commerciale amortirait les effets de la création de la monnaie unique sur les coûts de transaction et le taux de change effectif réel de l'euro. Pour l'aspect strictement commercial, le document n'examine pas l'aspect de la demande, c'est-à-dire l'intérêt des pays de la région à utiliser l'euro. Sur ce point, le document ignore les développements et les initiatives récentes, destinées à renforcer l'influence du dollar et partant, à limiter les possibilités de croissance de l'euro.

Dans les années soixante et soixante-dix, les initiatives d'intégration en Amérique latine ont cherché la libéralisation régionale des flux commerciaux entre les pays de la région, tandis que celle-ci se maintenait relativement fermée à l'extérieur. Dans les années 90 apparaît ce qu'on appelle le régionalisme ouvert, en vertu duquel les efforts de libéralisation unilatérale du commerce entrepris par de nombreux gouvernements sont accompagnés de la signature de 14 accords importants de libre échange ou d'unions douanières, processus dans lequel la participation de l'Union européenne est très faible. Plus important encore est le fait que de nombreux pays de la région ont manifesté leur intérêt à participer à la construction d'une zone hémisphérique de libre échange avec les États-Unis. S'il est vrai que ce pays est en général assez ouvert, le traité donnerait aux pays de la région une meilleure garantie d'accès à ce marché, de sorte que la matérialisation de l'initiative aboutirait au renforcement de l'influence du dollar.

Le document soutient que le développement de l'euro comme devise internationale exercera son influence sur les pays de la région à travers le marché financier. Une des fonctions cruciales dans le processus d'internationalisation de l'euro est, selon les auteurs, son utilisation comme devise de référence. Ils consacrent la dernière section de leur travail à l'évaluation économétrique de la décision de pays tiers d'ancrer leurs variables nominales à une monnaie internationale. Certes, les résultats sont intéressants, mais l'analyse ne prend pas en compte la nouvelle tendance que de nombreux pays ont adopté en matière d'ancrage nominal, non seulement dans la région, mais aussi dans d'autres parties du monde, ce qui ne manquera pas de nuire aux projets d'adoption de l'euro pour jouer ce rôle.

Plusieurs pays en développement ont abandonné les régimes de change relativement flexibles, entre autres les bandes de change, les taux de change fixes ou les caisses de conversion, en faveur de politiques monétaires basées sur des objectifs d'inflation (*inflation targeting*). Le Brésil, le Chili et la Colombie ont rejeté l'utilisation du taux de change comme ancrage nominal de leur système monétaire. Le Venezuela a aussi renoncé récemment¹⁷ à sa structure de bande de change, tandis que l'Argentine faisait de même avec sa caisse de conversion. Ces deux pays ont permis le flottement de leurs monnaies, et ils adopteront probablement dans un futur proche, avec le soutien du FMI, le régime d'objectifs d'inflation. Ceci signifie simplement que les monnaies internationales auront beaucoup moins d'importance explicite dans l'établissement de la politique monétaire des pays en développement, et par conséquent, que le rôle de ces devises comme variable d'ancrage sera moins visible.

E. L'euro dans la région centraméricaine- Leçons pour l'Amérique centrale

Oswaldo Martínez¹⁸

L'objectif de ce chapitre est d'évaluer en termes généraux d'abord, spécifiques, ensuite, les effets de l'apparition de l'euro en Amérique centrale. Nous analyserons en particulier les perspectives d'utilisation de la nouvelle devise internationale comme monnaie d'ancrage nominal dans la région.

Pour ce faire, nous développerons quatre points. Le premier expliquera les raisons pour lesquelles l'Amérique latine et l'Amérique centrale sont concernées par l'émergence de l'euro en tant que devise internationale. Le second analysera le rôle que pourra être amené à jouer l'euro dans les relations commerciales et financières en Amérique centrale. Quelques leçons à tirer de l'adoption d'une monnaie forte comme ancrage nominal feront l'objet du troisième point tandis que le quatrième présentera les conclusions finales.

1. L'euro comme devise internationale

Les crises traversées par les pays en voie de développement au cours des dernières années, caractérisées par la dépréciation des monnaies nationales et une montée de l'inflation, ont conduit les responsables de la politique économique (« policy makers »), ainsi que les citoyens, à privilégier le recours à une monnaie forte qui garantisse le maintien de la valeur réelle des revenus, de l'épargne et des pensions.

¹⁷ Rappelons aux lecteurs que ces commentaires furent rédigés entre 2001 et 2002 [Note des éditeurs].

¹⁸ Consultant pour la CEPAL et divers organismes internationaux. Directeur de « Consultores en Economía y Finanzas, CEI » du Salvador.

Cette préoccupation légitime des agents économiques a naturellement débouché sur la recherche du système monétaire et du système de change les mieux adaptés à chaque pays: i) un système de change flexible, au sein duquel prévalent la confiance dans la monnaie nationale pour la réalisation des transactions domestiques, et l'utilisation des devises étrangères pour les transactions internationales ; ii) un système de change fixe ou de caisse de conversion, établissant de manière explicite la valeur de la monnaie nationale à l'extérieur; ou iii) un système de change ultra-fixe, qui implique l'abandon de la monnaie nationale en faveur d'une devise forte d'usage international.

La situation en Amérique latine peut se résumer comme suit: « Recherchons monnaie forte. Récompense: le développement économique ». Quatre candidats peuvent briguer cette position: i) la monnaie nationale, ii) le dollar américain, iii) l'euro, et iv) le yen. Comme nous le verrons plus tard, la région se trouve certes dans la zone d'influence du dollar américain mais aujourd'hui, l'adoption de l'euro comme monnaie nationale n'est pas de l'ordre de l'irréalisable, et ce pour deux raisons:

I) L'Argentine a décidé de modifier en 2001 le plan de conversion pour ancrer le peso à un panier de deux devises: le dollar américain et l'euro ;¹⁹ et.

II) au Salvador est entré en vigueur, le 1^{er} janvier 2001, la loi d'intégration monétaire (LIM), qui permet la circulation légale du dollar, de l'euro, de la livre sterling, du yen, etc.

Le considérant IV de la LIM établit que « dans le but de préserver la stabilité économique qui favorise des conditions optimum et transparentes facilitant les investissements, et de garantir l'accès direct aux marchés internationaux, il devient nécessaire d'autoriser la circulation de devises étrangères qui bénéficient de liquidité au niveau international ». L'article 2 de la LIM autorise « la souscription d'obligations monétaires libellées en n'importe quelle monnaie de circulation légale à l'étranger, celles-ci devant être payées dans ladite monnaie, y compris dans le cas de recouvrement judiciaire ». L'article 6 permet au système financier d'acquérir des actifs et des passifs en quelque devise que ce soit. L'article 8 autorise les institutions publiques à émettre et à souscrire des obligations en quelque devise que ce soit.

2. Rôle possible de l'euro dans les relations commerciales et financières de l'Amérique centrale

Selon Tavlas (1991), pour qu'une devise devienne internationale, le pays émetteur doit avoir un poids important dans le commerce international et disposer de marchés financiers libres, amples et profonds, qui garantissent sa liquidité et permettent que la devise joue un rôle de réserve de valeur pour les acteurs privés et publics. De plus, Kenen (1992) soutient que l'usage de cette devise doit réduire les coûts de transaction et produire des économies d'échelle et des externalités positives.

Selon le document de base, le rôle international de l'euro est associé à l'évolution du taux de change de la monnaie européenne: si celle-ci se déprécie de manière permanente, il peut se créer un climat de méfiance vis-à-vis de sa parité, ce qui nuirait à son utilisation. Les auteurs concordent également pour prévoir que le rôle financier de l'euro comme devise internationale par les acteurs privés (c'est-à-dire, comme monnaie d'emprunt et de prêts), se développera plus rapidement que sa fonction commerciale (c'est-à-dire, comme monnaie de facturation du commerce international). En même temps, les auteurs considèrent que l'utilisation publique de l'euro comme unité de compte (c'est-à-dire, comme monnaie internationale de référence ou ancrage nominal pour la mise en oeuvre de politiques monétaires et de change) dépendra de l'importance de la zone euro dans le commerce international et de la dénomination de la dette extérieure des pays.

¹⁹ Les commentaires furent écrits avant la dévaluation du peso argentin (note des éditeurs).

Q'en est-il de ce rôle de l'euro pour l'Amérique centrale i) en termes généraux, à la lumière des critères de Tavlas et de l'évolution du taux de change sur les marchés au comptant (*spot*) et de contrats à terme normalisés (*futures*); et ii) spécifiquement, à savoir ses possibilités d'utilisation comme ancrage nominal.

D'un point de vue général, les auteurs du document démontrent aisément que l'Europe remplit les conditions de base énoncées par Tavlas pour que l'euro devienne une devise internationale. Le degré d'ouverture de l'Europe (Exportations/PIB) est de 12,09%, soit 42% des exportations conjointes des États-Unis, de l'Europe et du Japon ; les capitaux en bourse de ses marchés d'actions représentent 21% de la capitalisation conjointe des États-Unis, de l'Europe et du Japon (tableau 13). De plus, les autorités européennes ne sont pas hostiles à une internationalisation croissante de l'euro.

Tableau 13
IMPORTANCE RELATIVE DE L'EUROPE DANS LE COMMERCE INTERNATIONAL
ET LES MARCHES DES CAPITAUX
(pourcentages)

	Exportations	Capitaux en bourse
1. Europe (11)	42	21
2. État-Unis	41	67
3. Japon	17	12
Total (1+2+3)	100	100
(Total en milliards de dollars)	(2 441,35)	(20 179,69)

Source: Établi d'après le tableau 1, première partie.

Cependant, l'examen de l'évolution du taux de change de la monnaie européenne peut susciter la méfiance lorsqu'il s'agit de l'utiliser comme devise internationale de protection des valeurs (tableau 14). Depuis son entrée en vigueur jusqu'en août 2001, l'euro a perdu en moyenne 11% de sa valeur, par rapport à 15% pour le yen; et sa volatilité, mesurée par le coefficient de variation, a été de 5%, par rapport à 6% pour la devise japonaise. Ce qui signifie que l'euro se trouve en désavantage par rapport au dollar, mais en meilleure position que le yen.

Tableau 14
ÉVOLUTION DU TAUX DE CHANGE DE L'EURO ET DU YEN,
DÉCEMBRE 1998-AOÛT 2001
(pourcentages)

	Euro	Yen
Change dans la période considérée	-11	-15
Coefficient de variation	5	6

Source: Travail personnel à partir d'information de la Réserve fédérale des États-Unis.

Selon les opérateurs de devises pour les marchés de contrats normalisés à terme, jusqu'en mars 2003 la situation de l'euro ne devrait pas changer de façon substantielle (tableau 15), tandis que le yen affichera une légère progression.

Afin de renforcer la crédibilité de leur politique monétaire (valeur interne et externe de la monnaie nationale), les autorités ont créé des banques centrales indépendantes du pouvoir politique et du secteur privé, formule qui vise empêcher le recours à « la planche à billets » pour financer les déficits fiscaux ou sauver des banques commerciales privées ayant des problèmes de solvabilité. S'il n'est pas possible de mettre en vigueur cette mesure au niveau administratif, la crédibilité sera

recherchée par le biais des ancrages nominaux tels que: i) le taux de change fixe ; ii) la définition d'objectifs explicites de l'inflation ; et iii) l'utilisation d'une monnaie étrangère solide.

Tableau 15
PRÉVISIONS POUR L'EURO ET LE YEN, 25 OCTOBRE 2001

	US\$ x Euro1.0	US\$ x Yen1.0
Déc-01	0.8896	0.08177
Mars-02	0.8894	0.08204
Juin-02	0.8876	0.08248
Sept-02	0.8867	0.08299
	US\$ x Euro1.0	US\$ x Yen1.0
Déc-02	0.8865	0.08362
Mars-03	0.8868	0.08431

Source: Travail personnel à partir d'information de la Réserve fédérale des États-Unis.

Le taux de change fixe a été utilisé traditionnellement comme ancrage nominal des prix des biens et des services échangeables au niveau international, ainsi que des coûts des biens et des services non échangeables utilisant des intrants importables. Quand l'inflation domestique tend à converger avec l'inflation internationale, la monnaie domestique se renforce et devient plus fiable comme réserve de valeur.

Les bases des objectifs explicites de l'inflation (« inflation targeting ») sont au nombre de cinq: i) l'engagement institutionnel vis-à-vis de la stabilité des prix ; ii) l'équilibre budgétaire ; iii) l'absence d'autres ancrages nominaux ; iv) l'indépendance des instruments de politique ; et v) une politique de transparence et de responsabilité (« accountability »).

La faisabilité de l'utilisation de l'euro comme monnaie d'ancrage en Amérique centrale dépend de la transformation de l'Europe en partenaire principal dans le commerce de la région, et de la proportion de la dette extérieure libellée euros.

L'analyse de l'information contenue dans le document (tableau 16) prouve que l'Amérique latine est une zone d'influence du dollar. L'Europe est le partenaire commercial prédominant du MERCOSUR+Chili (20,2% des exportations en l'an 2000), se situant y compris avant les États-Unis (10,4%). De ce groupe, les pays ayant le plus d'échanges commerciaux avec l'Europe sont le Brésil (24,6) et le Chili (24). Quant au Marché commun centraméricain (MCCA) et le Mexique, leur partenaire commercial prédominant sont les États-Unis (respectivement 48,4% et 87,9% des exportations de l'an 2000), qui dépasse largement l'Europe (3,3% et 17,2%). Les pays d'Amérique centrale dont le commerce avec l'Europe atteint les niveaux de participation les plus élevés sont le Honduras (21,7%) et le Costa Rica (21,3%).

L'importance de l'euro dans les relations financières avec l'Amérique latine est inférieure à celle occupée dans relations commerciales. Les pays du MERCOSUR+Chili sont ceux dont la plus grande proportion de la dette extérieure est exprimée en euros (8% en l'an 2000), et parmi eux se détachent l'Argentine avec 12,9% et le Paraguay avec 9,6%. Le Nicaragua, avec 9,2%, et le Salvador, avec 6,3%, se placent en tête du groupe des nations centraméricaines dans ce domaine.

Tableau 16
FONCTION COMMERCIALE ET FINANCIERE DE L'EURO EN AMERIQUE LATINE

Fonction commerciale (structure géographique des exportations, an 2000)				
	E-U	Europe	Reste	E-U/Europe
Mexique	87.9	3.3	8.8	26.4
MCCA	48.4	17.2	34.4	2.8
MERCOSUR+Chili	10.4	20.2	69.4	0.5
Argentine	7.9	14.6	77.5	0.5
Fonction financière (structure de la dette extérieure par devise, an 2000)				
	Dollar	Euro	Autres	E-U/Europe
Mexique	65.9	6.2	27.9	10.7
MCCA	58.7	5.6	35.6	10.4
MERCOSUR+Chili	54.9	8.0	37.1	6.9
Argentine	63.1	12.9	24.0	4.9

Source: Elaboré à partir des tableaux 4 et 5 du document.

La part de la dette extérieure des pays centraméricains exprimée en euros est plus faible, en raison du fait que, dans ce cas, la majeure partie des ressources proviennent d'organismes de crédit multilatéraux (Banque interaméricaine de développement, Banque mondiale et Fond monétaire international) et bilatéraux (Agence internationale pour le développement des États-Unis).

Les marchés de capitaux centraméricains sont encore balbutiants, et ils se concentrent sur des opérations monétaires et des placements de titres de la dette publique. Très peu d'entreprises nationales ont commencé le processus d'internationalisation du financement de leurs opérations à travers des « *debentures* » et des actions (« ADR's ») ; les banques commerciales, quant à elles, préfèrent s'endetter en dollars américains.

Ces résultats permettent de conclure que l'euro a plus d'avenir comme ancrage nominal dans le MERCOSUR+Chili qu'en Amérique centrale et au Mexique. Dans le premier espace, les probabilités sont plus hautes au Brésil (secteur commercial) et en Argentine (secteur financier) ; dans le second, au Honduras (secteur commercial) et au Nicaragua (secteur financier). Les exportateurs centraméricains pourraient obtenir des bénéfices, si pour compenser l'appréciation réelle, ils fixaient le prix de leurs produits en euros, en cherchant un financement dans la même devise de façon à réduire les coûts du crédit.

3. Leçons à tirer de l'adoption d'une monnaie forte comme ancrage nominal

L'adoption d'une monnaie étrangère forte ne garantit pas en soi le succès ni le développement économique, mais elle donne le temps suffisant pour introduire des réformes touchant au marché, à la fiscalité et au travail, visant à éviter une crise financière. Dans ce schéma, les déficits fiscaux permanents et croissants se traduisent par une augmentation de la dette publique intérieure et extérieure, du risque-pays et des taux d'intérêt domestiques (exprimés en devises étrangères), ce qui finit par ralentir les investissements, la production et l'emploi, tout en rendant l'économie plus sensible aux « chocs » extérieurs.

Dans le cas des économies disposant d'une devise propre, l'effet réel d'une politique fiscale relâchée combinée avec une politique monétaire stricte est le même: les taux d'intérêt dépassent le taux international et le taux de change réel s'apprécie, phénomènes qui érodent la compétitivité

internationale, ralentissent les investissements, la croissance et l'emploi; et retardent la réduction de la pauvreté qui affecte de larges pans de la population.

Ce qui signifie qu'aucun ancrage nominal (y compris l'adoption d'une monnaie extérieure forte) ne peut fonctionner en l'absence d'une discipline fiscale stricte. Le processus d'« euroïisation » a mis en lumière les éléments *sine qua non* pour l'adoption fructueuse d'une monnaie forte, à savoir: i) une discipline fiscale (l'excédent ou l'équilibre du budget doit constituer la norme afin de mieux résister aux périodes de « vaches maigres »); ii) une dette publique réduite, afin de faire baisser les taux d'intérêt réels et de promouvoir l'investissement et la croissance économique; iii) des taux d'inflation contrôlés ; et iv) l'introduction de réformes du marché.

L'Argentine constitue l'exemple, en Amérique latine, d'une économie qui adopte une monnaie forte (en fixant le peso par rapport au dollar en vertu la loi de convertibilité), mais s'abstient de mettre en oeuvre d'autres réformes indispensables. En mai 1999, *The Economist* signalait que « plutôt que d'adopter le dollar, l'Argentine aurait besoin de réformes structurelles et d'une politique fiscale crédible ». Pendant cette période, l'Argentine, dont le déficit fiscal entre 1995 et 1998 représentait en moyenne 2,5% du PIB, était déjà boudée par les investisseurs internationaux avec une prime de risque-pays de presque 1 100 points de base, inférieure cependant aux 1 600 points du Venezuela et du Brésil, alors en pleine crise financière. La situation catastrophique dans laquelle se débattait l'Argentine à la fin de l'année 2001 n'appelle pas d'autres commentaires.

4. Réflexions finales

Si l'Europe désire soutenir l'internationalisation de l'euro en Amérique centrale, il est important de promouvoir les traités de libre échange du type de celui signé avec le Mexique, et ce pour augmenter le commerce bilatéral. De leur côté, les institutions financières européennes (banques, compagnies d'assurance, organismes gestionnaires de retraites) devraient étudier les possibilités de s'introduire dans les systèmes financiers d'Amérique centrale afin d'encourager l'émission et le placement d'obligations en euros.

Les pays centraméricains susceptibles d'adopter l'euro comme ancrage nominal sont le Honduras et le Costa Rica, du point de vue commercial; le Nicaragua et le Salvador, du point de vue financier, la Loi d'intégration monétaire de ce dernier pays permettant la libre circulation de toutes les devises étrangères fortes, y compris l'euro.

Quoi qu'il en soit, afin d'assurer le succès du processus d'adoption d'une monnaie extérieure forte, il est nécessaire de progresser dans i) l'élaboration d'une politique fiscale anticyclique (permettant d'obtenir des excédents fiscaux dans les périodes fastes, afin d'être en mesure, dans les périodes de décélération économique, d'augmenter les dépenses publiques sans recourir à l'endettement; ii) le renforcement du système bancaire domestique et l'utilisation du système financier international pour les prêts d'ultime instance (par le biais de lignes de crédit en faveur des banques domestiques, ou de la présence de banques étrangères de premier plan dans le pays); iii) la flexibilité du marché du travail pour que les « chocs » extérieurs ne se répercutent pas exclusivement sur l'emploi; et iv) la mise en œuvre de réformes microéconomiques qui augmentent la compétitivité du pays (ouverture aux investissements privés nationaux et étrangers dans la distribution des produit dérivés du pétrole, l'énergie électrique, les télécommunications, les ports, les aéroports, les routes, les aqueducs et le système d'évacuation des eaux, entre autres domaines).

L'évidence empirique confirme donc que si les variables fondamentales ne sont pas résolues, on aboutit tôt ou tard à une crise financière, et les investisseurs internationaux pénalisent la dette souveraine en imposant des primes élevées de risque-pays.

F. L'euro et l'économie mexicaine

Alonso de Gortari Rabiela et Juan Carlos Moreno Brid²⁰

Le premier janvier 2002, douze des quinze pays membres de l'Union européenne (UE) ont remplacé leurs devises nationales par l'euro qui devenait la monnaie commune et l'unité de compte unique.²¹ Cette unification monétaire a consolidé l'intégration économique de la UE et a marqué une évolution dans le système monétaire et financier international, comparable, dans un certain sens, à la rupture du système de l'étalon or, il y a trente ans, lorsque le gouvernement des États-Unis (EUA) a décrété la fin de la convertibilité de l'once d'or à une parité fixe de 35 dollars. Bien entendu, la réorganisation monétaire actuelle de l'Europe obéit à une transformation prévue et programmée, résultat d'un processus concerté d'intégration économique ayant des racines solides et anciennes: la fondation de la Communauté européenne du charbon et de l'acier (1951), le Traité de Rome (1957) et l'établissement de l'ECU (1972), événements qui, parmi d'autres, ont balisé le chemin pour l'édification d'institutions communes.

Etant donné que plus de 60% du commerce extérieur et des investissements directs de ces 12 pays s'exercent à l'intérieur des frontières de l'UE, celle-ci sera la principale bénéficiaire de l'unification monétaire. Les effets attendus sont une baisse des coûts des transactions et des risques du change, l'homogénéisation progressive des prix relatifs dans la zone et, à moyen terme, un renforcement de la compétitivité de la région. Ces effets dépasseront le cadre de l'UE. La composition des flux internationaux et la trajectoire des taux d'intérêt sur le marché mondial seront affectés dans la mesure où le financement en euros deviendra une alternative compétitive par rapport aux options en dollars. Dans tous les cas, les retombées macroéconomiques de l'introduction de l'euro sur l'UE et le reste du monde dépendra de l'orientation de la politique fiscale et monétaire de l'Europe. À court terme, dans la mesure où celle-ci maintient le cap à la récession, une forte reprise de l'activité économique et de l'emploi dans l'UE est difficilement envisageable.

Actuellement, le Mexique occupe une place marginale dans le commerce extérieur et les investissements étrangers directs (IED) provenant de l'UE. En fait, en 2000-01, l'Amérique latine se situait parmi les clients commerciaux les moins importants de l'UE (2,3% de ses ventes). Le Mexique et le Brésil, ses principaux partenaires commerciaux latino-américains, ont reçu respectivement 0,5% et 0,6% du total des exportations de l'Union. De même, l'Amérique latine - et en particulier le Mexique - ne sont pas des destinations privilégiées par les IED européens. À la fin des années 90, l'UE, de même que les États-Unis et le Japon, destinaient plus de 80% de leurs IED aux économies développées contre 7% à l'Amérique latine (CEPAL, 2001).

Pour ce qui est du Mexique, s'il est vrai que l'UE est son second partenaire commercial, son poids relatif est faible et va diminuant. En 1990, l'UE absorbait 7,8% des exportations et était à l'origine de 12,4% des importations de ce pays. En l'an 2000, ces chiffres avaient baissé à 3,4% et 8,6% respectivement. Par contre, dans le même laps de temps, la participation des États-Unis dans les exportations mexicaines était montée de 79% à 88%, tandis que pour les importations elle se maintenait autour de 73%. En fait, la présence de l'Europe dans le commerce international du Mexique s'est affaiblie depuis les années 70. Le déclin s'est accentué avec l'ouverture commerciale

²⁰ Fonctionnaires du secrétariat aux Affaires étrangères du gouvernement du Mexique et de la Commission pour l'Amérique latine et les Caraïbes, respectivement. Les auteurs remercient Hubert Escaith et de Rafael Márquez pour leurs commentaires et Martha Cordero pour son aide mais précisent que les opinions exprimées sont de leur responsabilité exclusive.

²¹ Officiellement, l'euro a commencé à être coté sur les marchés internationaux le 5 janvier 1999 à un taux identique à celui du dollar. À l'issue de la première journée en bourse, sa cote avait atteint 1,19 dollar pour baisser régulièrement dans les années qui suivirent ; à la mi-avril 2002, il cotait 0,8763 dollars.

et financière engagée par le Mexique au milieu des années 80 et intensifiée avec l'entrée en vigueur, en 1994, de l'Accord de libre-échange nord-américain (ALÉNA).

En éliminant progressivement les barrières douanières et autres restrictions, entre le Mexique, le Canada et les États-Unis, l'ALÉNA a stimulé le commerce intra-régional.²² Mais il a également favorisé les investissements étrangers (IED) en provenance d'entreprises hors de l'Amérique du Nord, notamment de l'UE. Les « normes d'origine » de l'ALENA ont imposé des restrictions au commerce des produits dont le processus d'élaboration échappait par trop à la région et partant, ont stimulé l'installation de nouvelles manufactures au Mexique de la part d'investisseurs étrangers à la région intéressés à augmenter le contenu régional de leurs produits pour profiter du marché mexicain et de son accès privilégié à celui des États-Unis. Le vigoureux processus de privatisation des entreprises publiques entrepris dans le pays au début des années 90 a également attiré les IED au Mexique. La crise économique et financière qui a éclaté en 1995 et les mesures adoptées pour y faire face ont abouti, en dernière instance, à la vente de la plupart des banques commerciales mexicaines, processus au sein duquel certains groupes européens ont tenu un rôle important. On ne peut donc pas dire que les entreprises européennes aient été évincées du commerce avec le Mexique.

Il est certain que dans les années 90 de nombre d'entreprises et de groupes financiers européens ont effectué d'importants investissements dans des secteurs spécifiques de l'économie mexicaine. Il existe aujourd'hui plus de 5 000 entreprises avec participation de capital européen, qui représentent 23% du total des sociétés avec participation étrangère installées au Mexique. Dans ce groupe, les investisseurs de l'UE sont majoritaires (4 137 entreprises), et s'y distinguent l'Espagne (25%), l'Allemagne (16%), les Pays-Bas (13%), le Royaume-Uni et la France (12% chacun).²³ Une bonne proportion de ces IED converge vers le secteur des services (39%), contre 29% dans l'industrie et 24% dans le commerce.

Il faut en outre souligner la diversification des IED européens au Mexique, qui vont des grandes chaînes commerciales du marché de détail, à l'hôtellerie, aux banques, en passant par l'industrie automobile, l'industrie pharmaceutique et même le secteur de l'énergie. Cependant, même si elle constitue la seconde source des IED au Mexique, l'UE reste un poids mouche dans ce domaine par rapport aux États-Unis.²⁴ De l'ensemble des IED réalisés au Mexique entre 1994 et 2001, moins de 20% vient de l'UE, le reste, environ 80%, provenant des États-Unis.²⁵

L'unification monétaire européenne peut aider à renforcer l'association –faible aujourd'hui– entre l'économie mexicaine et celle de l'UE, avec l'aide de deux facteurs additionnels. Le premier est l'entrée en vigueur, en juillet 2000, de l'Accord de libre échange (ALE) entre le Mexique et l'UE. Chaque fois, sans exception, que le Mexique a signé un ALE, le commerce avec le partenaire signataire a sensiblement augmenté.²⁶ Dès le début, l'UE a libéré de droits de douane 82% des produits industriels et le Mexique, 50%, différence qui prend en compte l'asymétrie de leurs niveaux de développement. L'accord prévoit qu'à partir de 2003 la totalité des produits industriels mexicains entreront sur le marché européen sans droits de douane, et que 95% bénéficieront d'un

²² Grande part du commerce international de l'Amérique du Nord correspond à des transactions « intra-firmes » induites par les flux des IED. On s'attend à ce que l'UE connaisse une situation analogue.

²³ Information portant uniquement sur la période d'après 1994.

²⁴ On sait de source sûre que plusieurs entreprises européennes ont investi au Mexique par l'entremise de leurs succursales établies aux États-Unis. Il est cependant difficile de quantifier ces opérations attendu que les statistiques indiquent le pays d'origine des investissements et non la nationalité de la maison-mère qui les a réalisés.

²⁵ La Commission nationale des investissements étrangers (CNIE) est l'organisme officiel qui recueille l'information statistique sur les IED au Mexique. Cette information souffre de deux limitations. D'une part, elle ne permet pas, en raison des changements méthodologiques, de faire des comparaisons avec les périodes antérieures à 1994, à moins d'utiliser l'information pondérée de la Banque de Mexico. D'autre part, il n'existe pas d'information sur les actifs mobiliers (*stocks*) des investissements. À défaut d'autre indicateur, la somme des flux annuels est utilisée comme chiffre approximatif des IED accumulés.

²⁶ À ce jour, le Mexique avait signé des accords de libre échange avec 32 pays.

accès préférentiel. Il faut souligner que la balance commerciale du Mexique accuse fréquemment des déficits vis-à-vis de l'UE. Si cette tendance persiste, il est possible que l'on observe une augmentation de l'utilisation de l'euro dans les transactions financières du Mexique avec l'extérieur, suite à l'obtention de crédits publics et privés, commerciaux et bancaires, libellés dans la même devise.

Le second élément favorable aux IED européens au Mexique est le fait qu'il s'agit d'une des plus grandes économies et de l'une des nations présentant - jusqu'à un certain point - la plus grande stabilité macro-économique de la région, ce qui pourrait lui permettre de capter au moins une partie des investissements étrangers dirigés initialement vers d'autres pays latino-américains.

L'apparition d'une nouvelle devise forte dans le système monétaire international offre de nouvelles options pour le financement du développement. En principe, les conditions et opportunités d'accès aux ressources financières pourraient être meilleures que celles traditionnellement associées au marché du dollar. De fait, le Mexique a déjà eu recours au financement du marché international en euros. Jusqu'à ce jour, trois émissions ont été réalisées, pour un total de 1 milliard 800 millions d'euros. La première en septembre 1997, d'un montant de 400 millions; la seconde, en juin 1999, également de 400 millions; et la troisième, en février 2000, de 1 milliard; cette dernière constituant, au moment de son émission, la plus grande opération de ce type libellée en euros du fait des économies dites émergentes.²⁷

Il est d'espérer que la consolidation de la nouvelle devise se traduira par une augmentation des emprunts en euros tant de la part du gouvernement que du secteur privé, ce qui, outre renforcer la présence de la devise européenne dans l'économie mexicaine, aiderait à ce que celle-ci – tellement dépendante pour l'heure de l'économie américaine -, diversifie ses marchés ainsi que ses sources de financement et de flux de capitaux étrangers investis dans les différents secteurs de production.

Le Mexique peut également tirer des leçons fort profitables de l'expérience de l'unification monétaire de l'UE quant à l'intégration régionale et la coordination des politiques macroéconomiques avec ses principaux partenaires commerciaux; leçons particulièrement pertinentes dans le contexte actuel où l'on débat beaucoup sur le bien-fondé d'approfondir l'intégration économique du Mexique avec les États-Unis, en optant de manière formelle et unilatérale pour la dollarisation complète du système monétaire.

D'après certains analystes, l'application de cette formule ferait baisser l'inflation, diminuerait le risque du change et permettrait de réduire les taux d'intérêts réels et ce qu'on appelle le « risque-pays », d'où un coup de fouet au développement économique. Il est indéniable cependant, qu'un régime monétaire basé sur le dollar, s'il n'est pas dénué d'effets favorables, ne va pas sans être accompagné de sérieuses contre-indications. En effet, d'autres analystes considèrent que cette mesure serait dans le meilleur des cas un placebo, et dans le pire, l'antichambre d'une appréciation systématique et persistante du type de change réel, qui condamnerait tôt ou tard l'économie mexicaine à subir une crise de la balance des paiements et un ralentissement de la production.

Quoi qu'il en soit, il y a consensus sur le fait qu'il est nécessaire, a priori, de stimuler un processus de convergence avec les États-Unis en ce qui concerne les principales variables macroéconomiques, non seulement pour tirer bénéfice de ses avantages, mais aussi assurer la survie du système monétaire adopté. Il faut reconnaître que même si la dollarisation conduisait à la parité des taux d'inflation entre le Mexique et les États-Unis, la période de transition pourrait

²⁷ En avril 2002, 85% du solde total de la dette publique extérieure mexicaine était libellée en dollars. Bien que la proportion du solde en monnaies européennes soit peu significative, il est probable qu'elle augmente au fur et à mesure que s'effectue le refinancement en euros.

s'accompagner d'une appréciation persistante du taux de change réel, au détriment de la compétitivité des biens et services exportables. Cette appréciation, comme le montre l'expérience récente de l'Argentine, peut déboucher sur une crise économique sévère.

Notre opinion est que les régimes de change flottants présentent plus d'avantages, comme dans le cas du Mexique ces dernières années. Ce régime flottant a permis d'amortir les coups portés à l'économie nationale, dérivés d'épisodes successifs d'instabilité financière internationale (crise russe, brésilienne, et maintenant argentine). Cependant, il ne faut pas oublier le processus d'appréciation du peso en termes réels qui s'est produit récemment et son effet inhibiteur sur la compétitivité de nos exportations.²⁸

Pour récapituler, signalons d'abord que l'unification monétaire européenne sous la houlette de l'euro n'aurait pas été possible sans le degré d'intégration économique existant dans l'UE, et surtout le fort engagement des pays membres en faveur de la construction d'une Europe capable de se convertir en acteur fondamental dans l'économie et la politique sur la scène internationale. Cet engagement politique s'est incarné dans le Traité de Maastrich et dans les accords spécifiques qui en ont découlé en matière économique: plafonds fixés au déficit fiscal et à l'endettement public, inflation, taux d'intérêt et taux de change.

L'importance de l'euro en Amérique latine et au Mexique dépendra du degré d'intégration - à travers le commerce, les investissements et le financement - qui se fera jour avec l'UE dans le cadre de leur ALE. Cependant, la vitesse des progrès dépendra en grande partie des résultats des changements structurels qui continuent de se dérouler dans l'économie mexicaine. La profondeur et la durée de la phase de récession que le pays a connue en 2001 sera aussi un facteur clé.

Dans tous les cas, l'intégration du Mexique avec l'UE n'atteindra pas à moyen terme les niveaux atteints avec l'Amérique du Nord, même s'il se produisait un déplacement ou une substitution importante des relations commerciales en faveur de l'UE, d'autant moins que l'on ne peut ignorer l'influence croissante des économies asiatiques - y compris la Chine - dans la région, mouvements commerciaux et investissements pour l'heure, et financements, demain.

Rappelons également la somme des efforts de coordination des politiques fiscales et monétaires déployés par l'UE pour que les pays membres mettent à l'unisson leurs performances macroéconomiques, condition *sine qua non* préalable à l'unification monétaire. Sur ce point, l'intégration économique du Mexique et de l'Amérique du Nord apparaît comme un processus incertain, loin d'être terminé, très différent du cheminement suivi par l'UE dont les premiers pas ont été une union douanière. Un objectif similaire ne semble pas réalisable à court terme entre les pays membres de l'ALÉNA. De plus, la mobilité professionnelle qui règne à l'intérieur de l'UE, est un phénomène qui, dans le cas de l'Amérique du Nord, suscite une forte opposition de la part des États-Unis.

Une autre leçon fondamentale de l'expérience européenne est la reconnaissance des disparités économiques entre les pays de la région, et de la nécessité de voir les initiatives d'intégration régionale ou d'unification monétaire s'assortir de fonds spéciaux et de politiques spécifiques de compensation en faveur des nations et des régions moins développées. Dans le cadre de l'ALÉNA, la disponibilité de fonds de contingence pour appuyer les initiatives d'approfondissement de l'intégration économique sub-régionale revêt donc une importance déterminante, considérant les niveaux préoccupants d'inégalité et de pauvreté au Mexique. Par ailleurs, les chocs macroéconomiques externes - comme dans le cas du marché du pétrole - peuvent avoir des effets dont la magnitude et les manifestations sont très différentes aux États-Unis et au Canada d'une part, et au Mexique, de l'autre.

²⁸ Les filiales des entreprises exportant vers le pays de leur maison-mère se trouvent moins affectées par le processus d'appréciation du taux de change. Parallèlement, l'effet d'appréciation du taux de change sur le prix des exportations mexicaines s'est vu compensé par la baisse relative dans le prix des intrants importés. Quoi qu'il en soit, l'augmentation du coût de la main d'œuvre mexicaine sous la forme de réajustements des salaires supérieurs à la croissance de la productivité peut constituer un facteur de plus grand poids relatif dans la perte de compétitivité.

ÉPILOGUE: L'Euro et les économies latino-américaines au début des années 2000

Hubert Escaith²⁹

En macroéconomie, la possibilité d'observer et d'analyser une expérience originale est exceptionnelle. Plus encore lorsque cette expérience implique un vaste groupe de pays, dont l'industrialisation et de développement économique comptent, pour certains, parmi les plus anciens de la planète. Ce qui s'est passé en janvier 1999 - lorsque le taux de change de 11 pays européens fut congelé de manière irrémédiable et la politique monétaire de la zone ainsi définie confiée à la banque centrale européenne - transcende en soi l'espace purement européen pour acquérir une dimension globale. Cet événement a transformé l'espace européen en laboratoire, en expérience dont l'importance - comme le mentionnent Suescún ou de Gortari et Moreno - n'est comparable qu'à la naissance - à la fin de la Seconde guerre mondiale - du système de change à parité fixe et d'étalon dollar de Bretton-Woods, ou à sa chute en 1971.

Laboratoire de la politique monétaire commune et de la coordination de la politique macroéconomique, mais aussi progrès symbolique et politique vers une intégration régionale profonde,

²⁹ CEPAL, Santiago du Chili.

l'aventure de l'euro ne pouvait laisser indifférente la communauté des économistes latino-américains.³⁰

Le vieux rêve d'intégration régionale en Amérique latine et dans les Caraïbes a connu un regain de vigueur dans les années 1990, avec l'apparition du régionalisme ouvert reposant sur des projets sous-régionaux d'intégration qui, sans exception, ont accepté de façon formelle un engagement vis-à-vis de la convergence et de la coordination des politiques macroéconomiques.³¹

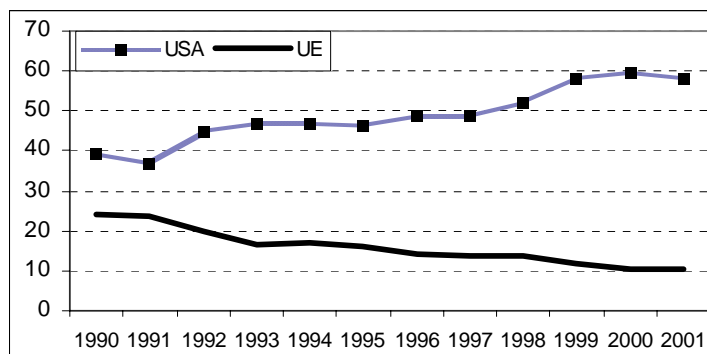
1. Les échanges commerciaux entre l'Amérique latine et l'Europe

Le passage obligé de toute discussion sur ce thème est de présenter les relations commerciales existant entre l'Amérique latine et les Caraïbes et l'Europe. Dans la perspective particulière de l'étude que nous commentons, qui traite implicitement de l'apparition de l'euro comme devise internationale et les implications que cela pourrait avoir dans une région ancrée - comme le montrent Luis Miotti, Dominique Plihon et Carlos Quenan - à la zone dollar, ces relations doivent être analysées par rapport aux échanges entre l'Amérique latine et les États-Unis.

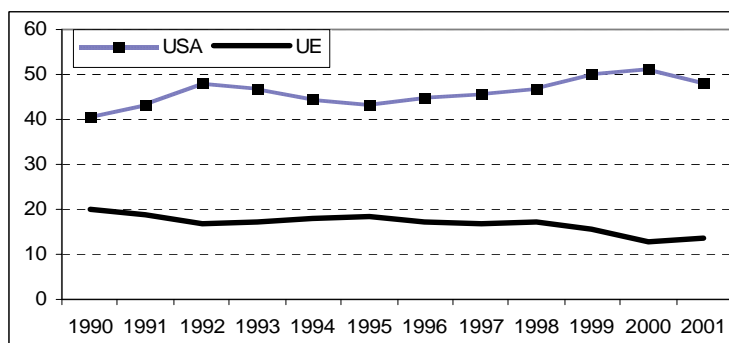
Graphique 6

DISTRIBUTION GEOGRAPHIQUE DU COMMERCE DE L'AMÉRIQUE LATINE ET DES CARAÏBES, 1990-2001

A. EXPORTATIONS DE LA REGION, POURCENTAGE DU TOTAL



B. IMPORTATIONS DE LA REGION, POURCENTAGE DU TOTAL



Source: CEPAL, Panorama de l'insertion internationale de l'Amérique latine et des Caraïbes, 2001-2002.

³⁰ Voir, par exemple, le numéro spécial de la revue CAPITULOS du Système économique latino-américain (SELA), 1998.

³¹ Se reporter au chapitre V « Coordination macroéconomique dans les schémas d'intégration sous-régionales » in CEPAL (2002^a a)

Il est certain, comme le soulignent Alonso de Gortari et Juan Carlos Moreno dans leurs commentaires (perspective mexicaine), que l'expansion du commerce européen pendant la période étudiée s'est effectuée principalement à l'intérieur du bloc européen. Le Mexique, à la suite de la mise en marche du traité de libre échange avec le Canada et les États-Unis (TLCAN) début 1994, et la dévaluation de son peso douze mois plus tard, est devenu le principal exportateur et importateur de la région. En 2002, la valeur FOB des exportations et importations mexicaines représentait 49% du total latino-américain. À titre de comparaison, le commerce du Brésil contribuait seulement pour 16% au total régional, et celui de l'Argentine, troisième économie de la région en importance –en pleine crise il est vrai –, pour 5%.

Même sans considérer le Mexique, en raison de son association au TLCAN et à l'intensité de ses relations avec les États-Unis dans le cadre spécifique de l'industrie « maquiladora », force est de constater que les relations commerciales avec l'Europe ont perdu du terrain au cours des dernières années. En 1990, les États-Unis et l'Europe avaient un poids comparable dans le portefeuille d'importation et d'exportation de l'Amérique latine et des Caraïbes. La région destinait alors 31% de ses exportations aux États-Unis et 27% à l'Europe. Quant aux importations, les pourcentages étaient de 28% et 21% respectivement. Onze ans plus tard, les États-Unis ont maintenu leur importance comme partenaire commercial (29% et 28% des exportations et importations latino-américaines, Mexique exclu), mais la participation de l'Europe a baissé à 17% et 19% respectivement. Certes, les hydrocarbures ont un poids considérable dans le total des importations des États-Unis à partir de la région (même en excluant le Mexique), et malgré cela, leurs achats de produits industrialisés - spécialement de haute technologie - sont relativement plus importants que ceux de l'Europe.

L'importance pour l'Europe d'améliorer ses liens commerciaux avec la région, en quantité et en qualité, afin de renforcer le rôle de l'euro en Amérique latine, est rappelée dans les commentaires de Orlando Martínez (Amérique centrale), et de Renato Baumann (Brésil). Ce dernier mentionne plusieurs obstacles qui freinent l'expansion du marché, entre autres les coûts relatifs plus élevés par rapport aux pays d'Europe centrale ou d'Europe de l'Est, candidats à l'intégration dans l'Union. Le premier mai 2004 verra la naissance de l'Europe des 25; avec cet élargissement la population de l'UE passe à 455 millions d'habitants. Huit économies d'Europe de l'Est, Chypre et Malte se joignent ce jour à l'Union Européenne, et il est d'espérer une croissance rapide de leurs échanges commerciaux avec le reste de l'Europe Occidentale.

De fait, une évaluation récente des impacts sur les exportations d'Amérique latine vers l'Europe, basée sur une étude comparative de la composition des flux commerciaux et de leur intensité technologique, prévoit que les relations de complémentarités entre l'Europe et l'Amérique latine devraient se voir renforcées (Durán et Maldonado, 2003). Ainsi, certaines ventes de produits manufacturés latino-américains (en particulier mexicains) devraient être affectées, alors que les exportations de biens primaires ou à base de ressources naturelles, se verraient au contraire favorisées.

On pourrait ajouter à ce scénario la concurrence des pays du bassin méditerranéen qui bénéficient d'accords commerciaux avec l'Union européenne. Ce rapprochement des pays méditerranéens s'est renforcé à partir de la conférence « Euromed » de Barcelone en 1995, qui prévoit, entre autres choses, la création progressive d'une zone euro-méditerranéenne de libre échange à l'horizon 2010.

Dans ses commentaires à partir de l'Argentine, Daniel Heymann fournit une piste qui permettrait de renforcer les liens commerciaux avec l'Europe. Il s'agit des investissements étrangers directs (IED) réalisés dans la région par les entreprises européennes, et de leurs implications sur le commerce transatlantique. Dans la seconde moitié des années quatre-vingt-dix, l'Amérique latine est devenue le principal destinataire des investissements européens parmi les marchés émergents, et

le second objectif après l'Amérique du Nord.³² Ces investissements ont privilégié les économies du MERCOSUR et le Chili (le MERCOSUR a reçu 68% des investissements européens dans la période 1992-2000 et le Chili 7,4%. En comparaison, le Mexique en a reçu seulement 8,3%).³³ La moitié de ces investissements provenait d'Espagne.

Grâce aux flux d'investissements directs, les entreprises européennes se sont placées parmi les plus importantes transnationales présentes dans la région. De même, les relations intra-entreprises se sont renforcées, tant au niveau régional qu'avec les maisons-mères en Europe. Comme le montre une étude internationale du CEPII (1998) réalisée sur la période 1984-1994, les IED sont créateurs de commerce: un franc d'investissement français produit un flux bilatéral de 2,3 francs d'exportation de biens et de 1,9 d'importation. Les IED d'origine américaine, d'après cette étude, créent encore plus d'échanges commerciaux (2,6 et 2,3 respectivement). Ces chiffres portant uniquement sur le commerce de biens augmentent si l'on incorpore les flux des services non factoriels.³⁴

Les retombées favorables se sont faites sentir également au niveau qualitatif, vu que les exportations en question avaient un contenu technologique plus important (CEPAL 2002 b). Il faut donc espérer que ces flux commerciaux intra-entreprises se développent davantage à l'avenir et ouvrent ainsi la voie à une intensification des relations commerciales.

La négociation et la signature de traités de libre échange entre l'UE et les pays ou régions d'Amérique latine stimule également le développement des relations commerciales. Le traité entre le Mexique et l'Union a été signé en l'an 2000, et celui avec le Chili en 2002. D'autres négociations sont en cours, notamment avec le MERCOSUR.

2. Parité de change et volatilité

Directement liée au thème des relations commerciales entre les deux régions, une préoccupation des auteurs est le taux de change euro/dollar et sa volatilité. L'entrée de l'euro dans la cour des monnaies internationales signifie une incertitude supplémentaire pour les pays latino-américains, économies en général réduites et ouvertes, incertitude qui s'ajoute aux autres chocs externes auxquels la région doit faire face (chocs en termes d'échange ou de volatilité financière).

La discussion sur les opportunités et les risques liés à de brusques changements de parité euro/dollar dépasse l'analyse de la compétitivité relative ou des conséquences sur la balance des paiements, étant donné que, comme le démontrent de façon empirique Miotti, Plihon et Quenan (MPQ), l'Amérique latine et les Caraïbes appartiennent à la zone dollar et cette monnaie sert d'unité de compte implicite ou explicite et d'ancrage monétaire pour les économies nationales. Rodrigo Suescún, dans ses commentaires (Pacte andin), souligne que la signature d'un traité de libre échange pour l'hémisphère, incluant les États-Unis (prévu initialement pour 2005) augmenterait l'influence du dollar dans la région.

Dans le domaine du commerce, si l'euro parvient à obtenir un rôle prépondérant comme devise de facturation entre l'Amérique latine et l'Europe, les risques liés au change devront être assumés par les seuls partenaires latino-américains (contrairement à ce qui se passe actuellement où

³² Voir le chapitre II sur l'Union européenne: investissements et stratégies d'entreprises en Amérique latine et dans les Caraïbes, CEPAL (2002 b).

³³ Les niveaux élevés de contenu national établi dans le TLCAN ont certainement découragé une arrivée plus massive de capital européen (CEPAL 2002b).

³⁴ Ce que le CEPII ne mentionne pas mais qui est cependant fondamental pour l'économie émergente réceptrice d'IED, c'est que cette dynamique n'est pas soutenable à long terme: comme le montre cette étude, les IED génèrent un solde commercial déficitaire, qui avec le rapatriement des bénéfices creusent doublement le déficit courant du pays récepteur. Il est donc indispensable que les économies développées émettrices d'IED – États-Unis et Europe en particulier – ouvrent leurs marchés aux exportations traditionnelles (agricoles, agro-industrielles et textiles, avant tout) des économies émergentes pour compenser ce flux négatif de devises.

- comme semble l'indiquer l'information qualitative disponible - le gros des transactions commerciales entre l'Europe et l'Amérique latine se ferait en dollars). Il existe bien la possibilité de se prémunir contre les risques liés au change à court terme, mais les coûts de transaction associés aux opérations de couverture de ces risques ne sont pas négligeables (en particulier pour les exportateurs occasionnels, petits et moyens).

La situation est plus complexe pour les contrats à long terme, typiques des opérations financières. Dans cette situation, les variations du taux de change non seulement provoquent des fluctuations dans la valeur des *flux*, mais aussi dans la valorisation des *stocks* de dettes. Les répliques potentielles de ces fluctuations sur la valorisation des stocks sont plus importantes que dans le cas des flux commerciaux pour plusieurs pays de la région, en particulier les moyennes ou grandes économies, où les relations financières avec le reste du monde prédominent sur les relations commerciales. Pour donner une idée des proportions respectives, il suffit de rappeler que la valeur du *stock* de la dette extérieure représentait en 2003 plus de 170% des exportations de biens et de services pour l'ensemble de l'Amérique latine et des Caraïbes. Ce pourcentage atteignait la valeur extrême de 690 dans le cas du Nicaragua, étant également très élevé pour des pays comme l'Argentine (430), le Brésil (280), l'Uruguay (290) et le Pérou (280).

Se protéger de l'impact que les fluctuations dans les taux de change font subir à la valeur du *stock* de la dette et de son service est une opération de couverture beaucoup plus complexe dans ces circonstances. La mise en oeuvre d'instruments traditionnels pour éviter l'exposition au risque du taux de change, comme les opérations de « *swap* », représente un coût financier non négligeable. Les pays endettés qui diversifient leur stock de dettes en y incluant l'euro peuvent aussi réduire l'impact macroéconomique des fluctuations de la parité euro/dollar en diversifiant leurs exportations vers la zone-euro. Comme l'illustrent Laurent et alii (2002), se protéger de la volatilité accrue produite par la diversification des monnaies d'endettement implique, pour une économie émergente, l'utilisation de deux instruments: la diversification géographique de son commerce et la flexibilité de son régime de change. Vice-versa, la diversification de l'endettement permet de compenser les risques commerciaux.³⁵

Dans la première partie du présent document, MPQ soutiennent que l'apparition de l'euro comme devise internationale en compétition avec le dollar sera accompagnée d'une plus grande volatilité des parités croisées. À première vue, l'évolution récente des marchés de change entre l'euro et le dollar semble leur donner raison. Le cours de l'euro, en relation avec celui du dollar, est passé d'un minimum de 0,86 au moment de son lancement en janvier 1999, à un maximum de 1,19 en octobre 2000, avant de revenir à sa valeur d'émission à la fin du premier semestre 2003, puis de continuer à s'apprécier. L'amplitude maximum de variation de la parité de l'euro avec le dollar depuis son lancement atteint 38% rapporté à la cotisation moyenne entre janvier 1999 et mars 2004 et le taux de variation moyen des valeurs mensuelles enregistrées sur cette période approche 11%, ce qui est considérable pour des devises internationales.

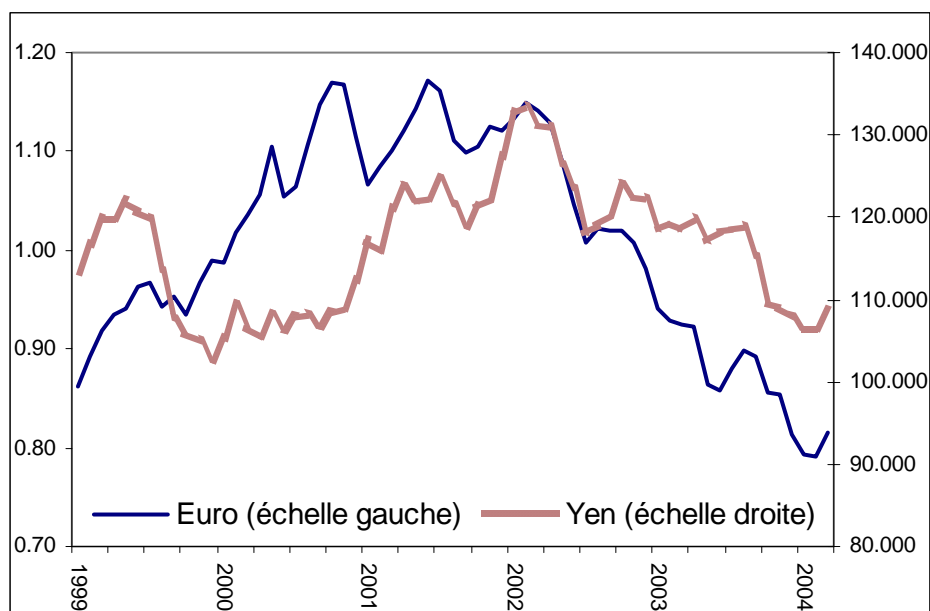
Cependant, on ne peut pas affirmer que cette volatilité soit due à l'apparition de l'euro comme devise internationale et monnaie de réserve en compétition avec le dollar. Comme le montre le graphique 7, le yen a connu une évolution similaire à l'euro jusqu'à la mi-2002, même s'il ne prétend pas à un rôle international, comme le rappellent MPQ. Il est vrai que depuis le troisième trimestre 2002, l'appréciation du yen a été moindre que celle de l'euro, mais cela répond en partie aux différences de situation économiques entre l'Europe et le Japon, et surtout au fait que les autorités japonaises ont accumulé des réserves en dollar pour limiter la hausse de leur monnaie. De

³⁵ Pour les économies latino-américaines qui exportent vers l'Europe, une baisse de l'euro par rapport au dollar est un *shock* négatif pour les échanges commerciaux qui se compense dans le compte courant dans la mesure où ces économies ont des dettes (et payent des intérêts) libellés en euro.

fait, les autres pays asiatiques –la Chine en particulier–³⁶ ont fait de même pour maintenir la compétitivité de leurs exportations vers les Etats Unis, à un moment où le déficit extérieur américain atteint d'inquiétantes proportions. Ce faisant, ils ont fait reporter l'essentiel de l'ajustement de la valeur du dollar sur l'euro, au risque de prolonger le marasme économique de la zone euro, en particulier de l'Allemagne et de la France qui voient pénalisées leurs exportations.

On ne peut pas non plus attribuer totalement l'orientation des marchés de change aux différences de politiques monétaires en présence. S'il est certain que la Banque centrale européenne a maintenu un taux d'intérêt supérieur au taux américain, il n'en est pas de même dans le cas du Japon. Ainsi, les variations enregistrées proviennent plus probablement d'un changement de perception des investisseurs quant aux fondements et perspectives macroéconomiques des États-Unis, que des éventuels arbitrages spéculatifs entre la vieille devise internationale de réserve et son « challenger » européen.

Graphique 7
COURS DE L'EURO ET DU YEN PAR RAPPORT AU DOLLAR,
JANVIER 1999-MARS 2004



Source: Fonds monétaire international

Le dollar s'est affaibli à partir du second semestre 2002, dans un paysage nord-américain de difficultés sur les marchés financiers, de déficit extérieur élevé, et de détérioration des finances publiques. Dans ce contexte, un financier mondialement connu pour ses opérations spéculatives sur les marchés des devises - on lui attribue la chute de la livre sterling en 1992 - prédit que le dollar pourrait perdre un tiers de sa valeur en quelques années. L'hebdomadaire *The Economist*, analysant en septembre 2003 les perspectives de l'économie mondiale, avançait une parité possible de 2 dollars pour un euro.³⁷

³⁶ La Chine se trouvait, fin 2003, face à de fortes pressions pour flexibiliser sa politique de change et laisser s'apprécier le yuan par rapport au dollar. Les exportations de la Chine vers les USA ont augmenté, selon les sources chinoises, de 28% en 2002 et 34% en début de 2003. Ces chiffres ont été respectivement de 17% et 34% pour les exportations chinoises vers l'Union Européenne et 8% et 25% vers le Japon (sources: Seltz, 2003).

³⁷ Artus (2002) analysant le fossé de productivité entre Europe et États-Unis et son évolution suggère cependant que les fondements réels et institutionnels favorisent le dollar à moyen terme.

3. Émission de bons en euros et structure des taux d'intérêt

La thèse principale du document de MPQ est que, à moyen terme, l'euro a un potentiel de développement supérieur dans la sphère financière. Depuis son lancement, la zone euro a réussi une réorganisation des marchés obligataires, et gagné la profondeur et la liquidité nécessaires pour promouvoir sa monnaie comme monnaie d'émission, à l'égal du dollar. Ceci non seulement sur les marchés européens, mais aussi sur les autres marchés mondiaux, en particulier les marchés émergents de titres souverains. Dans ce dernier secteur, le marché de l'euro a connu un développement rapide depuis son entrée en vigueur en 1999, à tel point que les émissions correspondantes ont égalé celles réalisées en dollars en l'an 2000.

Deux phénomènes expliquent cet apogée entre 1999 et 2000. Le premier est lié à la création d'un marché en euros parvenant à une dimension suffisante pour offrir la liquidité nécessaire aux émissions émergentes. Le deuxième est que le différentiel du taux d'intérêt avec les émissions comparables en dollars a favorisé les émissions en euros en 1999, pour ensuite diminuer graduellement et disparaître en 2001.

Si le premier facteur était une condition nécessaire, le second semble avoir été la cause déterminante. La proportion d'émissions de documents émergents en euros s'est comportée de façon parallèle au différentiel de taux d'intérêt et a commencé à diminuer à partir de l'an 2000. En Amérique latine, les offres de placements en euros ont culminé en l'an 2000, avec une valeur de 11 milliards de dollars (27% du total émis). Ensuite, elles se sont réduites à un peu moins de 7 milliards (20% du total) en 2001, à peine 700 million (6%) en 2002, une année de « vaches maigres » pour le financement externe de la région. Les estimations disponibles pour 2003 confirment cette diminution, avec des émissions en euro équivalentes à 1.13 milliards de dollars (à peine 4% du total émis durant l'année).

Même à son plus haut niveau en tant que monnaie d'émission, l'euro n'a pas joué le rôle d'une véritable monnaie d'endettement. On estime qu'une bonne partie des obligations émergentes en euros l'ont été afin de profiter d'une structure plus favorable des taux d'intérêts, mais ont fait l'objet d'un « *swap* » ultérieur vers le dollar. Cette réticence à accumuler les dettes en euros, et l'évolution des émissions à partir de 2001, montrent que, hors de la zone de l'euro et particulièrement en Amérique latine, l'euro n'a pas encore réussi à déplacer le dollar en tant que monnaie d'émission et d'endettement.

Le dollar reste également la principale monnaie de facturation et de paiement dans les opérations de commerce extérieur, comme le rappelle Baumann dans son commentaire.

4. Débat sur les politiques monétaires et de change

L'euro a fait son entrée officielle sur la scène monétaire de l'Amérique latine et des Caraïbes au milieu de l'année 2001, lorsque le gouvernement argentin a annoncé une modification du régime de change. Dans les opérations commerciales, la valeur du peso argentin, antérieurement solidement ancré au dollar, équivaldrait à un panier dollar-euro. Lorsque l'euro arriverait à une parité avec le dollar (ce qui s'est produit un an après l'annonce de cette mesure), le nouveau panier s'appliquerait à l'ensemble des opérations. Cette mesure, dont l'objectif était d'augmenter le taux de change commercial du peso argentin (autour du 7%) sans affecter les caractéristiques centrales du système de convertibilité, a augmenté l'incertitude quant au futur du régime monétaire argentin, ce qui a contribué à la faillite du système de convertibilité en janvier 2002.

Malgré ce dénouement, il faut reconnaître que l'apparition de l'euro, et les étapes institutionnelles et légales qui ont permis sa naissance en Europe, ont profondément marqué le débat latino-américain sur l'intégration régionale et les options de systèmes de change les plus performantes dans la région.

L'évidence empirique dans la région montre qu'une similitude d'objectifs et d'instruments de politique macroéconomique n'est pas, en elle-même, suffisante pour assurer une relative stabilité des taux de change entre les membres d'un schéma d'intégration régionale. Comme le souligne la CEPAL (2002 c), la succession de dévaluations entre 2001 et 2002 s'est traduit en un jeu à somme (quasi) nulle pour les pays de la région. Tandis que le taux de change bilatéral réel par rapport au dollar augmentait (dévaluait) de 12% en moyenne dans les pays de la région, le taux de change effectif réel - qui mesure la compétitivité par rapport à l'ensemble des partenaires commerciaux - le faisait seulement de 1,6%.

Ce résultat apparemment paradoxal est dû à l'intensité du commerce intrarégional en Amérique latine et aux Caraïbes, qui fait que toute variation du taux de change nominal dans l'une des économies latino-américaines - spécialement celles de plus grande importance économique - a des répercussions opposées pour la cotation effective de la monnaie de ses partenaires régionaux. Une dévaluation réduit donc la compétitivité des partenaires régionaux et peut obliger le pays affecté à dévaluer à son tour ou à appliquer des politiques macroéconomiques restrictives, si la variation est importante et affecte ses équilibres extérieurs.

Par conséquent, les fluctuations incontrôlées de parité deviennent un obstacle à l'approfondissement de l'intégration régionale (ou une menace à sa pérennité, comme cela a été le cas de la crise du MERCOSUR en 2001-2002). En revanche, comme l'indiquent les théories endogènes des zones monétaires optimales, l'union monétaire renforce les liens commerciaux et la coïncidence des cycles réels. L'intérêt de soutenir et d'approfondir l'intégration latino-américaine avec une plus grande coordination des politiques macroéconomiques nationales, en particulier celles des taux de change, est passé du domaine théorique à celui d'une alternative concrète de politique (Escaith, Ghymers et Studart, 2003 ; Escaith, 2004).

Comme le mentionne Alicia García Herrero dans ses commentaires, le débat sur la dollarisation de l'Amérique latine dépasse les stratégies de résolution de crise. Malgré l'ancrage de fait de la région dans la zone dollar que présentent MPQ, et sans aller jusqu'à la solution extrême de la dollarisation totale, inacceptable et improbable pour des raisons aussi bien techniques (inconsistance par rapport aux critères établis de zone monétaire optimum) qu'institutionnelles ou politiques, la naissance de l'euro a réactivé l'intérêt pour le développement de zones de convergence monétaire en Amérique latine. C'est le cas des schémas d'intégration régionale latino-américains qui sont mentionnés dans ce document, et c'est aussi une réalité dans les Caraïbes, où les chefs de gouvernement ont formellement stimulé depuis 1992 la création d'une zone économique unique dans la CARICOM, ayant pour objectif d'avancer vers l'union monétaire.

Trois ans après que MPQ aient présenté la première version de leur étude sur les implications de l'euro, dans le XIV^e séminaire régional de politique fiscale réalisé à la CEPAL en janvier 2001, l'une de leurs conclusions semble se confirmer, qui pronostiquait que l'apparition de l'euro comme devise internationale serait un processus long et marqué par une volatilité élevée de son taux de change bilatéral avec la devise nord-américaine. Comme plusieurs commentateurs le signalent également, la promotion du rôle de l'euro en Amérique latine et dans les Caraïbes passe par un approfondissement des relations commerciales avec l'Europe, un courant qui devrait être renforcé par les investissements européens dans la région et la négociation d'accords commerciaux avec l'Union européenne, à l'instar des accords signés par cette dernière avec le Mexique et le Chili. Cependant, l'euro exerce aujourd'hui une fonction financière non négligeable en Amérique latine, et son exemple, comme symbole monétaire d'un projet d'intégration régionale, a exercé, et continuera d'exercer, une grande influence sur la région.

Conclusion

L'internationalisation de l'euro n'en est qu'à ses débuts et il est donc difficile de dresser des conclusions définitives quant à sa portée et à ses conséquences pour l'Amérique latine. En effet, comme nous l'avons indiqué au début de cette étude, l'émergence d'une monnaie internationale est lente et sujette aux forces de l'inertie. Néanmoins, on peut déduire plusieurs conclusions assez solides des résultats de notre analyse.

Premièrement, par rapport au développement du système monétaire international, si l'on tient compte de l'expérience initiale de la monnaie unique européenne sur la scène internationale et des enseignements de la théorie économique, le scénario le plus plausible à moyen-long terme semble être le développement d'un duopole asymétrique dollar/euro. Ceci signifie que l'euro partagera le rôle du dollar comme monnaie financière, alors que la monnaie américaine continuera à prévaloir dans les transactions commerciales. Dans un cadre de coopération monétaire internationale insuffisante, ce scénario suppose une forte volatilité entre les deux principales monnaies internationales, ce qui sera un facteur très déstabilisateur pour les pays tiers.

Deuxièmement, les premières années d'existence de l'euro confirment que son utilisation croissante dans les opérations financières – qui dépassent aujourd'hui de loin les transactions en matière de biens et services – représentera un vecteur décisif (bien qu'insuffisant à long terme) dans son processus d'internationalisation. À leur tour, les effets de l'expansion des marchés obligataires en euros sur les marchés des capitaux de la zone émettrice ne sont pas neutres.

Avec d'autres facteurs, la croissance du marché obligataire aura tendance à augmenter la pression pour élargir et approfondir le marché financier de l'euro et le rendre plus liquide. Ceci devrait favoriser le développement de meilleures conditions de refinancement, de garantie et d'arbitrage, pour les acteurs européens et des pays tiers se dirigeant vers ce marché, ce qui, à son tour, devrait renforcer l'usage financier de l'euro.

Troisièmement, l'étude des circuits de généralisation de l'usage des différentes monnaies de référence comme monnaies d'ancrage montre que la probabilité d'ancrer une monnaie nationale au dollar diminue lorsque la part de la dette extérieure d'un pays libellée en euros augmente. Si les pays latino-américains continuent à emprunter en euros et si ceci se traduit par une plus grande diversification de leurs réserves de change, certains d'entre eux pourraient considérer la possibilité d'utiliser la devise européenne dans des paniers d'ancrage, notamment dans le cas des pays où la zone euro est un partenaire commercial majeur. Bien entendu, le dollar continuera à jouer un rôle prépondérant dans ces paniers, étant donné la présence de la monnaie américaine en Amérique latine. En outre, il est clair que la dynamique de renforcement des relations économiques entre l'Europe et l'Amérique latine qui était en vigueur jusqu'à l'an 2000 est à présent en train de marquer le pas, si on excepte la signature de l'accord avec le Chili. Il pourrait y avoir même, à très court terme, un recul sur le plan des relations financières entre les deux régions, en raison notamment de la croissante aversion au risque de la part des investisseurs européens à la suite du défaut argentin, de la montée en puissance de la zone asiatique (la Chine et l'Inde, en particulier) qui détourne l'attention des entreprises transnationales, et des anticipations en matière de coûts financiers et de risque de change associés à l'euro.

Toutefois, dans le cadre de l'horizon temporel dans lequel nous nous plaçons dans cette étude, le scénario que nous considérons comme le plus plausible à moyen-long terme, à savoir un SMI de plus en plus bipolaire mais asymétrique, qui suppose une volatilité élevée entre les deux principales monnaies internationales, ouvre un champ important à l'utilisation de l'euro dans des paniers d'ancrage. En effet, les ancrages *de facto* et *de jure* exclusivement fixés au dollar qui, en théorie, offrent des gains substantiels en termes de crédibilité, pourraient s'avérer déstabilisateurs pour les pays latino-américains qui maintiennent d'étroites relations commerciales et financières avec la zone euro.

Bibliographie

- Aglietta M. et M. Deusy-Fournier (1994), “Internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire”, *Economie Internationale*, N° 59, Paris.
- Aglietta M., C. Baulant et V. Coudert (1997), “Pourquoi l’euro sera fort, une approche par le taux de change d’équilibre”, Nota, Banque de France, Paris.
- Alesina A. et R. Barro (2000), “Currency Unions”, *Working Paper 7927*, NBER, Septembre.
- Alogoskoufis G. et R. Portes (1997), “The Euro, the Dollar, and the International Monetary System”, in P. Masson, T. Krueger and B. Turtelboom, eds., *EMU and the International Monetary System*, International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Artus P. (1999), “Dollar/euro/yen: rôles respectifs, parités d’équilibre”, Etude N° 99 – 13, CDC, Paris, Septembre.
- Artus P. (2000a), “L’euro, seconde monnaie de réserve internationale et le dollar, seule monnaie de transaction”, *Document de travail*, N° 2000 – 39, CDC, Paris, Mai.
- Artus P. (2000b), “Le rôle international de l’euro ne va pas en grandissant”, *Flash*, N° 2000 – 191, CDC, Paris, Octobre.
- Artus P. (2001), “Pour sauver l’euro, il faut une zone monétaire plus large”, *Flash*, N° 201 – 136, CDC, Paris, Juillet.
- Artus P. (2002), “Pourquoi l’absence de gains de productivité en Europe?”, *Flash*, N° 212 – 136, CDC, Paris, Septembre.
- Bank of England (2001), “Practical Issues Arising from the Euro”, Juin.
- Bank For International Settlements (BIS) (1998), *Monthly Report*, Basel, Août.

- Bank For International Settlements (BIS) (2000), *70th Annual Report*; Basel, Juin.
- Bank For International Settlements (BIS) (2001a), *71th Annual Report*; Basel, Juin.
- Bank For International Settlements (BIS) (2001b), *1st Quarterly Report*; Basel, Juillet.
- Bank For International Settlements (BIS) (2001c), *Press Release*; Basel, Juillet.
- Banque Centrale Européenne (BCE) (1999), "Le rôle international de l'euro", *Bulletin Mensuel*, Frankfurt, Août.
- Banque Centrale Européenne (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 M. Abreu (2000), "O Euro e o Brasil", en da Motta Veiga P. (organizador), *O Brasil e os desafios da globalização*, Sobeet/Relume-Dumará, Rio de Janeiro.
- Bekx, P. (1998): "The Implications of the Introduction of the Euro for non-EU Countries", *Euro Papers*, N° 26, European Commission, Juillet.
- Benassy-Quere A. et B. Mojon (1998), "EMU and transatlantic exchange rate stability", *Document de travail*, N° 98 – 02, CEPII, Paris.
- Benassy-Quere A., B. Mojon et A.-D. Schor (1998), "The international role of the euro", *Document de travail*, N° 98 – 03, CEPII, Paris.
- Benassy-Quere A. y A. Lahreche-Revil (1998), "Pegging the CEEC's currencies to the euro", *Document de travail*, N° 98 – 04, CEPII, Paris.
- Benassy-Quere A. et A. Lahreche-Revil (1999), "L'Euro comme monnaie de référence à l'est et au sud de l'Union européenne", *Revue Economique*, N° 50 – 2, Paris.
- Benassy-Quere A., L. Fontagne et A. Lahreche-Revil (1999), "Exchange-rate strategies in the competition for attracting FDI", *CEPII Working Paper*, N° 99 – 16, CEPII, Paris.
- Benassy-Quere A. et B. Cœuré (2000), "Big and Small Currencies: The Regional Connection", *Document de travail*, N° 10, CEPII, Paris.
- Bergsten F. (1997), "The impact of the euro on exchange rates and international policy co-operation", en Masson P. R., Krueger T. H., Turtelboom B.G. (eds), *EMU and the International Monetary System*, IMF, Washington.
- Boone, L. et M. Maurel (1999): "L'ancrage de l'Europe centrale et orientale à l'Union européenne". *Revue Economique*, vol. 50, N° 6, Paris, Novembre.
- Boyer R. (1998), "An essay on the political and institutional deficits of the euro", miméo, Cepremap, Paris, Août.
- Borrowski D. et C. Couharde (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 ?" en *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", presentado al Encuentro Anual de la Junta de Gobernadores, Paris, Mars.
- Cohen B. (2000), "EMU and the Developing Countries". *Working Papers* N° 177; ONU World Institute for Development Economics Research (ONU/WIDER), Mars.
- CEPAL (2001), *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe*, Santiago de Chile.
- CEPAL (2002a), *Panorama de la inserción internacional de América Latina y el Caribe 2000-2001* (LC/G.2149-P), Mars.
- CEPAL (2002b), *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe, 2001* (LC/G.2178-P), Mai.
- CEPAL (2002c), *Situación y perspectivas 2002* (LC/G.2184-P), Août.
- CEPII (1998), *Compétitivité des nations*, Ed. Economica, Paris.
- Claessens S. (1992), "The Optimal Currency Composition of External Debt: Theory and Applications to Mexico and Brazil", *The World Bank Economic Review*, VI-3.
- Creel J. et H. Sterdiniak (1998), "A propos de la volatilité de l'euro", *Revue de l'OFCE*, Paris, Avril.
- De Boisseau, Ch. (2000), "L'euro et le rééquilibrage du système monétaire et financier international", en *Rapport Moral sur l'Argent dans le Monde 2000*, Paris, Décembre.
- Dekten C. et P. Hartmann (2000), "The Euro and the International Capital Markets", *Working Paper* N° 19; European Central Bank, Frankfurt, Avril.

- Dornbusch R. (1999), “The Euro: Implications for Latin America”, Massachusetts Institute of Technology. Documento preparado para el Banco Mundial, Mars.
- Duisenberg W. (2000), “The International role of the euro”, www.ecb.int, Novembre.
- Durán Lima, J. et R. Maldonado (2003) *La ampliación de la Unión Europea hacia los países de Europa Central y Oriental: una evaluación preliminar del impacto para América Latina y el Caribe*, Serie Comercio internacional, No45, CEPAL, diciembre.
- ECLAC-Washington (2001), “Latin American Issuance – Monthly Information”, Doc EWRFI/37/2001, mimeo.
- ECLAC-Washington (2001a), “Capital Flows to Latin America – First Quarter 2001”, Doc. LC/WAS/R.12.
- 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 D. J. Mathieson (2000), “The currency composition of foreign exchange reserves: Retrospect and prospect”, *IMF Working Paper* (WP/00/131), Washington.
- Escaith H., R. Studart et Ch. Ghymers (2002) *Regional integration and the issue of choosing an appropriate exchange-rate regime in Latin America*, Serie Macroeconomía del desarrollo N° 14, CEPAL.
- Escaith H. et C. Quenan (2003), *Emergencia del euro y sus implicaciones para América Latina y el Caribe* (coordinadores), Serie Macroeconomía del desarrollo N° 20, CEPAL.
- Escaith, H (2004) “La integración regional y la coordinación macroeconómica en América Latina”, *Revista de la CEPAL* No82, Abril pp.55-74.
- Frankel, J.A., S. Schmukler et L. Serven (1999); “Verifiability: a Rationale for the Failure of Intermediate Exchange Rate Regimes” (mimeo).
- Galati G. et Tsatsaronis K. (2001), “The impact of the euro on Europe’s financial markets”, *Working Paper* N° 100, Bank for International Settlements, Juillet.
- Giambiagi F. (1999), “Mercosul: Por que a unificação monetária faz sentido a longo prazo?”, *Ensaio BNDES*, Rio de Janeiro, Décembre.
- Garcia Herrero A. y G. Glockler (2000), “Unilateral Dollarisation versus Regional Monetary Union: Options for Latin America”, Paper prepared for a Strategic Seminar at the CERI, Paris, Novembre.
- Hamour, E. (2000), “Initial Implications of the Introduction of the European Common Currency “The Euro” for the Economies of the OIC Countries”, en *Journal of Economic Cooperation*, vol. 21, N° 1, pp. 115-140.
- Hartmann, Ph. (1996), “The future of the euro as an international currency: a transactions perspective”, *CEP Research reports 20*, Centre for European Policy Studies, Brussels.
- Hau H., W. Killeen, et M. Moore, “The euro as an international currency: explaining puzzling first evidence from the foreign exchange markets”, *Journal of International Money and Finance*, vol. 21 N° 3, North Holland, 2002.
- Heymann D. (1999), “Interdependencias y políticas macroeconómicas: reflexiones sobre el Mercosur”, en Campbell J. (ed), *Mercosur entre la realidad y la utopía*, CEI – Grupo Editor Latinoamericano, Buenos Aires.
- IRELA/BID (1997), “European Monetary Union: Recent Progress and Possible Implications for Latin America and the Caribbean”, documento presentado al Seminario “Single Currency of the European Union – Euro”, Barcelona, Mars.
- 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.
- Laurent, P., N. Meunier, L. Miotti, C. Quenan et V. Seltz (2002) “Dette externe des pays émergents: comment neutralizer la volatilité des monnaies fortes?” présenté au Séminaire international “Hacia Zonas Monetarias Regionales”, CEPAL, Santiago, Mars.
- Levy Yeyati E. et F. Sturzenegger (1999a), “The Euro and Latin America: is EMU a blueprint for Mercosur?”, *Working Paper*, Universidad Totcuato Di Tella, Buenos Aires.

- Levy Yeyati E. et F. Sturzenegger (1999b), "Classifying exchange rate regimes: deeds vs words", *Working Paper*, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.
- Levy Yeyati E. et F. Sturzenegger (1999c), "The Euro and Latin America. Implications of the Euro for Latin America's Financial and Banking Systems", *Working Paper*, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires.
- Levy Yeyati, E. et F. Sturzenegger (2000): "Implications of the euro for Latin America's financial and banking systems", *Emerging Markets Review*, 1, pp. 53-81.
- Mc Cauley R. (1997), "The euro and the dollar", *Essays on International Finance*, N° 205, Princeton University, Novembre.
- Miotti, L., D. Plihon, C. Quenan (2002), *Euro and the financial relations between Latin America and Europe: medium and long-term implications*, Serie Macroeconomía del Desarrollo, N° 13, Economic Development Division, ECLAC, Santiago du Chili, Mars.
- Plihon D. (1994), "Mouvements de capitaux et instabilité monétaire", *Cahier économiques et monétaires* N° 43, Banque de France, Paris.
- Portes, R. (1999), "The Need for a New Forex Market Survey in April 2000", mimeo, cité en Galati G. et Tsatsaronis K., 2001.
- Portes R. et H. Rey (1998), "The emergence of the euro as an international currency", *Economic Policy*, vol. 5.
- Revue Euro (1999), "Euro: la dimension internationale", N° 46, Février.
- Santillan J., Bayle M. et Thygesen C. (2000), "The impact of the euro on money and bond markets". *Occasional Papers Series* N° 1, European Central Bank, Juillet.
- SELA Sistema Económico Latinoamericano (2000), Inversiones extranjeras directas en América Latina y el Caribe, SP / CL / XXVI.O / Di N° 3, Caracas, Octobre.
- SELA (1998), "El impacto del euro en América Latina", *Capitulos*, N° 54 (varios autores), Sistema Económico Latinoamericano (SELA), Caracas, Juillet – Septembre.
- Seltz, V. (2003) "Yuan: China won't bend easily", *CDC-IXIS Emerging Markets Flash*, N° 2003-12 Septiembre.
- Tavlas G. (1991), "On the international use of currencies: The case of the Deutsche Mark", Princeton University, *Essays on International Finance*, N° 181, Mars.
- Teiletche J. (2001), "La parité euro/dollar durant les décennies 80 et 90: peut-on trouver une spécification raisonnable et à quel horizon?", *Etude*, CDC, Paris.
- Thygesen, N. (1995), "International currency competition and the future role of the single European currency", *Kluwer Law International*, The Hague.
- Williamson J. (1983), "The exchange Rate Systems", Institute for International Economics.
- Williamson J. (1994), "Estimating Equilibrium Exchange Rates", Institute for International Economics, Washington, D. C.
- Zahler R. (1999), "The euro and its effect on the economy and the integration of Latin America and the Caribbean", presentado al Encuentro Anual de la Junta de Gobernadores, IDB, Paris, Mars.



Serie

CEPAL

estudios y perspectivas

 OFICINA
 SUBREGIONAL
 DE LA CEPAL
 EN
 MÉXICO

Numéros publiés

1. Un análisis de la competitividad de las exportaciones de prendas de vestir de Centroamérica utilizando los programas y la metodología CAN y MAGIC, Enrique Dussel (LC/L.1520-P; (LC/MEX/L.458/Rev.1)), N° de venta: S.01.II.G.63, 2001. [www](#)
2. Instituciones y pobreza rurales en México y Centroamérica, Fernando Rello (LC/L.1585-P; (LC/MEX/L.482)), N° de venta: S.01.II.G.128, 2001. [www](#)
3. Un análisis del Tratado de Libre Comercio entre el Triángulo del Norte y México, Esteban Pérez, Ricardo Zapata, Enrique Cortés y Manuel Villalobos (LC/L.1605-P; (LC/MEX/L.484)), N° de venta: S.01.II.G.145, 2001. [www](#)
4. Debt for Nature: A Swap whose Time has Gone?, Raghendra Jha y Claudia Schatan (LC/L.1635-P; (LC/MEX/L.497)), Sales N° E.01.II.G.173, 2001. [www](#)
5. Elementos de competitividad sistémica de las pequeñas y medianas empresas (PYME) del Istmo Centroamericano, René Antonio Hernández (LC/L.1637-P; (LC/MEX/L.499)), N° de venta: S.01.II.G.175, 2001. [www](#)
6. Pasado, presente y futuro del proceso de integración centroamericano, Ricardo Zapata y Esteban Pérez (LC/L.1643-P; (LC/MEX/L.500)), N° de venta: S.01.II.G.183, 2001. [www](#)
7. Libre mercado y agricultura: Efectos de la Ronda Uruguay en Costa Rica y México, Fernando Rello y Yolanda Trápaga (LC/L.1668-P; (LC/MEX/L.502)), N° de venta: S.01.II.G.203, 2001. [www](#)
8. Istmo Centroamericano: Evolución económica durante 2001 (Evaluación preliminar) (LC/L.1712-P; (LC/MEX/L.513)), N° de venta: S.02.II.G.22, 2002. [www](#)
9. Centroamérica: El impacto de la caída de los precios del café, Margarita Flores, Adrián Bratescu, José Octavio Martínez, Jorge A. Oviedo y Alicia Acosta (LC/L.1725-P; (LC/MEX/L.517)), N° de venta: S.02.II.G.35, 2002. [www](#)
10. Foreign Investment in Mexico after Economic Reform, Jorge Máttar, Juan Carlos Moreno-Brid y Wilson Peres (LC/L.1769-P; (LC/MEX/L.535-P)), Sales N° E.02.II.G.84, 2002. [www](#)
11. Políticas de competencia y de regulación en el Istmo Centroamericano, René Antonio Hernández y Claudia Schatan (LC/L.1806-P; (LC/MEX/L.544)), N° de venta: S.02.II.G.117, 2002. [www](#)
12. The Mexican Maquila Industry and the Environment; An Overview of the Issues, Per Stromberg (LC/L.1811-P; (LC/MEX/L.548)), Sales N° E.02.II.G.122, 2002. [www](#)
13. Condiciones de competencia en el contexto internacional: Cemento, azúcar y fertilizantes en Centroamérica, Claudia Schatan y Marcos Avalos (LC/L.1958-P; (LC/MEX/L.569)), N° de venta: S.03.II.G.115, 2003. [www](#)
14. Vulnerabilidad social y políticas públicas, Ana Sojo (LC/L.2080-P; (LC/MEX/L.601)), N° de venta: S.04.II.G.21, 2004. [www](#)
15. Descentralización a escala municipal en México: La inversión en infraestructura social, Alberto Díaz Calleros y Sergio Silva Castañeda (LC/L.2088-P; (LC/MEX/L.594/Rev.1)), N° de venta: S.04.II.G.28, 2004. [www](#)
16. La industria maquiladora electrónica en la frontera norte de México y el medio ambiente, Claudia Schatan y Liliana Castilleja (LC/L.2098-P; (LC/MEX/L.585/Rev.1)), N° de venta: S.04.II.G.35, 2004. [www](#)
17. Pequeñas empresas, productos étnicos y de nostalgia: Oportunidades en el mercado internacional (LC/L.2096-P; (LC/MEX/L.589/Rev.1)), N° de venta: S.04.II.G.33, 2004. [www](#)
18. El crecimiento económico en México y Centroamérica: Desempeño reciente y perspectivas (LC/L.2124-P; (LC/MEX/L.611)), N° de venta: S.04.II.G.48, 2004. [www](#)
19. Emergence de l'euro: implications pour l'Amérique Latine et les Caraïbes (LC/L.2131-P; (LC/MEX/L.608)), N° de venta: F.04.II.G.61, 2004. [www](#)

- Les publications qui sont en vente devront être sollicitées à la Bibliothèque du Siège Sous-régional de la CEPAL au Mexique, Presidente Masaryk N° 29, 11570, México, D. F., Fax (52) 55-31-11-51, biblioteca.cepal@un.org.mx
- **www:** Également disponible sur Internet: <http://www.cepal.org.mx>

Nom:
Profession:
Address:
Code postal, ville, pays:
Tél.: Télécopie: Courriel: