

## LE YEN, MONNAIE DE FACTURATION ?

FRANÇOIS HADA \* ET BENJAMIN SAHEL \*\*

L'un des facteurs déterminants de la formation des zones monétaires est la structure du commerce extérieur des pays concernés. Cet effet est examiné dans le cadre d'une modélisation simple des coûts liés aux transactions commerciales internationales, notamment relatifs aux opérations de change. Le modèle envisagé permet d'explorer les effets de l'approfondissement de la liquidité des marchés des changes, des changements éventuels de régime sur ces marchés, ainsi que de la coordination monétaire entre pays. Pour les calculs, l'exemple de quatre pays d'Asie du Sud-Est a été retenu afin d'examiner la dualité entre dollar et yen comme devise de libellé des opérations. Les autres facteurs possibles de formation des zones monétaires sont ignorés dans le cadre proposé. Ne sont notamment pas pris en compte : le lien entre solvabilité et déséquilibre éventuel des échanges ; la relation entre niveau des taux de change et compétitivité externe ; le problème de la corrélation entre cycles économiques des économies concernées ; etc. Enfin, dans le modèle proposé, les entreprises et les banques sont supposées considérer les éventuels arrangements institutionnels relatifs à l'alignement des devises sur le dollar comme exogènes à leurs propres décisions.

105

### *Description de la problématique*

Une zone monétaire regroupe des pays partageant une monnaie commune. Ces pays ne libellent alors leurs échanges internationaux qu'à l'aide d'une seule monnaie, une monnaie internationale. Toutefois, le concept de monnaie internationale reste pour le moins vague. En effet, l'usage d'une devise en dehors de son pays émetteur ne concerne le plus souvent que quelques marchés ou quelques secteurs, sans que cet emploi soit jamais uniforme ni qu'il touche plus qu'un nombre restreint d'acteurs.

\* Ministère de l'Économie et des Finances, Direction des relations économiques extérieures.

\*\* Institut monétaire européen, Département monétaire, économie et statistiques, Division Phase III.  
Cet article n'engage que ses auteurs. Il a été préparé pendant que le second auteur travaillait encore à la Commission bancaire.

*Le choix d'une monnaie véhiculaire*

Pour Tavlas (1990), la facturation est un facteur clef de l'internationalisation d'une monnaie. En effet, selon la *Loi de Grassman*, l'exportateur impose en principe sa devise dans la dénomination du contrat (Grassman, 1973 ; Page, 1977 ; Carse, Williamson & Wood, 1980). Une devise ne saurait cependant accéder au statut de monnaie internationale sans être adossée à un marché financier profond, et ce, quel que soit le degré d'industrialisation du pays émetteur.

Lorsque le nombre de devises employées pour les échanges internationaux est important, le prix moyen du bien échangé peut s'écarter de ses déterminants économiques « fondamentaux » compte tenu de la part dans ce prix imputable au risque de change. Un pays engagé dans des transactions commerciales avec plusieurs autres pays peut par conséquent réaliser des économies d'échelle à mesure que le nombre de devises de facturation utilisées diminue. La concentration observée actuellement autour de quelques grandes devises de facturation résulte en partie de ce mécanisme. Elle est aussi révélatrice d'une hiérarchie mondiale des nations commerçantes.

*Mimétisme et effet de réseau*

106

Le choix d'une monnaie de transaction n'est cependant pas nécessairement fondé uniquement sur de tels critères objectifs. Divers phénomènes de mimétisme viennent influencer le choix d'une monnaie. Un agent choisira en effet d'opter pour une devise pour libeller ses échanges extérieurs s'il sait que d'autres font ou feront de même. Selon ce mécanisme d'imitation, si tous les agents facturent leurs transactions à l'aide de la même devise, il est peu probable que l'un d'entre eux décide seul et contre tous de changer pour une autre devise : chaque agent tient compte des intentions et des actes des autres selon un schéma voisin de celui de la version répétitive du dilemme du prisonnier.

*Auto-renforcement du statut de monnaie internationale*

L'internationalisation d'une devise relève aussi de mécanismes d'auto-renforcement de son statut. Autrement dit, une monnaie qui bénéficie du titre de monnaie internationale doit, en toute rigueur, renforcer sa position. En effet, en raison des coûts fixes de la conversion monétaire, l'impact de la taille d'un marché financier est un élément clef qui agit comme une externalité dynamique (Krugman, 1980). Une monnaie « dominante » (dollar américain, deutschemark) devrait donc mécaniquement renforcer sa position simplement à mesure qu'elle est utilisée. Ainsi, l'usage du dollar américain pour les transactions pétrolières joua de manière décisive en faveur de son statut international dans les années 1970 (Krugman, 1980).

L'auto-perpétuation de la position dominante d'une monnaie contient néanmoins sa propre contradiction. Le processus de concentration autour d'une devise internationale, par exemple le dollar, peut en effet avoir un impact indésirable sur les comptes du pays émetteur, en l'occurrence les Etats-Unis, notamment sur la balance de ses paiements extérieurs.

### *Une mesure du coût d'usage d'une monnaie*

L'objectif du modèle proposé est de permettre d'évaluer le gain ou la perte, *toutes choses égales par ailleurs*, résultant de l'utilisation du yen plutôt que du dollar pour les échanges entre pays de l'Asie du Sud-Est et entre ces pays et le Japon<sup>1</sup>.

Le format de modélisation adopté fait intervenir, outre les entreprises, les agents souvent intermédiaires pour les opérations de change réalisées à l'occasion des transactions commerciales internationales, c'est-à-dire les banques. Celles-ci supportent en effet une partie des risques liés aux fluctuations des cours de change. L'équation de demande de monnaie au niveau agrégé dépend donc des volumes nets et bruts des échanges commerciaux par zone monétaire au travers, parmi d'autres éléments, d'une mesure du risque de change multi-devises. Cette mesure du risque de change est effectuée à l'aide de la méthode opérationnelle classique utilisée par les banques, adaptée aux positions non optionnelles de change, à savoir une méthode de variance-covariance dans le cadre d'un modèle simple de *Value at Risk*.

107

### *Importance relative du risque de marché par rapport aux autres types de risques dans les opérations de change liées au commerce extérieur*

La conclusion d'opérations de change liées aux échanges commerciaux extérieurs, lorsque ceux-ci sont au moins pour partie libellés en devises, conduit à prendre divers risques, à savoir un risque de marché, un risque de règlement et un risque de crédit. Le risque de marché, lié notamment au niveau des positions en devises et à la maturité des opérations, résulte des fluctuations des cours de change entre les devises et la monnaie domestique ainsi que des variations des taux d'intérêt avant l'échéance des opérations. Le risque de règlement résulte quant à lui de la possibilité de défaillance de l'une des banques impliquée dans la transaction lorsque les paiements ne sont pas complètement simultanés. Enfin, le risque de crédit est lié à la défaillance possible de la contrepartie commerciale entre deux des trois dates correspondant à la signature du contrat commercial, au paiement et à la livraison.

---

1. Le dollar reste en effet la monnaie de facturation utilisée pour environ 60 % des échanges japonais.

L'importance relative des risques de marché, de règlement et de crédit peut varier notablement en fonction de facteurs tels que la volatilité des marchés dans un pays donné, le niveau de sécurité atteint par les systèmes de règlement des opérations en devises de ce pays, ainsi que le type de partenaires commerciaux des entreprises locales, à savoir notamment leur qualité de signature. Supposons que les systèmes de règlement des pays examinés sont suffisamment sûrs pour que le risque de règlement puisse être considéré comme de second ordre : si tel n'était pas le cas, les agents économiques devraient s'attacher à augmenter la sécurité des systèmes de règlement avant de considérer les avantages liés à un changement éventuel de devise pour les échanges commerciaux. Supposons en outre que les partenaires commerciaux soient suffisamment nombreux et divers pour que le risque de crédit soit très dilué au niveau de l'ensemble de l'économie. Sous ces deux hypothèses, il est justifié de privilégier l'examen des effets dus au risque de marché.

*Importance relative des risques de change et de taux dans les risques de marché liés aux opérations de change*

Le risque de marché comprend deux composantes, à savoir un risque de change et un risque de taux d'intérêt. L'importance relative de ces deux risques pour une entreprise donnée peut varier selon la stratégie de couverture retenue. Soit par exemple le cas d'une couverture totale du risque de change à l'aide de contrats d'échange de devises au comptant et à terme (swaps de change) : dans le cas d'une telle couverture à valeur nette nulle, l'augmentation du risque de taux d'intérêt vient compenser la baisse du risque de change. La stratégie de couverture retenue se reflète par ailleurs dans les ordres passés par l'entreprise auprès de sa banque. Supposons que les entreprises cèdent régulièrement leur risque de change à leurs banques sur la base de l'estimation de leurs échanges commerciaux futurs à un horizon fixe, par exemple un an. Au-delà de cet horizon, les entreprises préfèrent assumer elles-mêmes un risque de toute façon difficilement quantifiable, non seulement en raison du caractère imprévisible des évolutions des marchés, mais aussi du fait de l'incertitude affectant leurs propres opérations commerciales futures, en volume, en prix et en termes de zone géographique de provenance ou de destination.

En accord avec cette hypothèse relative à l'horizon décisionnel des entreprises pour la gestion du risque de marché induit, il est possible de considérer comme équivalente à la situation réelle une situation où les banques supportent l'ensemble des risques de marché, sous la forme d'un risque de change lié à la position de change prévisible cumulée sur un an. Si les facteurs d'actualisation sont simplement pris égaux à 1 jusqu'à un an, cette position de change est égale au net des exportations

et des importations anticipées. Nous supposons enfin que la durée d'exposition au risque de change, qui dépend de la capacité d'ajustement des prix extérieurs par les entreprises ainsi que de la durée moyenne entre la signature des contrats commerciaux fixant les prix et les transactions effectives, est identique dans les divers pays d'Asie du Sud-Est considérés. L'effet d'une différence éventuelle, considéré comme négligeable pour les besoins de la présente étude, devrait néanmoins être pris en compte dans une optique d'estimation plus précise du risque de change.

#### *Estimation des coûts liés aux opérations de change*

Le coût lié aux opérations de change commerciales peut être scindé en deux composantes, à savoir le coût, dont on a fait l'hypothèse qu'il était supporté *in fine* par les banques, lié au risque de change encouru, d'une part, et d'autre part le coût lié aux transactions de change elles-mêmes. Connaissant le risque de change estimé, il est possible d'évaluer la première composante sur la base du coût marginal du capital pour les banques, en supposant que le risque de change est entièrement couvert, sur le plan analytique et pour les besoins de la gestion interne des risques dans les banques, par du capital : soit coût du risque de change = coût du capital  $\times$  risque de change. Dans cette formule, le risque de change est une fonction de la somme algébrique exportations moins importations par devise. Une spécification usuelle simple de cette fonction, comme racine carrée d'une composition quadratique des soldes extérieurs par devise, a été retenue pour les calculs (en termes généraux, la non linéarité du coût du risque de change résulte des corrélations partielles entre devises).

109

Pour les besoins de l'étude, la seconde composante du coût lié aux transactions de change, c'est-à-dire le coût des transactions de change elles-mêmes, est représentée à l'aide des fourchettes moyennes de cotation des taux de change constatées pour chaque devise dans les pays concernés. L'assiette des coûts des transactions de change est prise égale à la somme simple des exportations et des importations, c'est-à-dire l'indicateur habituel du volume des échanges extérieurs.

En définitive, les coûts sont représentés à l'aide de la somme d'une fonction non linéaire des soldes extérieurs par devise (coût du risque de change) et d'une fonction linéaire des volumes des échanges extérieurs par devise (coût des transactions), ce que représente l'équation<sup>2</sup> suivante :  $C = c_K R_{X-M} + c_T \cdot (X + M)$ . Le gain ou la perte résultant de

2. Dans la formule, X et M sont respectivement les exportations et les importations, par devise ;  $c_K$  est le coût du capital et  $R_{X-M}$  le risque de change ; enfin,  $c_T$  est le coût des transactions. En pratique, le coût des transactions dépend du volume global des transactions effectuées sur le marché des changes considéré (Hartmann, 1996).

l'utilisation du yen plutôt que du dollar est simplement la différence entre les valeurs prises par la fonction de coût dans les deux scénarios possibles : *statu quo* ou passage du dollar au yen.

Le modèle présenté permet ainsi d'avoir une vue de la relation économique entre plusieurs acteurs différents, par exemple une entreprise coréenne, ses fournisseurs japonais, ses clients thaïlandais et américains, ainsi que la ou les banques réalisant pour l'entreprise coréenne les opérations de change won contre yen et contre dollar. Dans cet exemple, les opérations de change won contre yen considérées ne servent que pour une partie des transactions avec les fournisseurs japonais, le dollar étant aussi utilisé.

### *Les données utilisées*

Quatre pays ont été étudiés : la Corée du Sud, Taiwan, la Malaisie et la Thaïlande. L'examen de Hongkong et de la Chine (hors Hongkong) ne semble devoir être le plus intéressant que dans un cadre où l'émergence future possible d'une devise chinoise continentale forte, ou de deux devises chinoises continentales fortes et liées entre elles, est prise en compte<sup>3</sup>.

110

### *Données de marché*

Les bases de données historiques et quotidiennes de Reuters ont été utilisées. Trois types de données de marché sont nécessaires.

— Historiques de taux de change contre dollar et contre yen pour chacune des quatre monnaies considérées :

Ces historiques permettent d'estimer des écarts-types des variations des taux de change ainsi que les corrélations entre variations de taux de change. La fonction risque de change est ainsi déterminée à partir de la matrice de variance-covariance estimée des variations des taux de change contre dollar et contre yen. Dans les estimations, il est tenu compte du possible changement de régime lié aux forts mouvements enregistrés depuis quelques mois sur les marchés des changes des pays considérés.

— Historiques des fourchettes de cotation de ces taux de change :

Le niveau moyen historique des fourchettes de cotation, estimé sur une année pour les besoins de l'étude, est un indicateur du coût moyen des opérations de change effectuées par les banques (ainsi que, le cas échéant, par l'organisme gérant les réserves de change) avec leurs contreparties extérieures.

— Taux de rendement moyen des emprunts d'État (ou du secteur public ou quasi-public dans le cas de la Malaisie) pour les échéances voisines de dix ans :

3. Dans un cadre plus large, il conviendrait également de tenir compte de l'Indonésie, des Philippines, de Singapour et de l'Inde.

Ces taux de rendement sont pris comme indicateurs du coût moyen minimum du capital pour les banques. Celui-ci peut par conséquent être sous-évalué par rapport à la réalité en raison de l'existence d'un écart positif entre rendements des obligations bancaires et obligations d'Etat. Cette sous-évaluation est patente pour les pays dont le système bancaire est jugé fragile dans la période actuelle, à savoir la Thaïlande et la Corée du Sud, au moins sur le court terme.

#### *Données sur le commerce extérieur*

Les données utilisées proviennent de la base Chelem gérée par le CEPII, qui décrit pour chaque pays les flux annuels d'importations et d'exportations en provenance ou à destination de l'ensemble des autres pays. Les données utilisées sont résumées dans le tableau suivant, pour l'année 1995, qui sert de point de départ :

Tableau 1 :  
*Flux extérieurs (millions de dollars)*

vers \ de	sUSD	nsUSD	Japon JPY	Corée	Taiwan	Malaisie	Thaïlande
sUSD	239 499	579 437	56 449	33 887	34 528	28 674	16 323
nsUSD	503 959	3 750 965	120 745	91 182	76 838	41 887	35 023
Japon JPY	25 129	97 377	0	7 067	5 938	3 958	3 791
Corée	28 756	115 187	13 058	0	2 991	2 407	895
Taiwan	30 808	82 415	11 985	4 368	0	2 828	1 421
Malaisie	30 254	43 786	6 736	2 982	2 908	0	1 826
Thaïlande	25 513	50 354	7 943	2 475	3 086	3 046	0

111

Dans ce tableau, les entités sUSD et nsUSD désignent respectivement :

— sUSD : échanges libellés en dollar susceptibles d'être libellés en yen dans un avenir proche ; pour les besoins de l'étude, nsUSD regroupe les échanges avec chacun des nouveaux pays industrialisés d'Asie ainsi que les échanges avec le Japon libellés en dollar ;

— nsUSD : ensemble des échanges libellés en dollar hors sUSD, c'est-à-dire principalement les échanges avec les Etats-Unis et avec le reste du monde, notamment l'Europe et la Chine continentale. En pratique, pour les besoins de l'étude, le commerce de chaque pays avec le reste du monde a été partagé en trois composantes : sUSD, nsUSD et la part libellée en yen du commerce avec le Japon (Japon JPY dans le tableau).

On remarquera le poids des Etats-Unis comme destinataire ou comme fournisseur de biens. L'usage du dollar semble donc devoir naturelle-

ment prédominer. Toutefois, la croissance du commerce interne à la zone asiatique vient nuancer cette domination de la devise américaine. Les progrès de l'intégration commerciale de cette zone sont en effet notables, comme le montre l'examen des taux de croissance moyens observés entre 1990 et 1995, à savoir :

Tableau 2 :  
*Taux de croissance des flux extérieurs (pourcentage)*

vers \ de	sUSD	nsUSD	Japon JPY	Corée	Taiwan	Malaisie	Thaïlande
sUSD	16	12	15	18	16	17	23
nsUSD	10	6	7	13	9	22	18
Japon JPY	12	7	—	8	13	15	20
Corée	13	14	12	—	16	10	15
Taiwan	16	13	14	25	—	24	27
Malaisie	24	23	25	33	21	—	23
Thaïlande	16	17	17	20	17	24	—

Il est important de noter que les exportations du Japon croissent plus rapidement lorsqu'elles sont à destination asiatique que lorsqu'elles sont écoulées sur le marché américain. Ce recentrage du Japon vers le continent asiatique pourrait être décisif à l'avenir dans le choix d'une monnaie de facturation. Mais surtout, c'est l'intégration croissante des pays de la région, notamment de ceux qui sont membres de l'ASEAN, qui transparaît dans ce tableau, avec des taux de croissance des exportations de ces pays vers leurs voisins bien supérieurs aux chiffres concernant les échanges avec les Etats-Unis.

### **Résultats obtenus**

#### *Effets des conditions de marché globales*

Les valeurs des écarts-types et des corrélations des variations quotidiennes des cours de change du dollar et du yen dans chacun des pays considérés, estimées avant le début des forts mouvements enregistrés sur les marchés des changes de la région depuis l'été 1997, sont les suivantes :

Tableau 3 :  
(en pourcentage)

*Corée*

Ecart-types		Corrélation	
USD	0,28		USD
JPY	0,55	JPY	0,48

*Taiwan*

Ecart-types		Corrélation	
USD	0,14		USD
JPY	0,48	JPY	0,15

*Malaisie*

Ecart-types		Corrélation	
USD	0,15		USD
JPY	0,48	JPY	0,14

*Thaïlande*

Ecart-types		Corrélation	
USD	0,10		USD
JPY	0,43	JPY	-0,46

Sur la base de ces estimations, qui peuvent être relativement imprécises compte tenu du caractère très simple du modèle statistique utilisé, il apparaît que les écarts-types du yen sont supérieurs à ceux du dollar. Cette configuration n'est pas nécessairement stable puisqu'on a pu observer, lors de la crise de change en Asie, que les écarts-types du yen ont clairement moins fortement augmenté que ceux du dollar ; la Corée fait exception puisque l'écart-type du dollar a diminué, jusqu'à devenir parfois inférieur à celui du yen<sup>4</sup>.

*Effets de la profondeur et de la liquidité du marché des changes local*

Dans le modèle, le degré de développement des marchés des changes est traduit par le coût estimé des transactions de change. Ce coût est supposé identique pour les transactions en dollar et en yen, sur la base des largeurs habituellement constatées des fourchettes de cotation de

4. Au cours de la crise de change, les corrélations entre yen et dollar ont aussi augmenté ; le cas extrême est celui de la Thaïlande, où la corrélation approche 1 alors qu'elle était négative avant la crise ; en Corée du Sud toutefois la corrélation en yen et dollar diminue.

ces deux devises dans les pays considérés. L'assiette globale de ce coût correspondant au volume total du commerce extérieur, son niveau est par conséquent sans effet sur la décision de changer de monnaie.

Les montants des coûts liés aux transactions de change sont néanmoins importants et souvent d'un ordre de grandeur supérieur à celui des coûts liés au risque de change<sup>5</sup>, même si l'on considère les effets d'une baisse tendancielle des coûts unitaires qui convergeraient vers les niveaux moyens des marchés des changes les plus développés :

Tableau 4 :  
*Coûts liés aux opérations de change (millions de dollars)*

	Coût du risque			
	Corée	Taiwan	Malaisie	Thaïlande
Statu quo	47	19	9	18
Passage au yen	44	9	13	40
Coût des transactions	492	170	62	69

Les coûts des transactions de change peuvent cependant varier en fonction du choix du dollar ou du yen comme monnaie commune des échanges commerciaux en Asie du Sud-Est, parce que :

— les coûts unitaires peuvent diverger entre la monnaie la plus communément utilisée et les autres monnaies, sans que cela apparaisse dans les largeurs des fourchettes de cotation ;

— les fourchettes de cotation n'étant généralement valables que pour des opérations d'un montant limité inférieurement et/ou supérieurement, elles peuvent ne pas refléter exactement les coûts de change réellement supportés par les entreprises, notamment par rapport à la taille moyenne des opérations effectuées selon qu'il s'agit du yen (fourniture de machines chères à l'unité, par exemple) ou du dollar (ventes fréquentes de composants électroniques pour un assez petit montant à chaque fois, par exemple) : les coûts unitaires des opérations de montant élevé sont relativement plus faibles ;

— les coûts réels peuvent s'écarter des coûts habituels pour une entreprise effectuant souvent des opérations de montants assez facilement prévisibles auprès de la même banque, cette banque s'efforçant en effet de développer une relation commerciale fructueuse. Il est ainsi concevable que les coûts de transactions appliqués à la devise la plus communément utilisée soient en pratique inférieurs, pour les entreprises, à leur valeur moyenne sur le marché ;

5. Ces derniers sont estimés sur la base d'une durée d'exposition moyenne supposée au risque de change égale à trois mois.

— l'assiette des coûts de transaction ne correspond pas nécessairement au volume brut total des échanges extérieurs, parce que certaines entreprises effectuent leurs opérations en fonction de la valeur nette à payer ou à recevoir dans une devise, lorsqu'elles sont à la fois importatrices et exportatrices. Il faut donc tenir compte du morcellement relatif réel des opérations effectuées, qui a été supposé maximal au travers du choix de l'indicateur  $X + M$ , par souci de simplification : l'assiette des coûts de transaction est donc surestimée.

Par conséquent, le niveau des coûts de transaction est en réalité sensible au choix du dollar ou du yen. Cet effet produit une incitation, pour chaque entreprise, à rééquilibrer les soldes extérieurs par devise. L'avantage comparatif du yen par rapport au dollar dans les échanges des pays d'Asie du Sud-Est entre eux et avec le Japon est au total rehaussé lorsque les coûts de transactions sont pris en compte de manière plus fine.

#### *Vers une remise en cause de l'usage du dollar ?*

L'évolution des coûts liés aux opérations de change commerciales a été évaluée, pour chaque pays, sur la base des données sur les échanges commerciaux de 1995, en simulant divers scénarios possibles d'évolution des échanges. Les scénarios aléatoires examinés correspondent à des niveaux de croissance compatibles avec ceux observés dans le passé, sous la contrainte que le déséquilibre des échanges de chaque pays reste contenu dans des limites raisonnables, à la fois en global et par rapport à chacune des grandes zones géographiques.

En examinant ces divers scénarios, on observe que :

— à l'heure actuelle, la Corée du Sud et Taiwan auraient un léger avantage à utiliser le yen pour la partie des échanges avec le Japon jusqu'alors libellée en yen, ainsi que pour les échanges avec les nouveaux pays industrialisés d'Asie (échanges « sUSD ») ; dans les divers scénarios, cet avantage augmente jusqu'à représenter à l'horizon de dix ans une part importante des coûts totaux (entre 5 et 20 %) ;

— la Malaisie aurait encore un léger avantage à conserver le dollar ; passer au yen devient toutefois rapidement avantageux, d'ici trois ans au plus ;

— la Thaïlande n'aurait pas avantage à passer au yen dans les conditions de marché antérieures à la crise ; dans les conditions actuelles, qui sont néanmoins probablement transitoire, sachant de plus que les mouvements de grande ampleur sont observés sur des durées courtes, la Thaïlande serait quasi-indifférente entre passer au yen dans un avenir proche et maintenir le *statu quo*, les écarts de coût restant limités.

*Effets de la coordination monétaire entre pays d'Asie du Sud-Est*

Il manque bien entendu à cette étude bien des éléments. Le choix en particulier de ces quatre pays peut sembler quelque peu arbitraire. Mais surtout la prise en compte des décisions et actions des pays voisins devrait être intégré dans le choix de chaque pays. Or si la crise a produit plusieurs effets, il semble qu'elle ait au moins décidé les autorités locales à examiner les avantages de la création d'un Fonds de stabilisation. S'agit-il pour autant du prémisses d'une coordination de la politique de change, dont les structures existent pour l'heure à l'état embryonnaire? Selon les évolutions de cette coopération, la structure de la demande de monnaie pour transaction pourrait être modifiée de manière conséquente.

Il existe en effet deux façons d'aborder, à un niveau agrégé, le problème de l'évolution de la demande de monnaie étrangère pour les transactions commerciales peuvent être considérées :

— cas, examiné jusqu'ici, d'un pays hésitant entre deux devises de référence et faisant face à trois types de contreparties : celles qui peuvent imposer leur choix de la première devise (échanges « nsUSD »), celles qui peuvent imposer leur choix de la seconde (partie libellée en yen des échanges avec le Japon), et enfin ceux qui s'aligneront sur son propre choix (échanges « sUSD ») ;

— cas de deux pays ayant le même dilemme mais considérant chacun le choix de l'autre dans leur modèle de décision (situation probablement plus proche de la réalité).

L'examen comparé des deux situations permet de montrer l'effet de la multiplicité des acteurs et de l'interaction entre leurs décisions. Dans la seconde configuration, la coordination entre pays permet en effet d'avancer dans le temps le passage au yen lorsque ces pays ont des échanges relativement importants, et en forte croissance, entre eux et avec le Japon.

## RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Aglietta, M. & Deusy-Fournier, P., *Internationalisation des monnaies et organisation du système monétaire*, La Revue du CEPII, Economie Internationale, no. 59, 1994.
- Basle Committee on Banking Supervision, *Amendment to the Capital Accord to Incorporate Market Risks*, janvier 1996.
- Baumol W. J., *The Transactions Demand For Cash : An Inventory Theoretic Approach*, Quaterly Journal Of Economics, novembre 1952, pages 545 - 556.
- Bayoumi, Tamim, *A Formal Model of Optimum Currency Areas*, International Monetary Fund working paper, Research Department, avril 1994.

- Black S. W., *International Money And International Monetary Arrangements*, Handbook Of International Economics, vol. 2, chapitre 22.
- Boissieu, C. de, *Concurrence entre monnaies et polycentrisme monétaire*, in «International Monetary And Financial Integration : The European Dimension», D. E. Fair & C. de Boissieu, Kluwer Academic Publishers, 1988.
- Carse, S., J. Williamson & G. Wood, *The Financing Procedures of British Foreign Trade*, Cambridge University Press, London, 1980.
- Chrystal, K. A., *On the Theory of International Currency*, Department of Economics Working Paper Series no. 147, University Of California, 1980.
- Frost, P. A., *Banking Services, Minimum Cash Balances and the Firm Demand for Money*, Journal of Finance, December 1970, pages 1029 - 1039.
- Ghosh & Wolf, *How Many Moneys ?*, NBER working paper no. 4805, 1994.
- Grassman, S., *A Fundamental Symmetry in International Payments Patterns*, Journal of International Economics, 1973
- Hartmann, Philip, *Trading volumes and transactions costs in the foreign Exchange Market, evidence from daily dollar-yen spot data*, LSE, Financial Market, ESRC discussion paper n° 232, janvier 1996.
- Jones, R. A., *The Development of Media of Exchange*, Journal of Political Economy, pages 757 - 775, 1976
- Krugman, P., *Vehicle Currencies and the Structure of International Exchange*, Journal of Money, Credit and Banking, vol. 12, no. 3, août 1980.
- Krugman, P., *The International Role of The Dollar : Theory and Prospect*, in J. F. O. Bilson & R. C. Marton, «Exchange Rate Theory And Practice», University Of Chicago Press, Chicago, 1984.
- Krugman, P., *What do we Need to Know about the International Monetary System ?*, Essays in International Finance no. 190, Princeton University, New Jersey, juillet 1993.
- Lewis, K. K., *Puzzles In International Financial Markets*, Handbook of International Economics, vol. 3, chapitre 37.
- Miller, M. H. & D. Orr, *A Model of the Demand by Firms*, Quarterly Journal of Economics, August 1966, pages 413 - 435.
- Mundell, R. A., *A Theory of Optimum Currency Areas*, The American Economic Review, vol. 51, 1961.
- Obstfeld, M., *International Currency Experience : New lessons and Lessons Relearned*, Brookings Papers, no. 1, 1995.
- Page, S. A. B., *Currency Invoicing in Merchandise Trade*, National Institute Economic Review, 1977.
- Tavlas, George S., *The « New » Theory of Optimum Currency Areas*, International Monetary Fund Staff Papers, 1993.
- Tobin, J., *The Interest Rate Elasticity of Transactions Demand for Cash*, Quarterly Journal of Economics, May 1966, pages 314 - 324.
- Yoshihide, Ishiyama, *The Theory of Optimum Currency Areas : A Survey*, International Monetary Fund Staff Papers, 1994.