

quelle mesure la facturation des opérations commerciales à l'étranger passera du dollar américain à l'euro en Europe, ce qui aurait pour effet de soulager les producteurs européens d'une partie des risques de change à court terme.

Une période de transition assez longue est prévue entre la date de mise en oeuvre de l'UEM (1<sup>er</sup> janvier 1999), d'une part, et l'émission finale des billets de banque en euros ainsi que le retrait des monnaies nationales, d'autre part. Quel serait le mode de gestion des taux de change durant cette période? On pourrait s'attendre à ce que les banques, pour les petites opérations, continuent d'offrir un cours acheteur-vendeur établi en fonction des taux de change fixés irrévocablement, alors que la plupart des grandes opérations s'effectueront de plus en plus souvent en euros, tout comme la compensation bancaire et les opérations sur le marché monétaire. On ne sait pas exactement comment les banques en Europe et à l'étranger considéreraient les positions longues et courtes qui figurent à leur bilan et qui sont libellées en monnaies nationales durant la transition : si elles les assimilent toutes à des positions libellées en euros, tout va bien. Par contre, si le bruit courait qu'un ou plusieurs participants à l'UEM envisageaient de se retirer, les monnaies nationales européennes pourraient retrouver une identité distincte sur les marchés. Les taux de change pourront rester irrévocablement fixes seulement si les gros protagonistes du marché les considèrent ainsi.

### 3. Les marchés obligataires

La convergence des taux d'intérêt nationaux dans le cas des monnaies des pays de l'UEM représente la principale caractéristique des marchés obligataires européens à l'heure actuelle. Les taux convergeront à un niveau (à l'exclusion des primes relatives à la solidité du crédit) le jour de la mise en oeuvre, probablement le 1<sup>er</sup> janvier 1999. Les participants des marchés euroobligataires favorisent ce processus en procédant à des opérations d'arbitrage entre différents marchés d'après leur adhésion éventuelle à l'UEM, d'une part, ainsi qu'entre diverses monnaies et l'écu, d'autre part, celui-ci étant échangé contre l'euro au pair.

Le nouveau marché des euro-obligations présente une caractéristique particulière : il n'y aura pas d'émetteur de référence qui prendra la forme d'une autorité budgétaire centrale émettant des titres « sans risque » assortis de divers rendements. Il y aura plutôt une gamme d'émetteurs dont la cote de crédit variera et qui n'auront aucun contrôle sur les dimensions financières de la banque centrale, situation qui s'apparente aux marchés obligataires provinciaux du Canada. Les courtiers en valeurs mobilières de Londres embauchent actuellement des spécialistes du crédit en vue d'accroître leurs capacités d'analyse dans ce secteur. Il sera facile de se procurer des titres en euros, puisque toutes les obligations en