

L'euro, monnaie mondiale?

L'utilisation future de la monnaie unique européenne sera déterminée dans une large mesure par des facteurs qui échappent aux décideurs

Axel Bertuch-Samuels et Parmeshwar Ramlogan

LE LANCEMENT de l'euro il y a un peu plus de huit ans avait fait naître de vifs espoirs et d'énormes attentes quant à la place future de la monnaie européenne sur la scène internationale. Certains la voyaient déjà ravir la première place au dollar. Avec le recul, il est indéniable que l'introduction de l'euro a été une parfaite réussite sur le plan technique. La monnaie unique n'a pas tardé à s'imposer fermement comme deuxième monnaie du monde. Aujourd'hui, son importance au niveau international dépasse non seulement celle des monnaies européennes qu'elle a remplacées, mais aussi celle de la livre sterling et du yen, les deux autres grandes monnaies. De plus, bien que la Banque centrale européenne (BCE) ne cherche pas activement à en promouvoir l'utilisation à l'étranger, l'euro continue de voir son rôle s'accroître.

Une monnaie est dite «internationale» si elle est utilisée à la fois à l'intérieur et à l'extérieur du pays d'émission, à la différence d'une monnaie nationale, qui n'est utilisée que là où elle est émise. Dans le cas de l'euro, la dimension internationale signifie que la monnaie unique est utilisée en dehors des pays de la zone euro. Une monnaie internationale forte confère des avantages politiques et économiques au pays ou groupe de pays qui l'émettent. Politiquement, ces pays en retirent un certain prestige sur la scène internationale, qui leur permet d'étendre leur influence dans le monde. Sur le plan économique, les avantages pour le pays émetteur sont les suivants : baisse des coûts de transaction et des taux d'intérêt, et meilleure rentabilité des établissements financiers grâce au regain d'activité et à la plus grande efficacité des marchés de capitaux intérieurs, capacité de financer les déficits courants avec sa propre monnaie, ce qui évite d'avoir à accumuler des réserves de change, et revenu de seigneurage tiré de l'émission par le pays de créances sur lui-même, sans intérêts, échangées contre des biens et services.



L'«Eurotower», qui héberge le siège de la BCE à Francfort.

Mais l'internationalisation d'une monnaie engendre aussi des risques et des devoirs. Une politique macroéconomique saine est indispensable pour maintenir la stabilité des prix et du taux de change, mais, même s'il applique de bonnes politiques, le pays émetteur devient plus vulnérable à la volatilité des flux de capitaux, laquelle peut entraîner l'instabilité financière et macroéconomique et lui imposer certains choix. En même temps, il devient plus difficile de se fixer un objectif monétaire du fait qu'une partie des avoirs libellés dans la monnaie du pays émetteur sont détenus à l'étranger, ce qui complique la conduite de la politique monétaire.

L'utilisation actuelle de l'euro

En tant que monnaie internationale, l'euro a évolué de façon irrégulière. D'un point de vue fonctionnel, c'est dans les opérations financières internationales qu'il a le plus progressé, surtout comme monnaie de libellé des emprunts internationaux, et dans les transactions commerciales internationales qu'il a le moins avancé. D'un point de vue géographique, l'euro est utilisé comme monnaie internationale essentiellement dans les pays qui ont des liens régionaux et politiques avec la zone euro, à savoir les membres de l'Union européenne (UE) qui n'ont pas adopté l'euro, les pays candidats à l'adhésion à l'UE, et les pays de la zone franc CFA d'Afrique. Selon certains, cette influence géographique limitée fait que l'euro ne peut pas encore être considéré comme l'égal du dollar.

Quelle est donc l'envergure de l'euro par rapport au dollar au plan international? Pour ce qui est de son utilisation *officielle*, un tiers environ des pays dont la monnaie est de quelque manière rattachée à une autre se servent de l'euro comme monnaie d'ancrage. Il s'agit essentiellement des pays membres de l'UE qui ne font pas partie de la zone euro, des pays candidats déclarés ou potentiels à l'entrée dans l'UE et des pays francophones d'Afrique. Les deux autres tiers, qui se répartissent entre



l'Asie, l'Afrique, le Moyen-Orient et l'Amérique latine, utilisent le dollar. Ainsi, fin septembre 2006, les réserves de change libellées en dollars formaient presque deux tiers du total mondial des réserves de change officielles dont la composition par monnaie est connue (graphique 1). Les réserves libellées en euro en représentaient un quart, et les réserves en yen et en livre sterling, seulement 7 %. La part de l'euro s'accroît aux dépens du dollar et du yen. Dans les pays en développement, la part des réserves de change en euro est plus élevée que dans les pays industriels, en raison de la prépondérance de l'euro dans les pays limitrophes de la zone euro et en Afrique francophone.

En ce qui concerne son utilisation *privée*, l'euro a supplanté le dollar comme principale monnaie de libellé des obligations internationales (titres émis en monnaie étrangère et en monnaie locale

destinés aux non-résidents). En effet, les émissions nettes en euro se sont accrues plus vite que les émissions dans d'autres monnaies : fin septembre 2006, elles représentaient près de la moitié de l'encours mondial des obligations internationales (graphique 2). En Europe centrale et dans les États baltes, 83 % des obligations internationales en moyenne étaient libellées en euro à la fin de 2005, tandis qu'en Asie et en Amérique latine les émissions en euro restent très faibles.

Dans le secteur bancaire international, 39 % des prêts et 28 % des dépôts étaient libellés en euro fin juin 2006, contre, respectivement 41 % et 48 % en dollar. Là encore, la plupart des opérations concernent les pays européens hors de la zone

euro ; l'euro n'est guère utilisé dans le secteur bancaire international en dehors de l'Europe. Sur les marchés des changes, c'est aujourd'hui la deuxième monnaie de transaction après le dollar, et la paire euro–dollar est celle qui fait l'objet du plus grand nombre de transactions, ce qui indiquerait que l'euro est un support monétaire majeur dans les opérations de change. D'après des informations partielles de la BCE sur les monnaies de facturation, il semblerait que l'euro soit la première monnaie de facturation des échanges entre la zone euro et les pays d'Europe hors zone euro, mais qu'il soit rarement utilisé dans les échanges commerciaux en dehors de la zone euro (graphique 3). Cela tient peut-être en partie au fait que le commerce des matières premières est traditionnellement facturé en dollars.

Dans nombre de pays entourant la zone euro, la monnaie européenne est aussi utilisée parallèlement à la monnaie nationale ou à sa place ; c'est ce qu'on appelle l'*euroisation*. Cette tendance, qui s'accentue, concerne toutes les fonctions de la monnaie : moyens de paiement (au comptant et à crédit), réserve de valeur (dépôts bancaires) et unités de compte (contrats de prêt). On ne s'en étonnera guère. Beaucoup de pays d'Europe de l'Est et du Sud-Est entendent devenir membres de l'UE (ce qui suppose l'adoption de l'euro après que certains critères sont remplis), et les prêts en euro sont souvent assortis de taux d'intérêt plus faibles. Mais les prêts et emprunts en euro effectués le plus souvent sans couverture ont rendu ces pays plus vulnérables aux changements d'humeur des investisseurs, surtout parce qu'ils exposent les résidents aux risques de change.

Les facteurs qui influent sur l'utilisation de l'euro

Le rôle international de l'euro est déterminé essentiellement par quatre facteurs :

Taille et ouverture de l'économie. Plus une économie est vaste et dynamique, plus elle a de chances d'influencer l'économie mondiale, du fait en partie que la taille et l'ouverture d'une économie sont fortement corrélées aux flux de capitaux et d'échanges commerciaux. Avec une population plus grande que celle des États-Unis et une économie relativement ouverte et presque aussi étendue (potentiellement plus étendue si l'on considère l'ensemble de l'UE), la zone euro est bien placée pour doter la monnaie unique d'un rôle majeur sur la scène internationale. Cependant, de 2003 à 2005, la croissance économique de la zone euro est restée en retrait, se chiffrant à 1,4 %, contre 5,7 % dans le reste du monde. Une croissance plus dynamique rendrait la zone euro plus attrayante pour les investisseurs et renforcerait la confiance dans les économies de la zone et dans l'euro lui-même, ce qui engendrerait un accroissement des entrées de capitaux à plus long terme. Il importera de renforcer l'assise de la croissance économique, notamment par une amélioration qualitative durable des bilans du secteur public et par des réformes structurelles visant à accroître la productivité et l'utilisation de la main-d'œuvre.

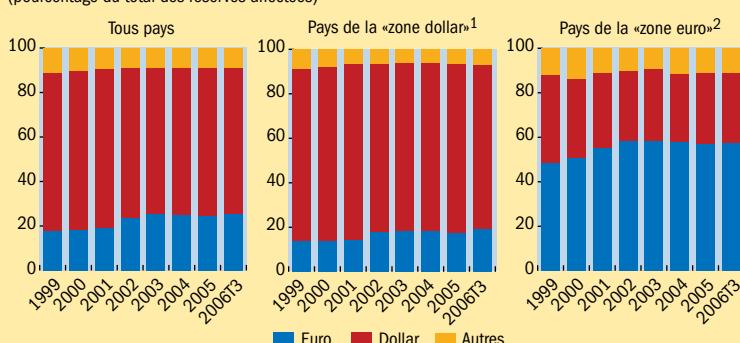
Stabilité des prix et du taux de change. Plus les prix et le taux de change sont stables dans le pays d'émission, moins les coûts et les risques sont élevés pour les marchés financiers et plus la

Graphique 1

En seconde place pour les réserves

Si la part de l'euro dans les réserves de change s'est accrue partout dans le monde, l'augmentation concerne surtout les pays qui ont des liens avec la zone euro.

(pourcentage du total des réserves affectées)



Sources : FMI (2006) et Lim (2006).

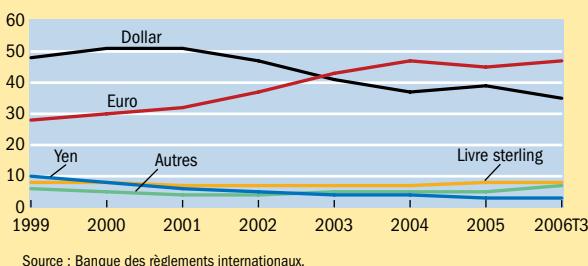
¹Asie + Hémisphère occidental + autres pays dont la monnaie est essentiellement rattachée au dollar.

²Pays limitrophes de la zone euro et plusieurs pays d'Afrique.

Graphique 2

En tête pour les obligations

L'euro a connu un développement phénoménal en tant que monnaie de libellé des bons et obligations internationaux.
(pourcentage de l'encours total des bons et obligations internationaux)



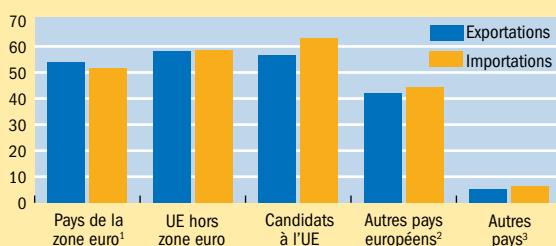
Source : Banque des règlements internationaux.

Graphique 3

Peu d'effets sur les échanges commerciaux

L'euro reste peu utilisé dans le commerce international en dehors de sa zone d'influence.

(utilisation de l'euro en pourcentage du total des échanges)



Sources : Banque centrale européenne; calculs des services du FMI.

¹Certains pays seulement.

²Ex-République yougoslave de Macédoine et Ukraine.

³Australie, Corée, Indonésie, Japon, Pakistan et Thaïlande. Les données de ces pays se rapportent à 2003.

monnaie suscite la confiance. Le traité de Maastricht a confié à la BCE la mission claire d'assurer la stabilité des prix en la dotant de l'indépendance opérationnelle nécessaire, et la BCE s'acquitte remarquablement de cette tâche. L'inflation et les anticipations inflationnistes sont faibles et stables, et le taux de change est lui aussi peu volatil. L'euro lui-même a facilité la conduite de la politique monétaire et le maintien de la stabilité des prix en stimulant le développement du marché monétaire.

Développement et intégration des marchés financiers. L'existence de marchés financiers intérieurs perfectionnés et intégrés revêt une importance fondamentale. En effet, outre que ces marchés fournissent de la liquidité, ils diminuent les coûts de transaction, font baisser les coûts de couverture en réduisant l'incertitude et le risque, et favorisent la baisse des taux d'intérêt. Ils stimulent aussi la productivité ainsi que la croissance de l'économie et renforcent la confiance dans l'euro. Tous ces facteurs influencent la mesure dans laquelle l'euro est utilisé comme monnaie d'épargne, d'investissement et d'emprunt au niveau international.

Traditionnellement, les systèmes financiers de la zone euro se concentrent essentiellement sur les banques, les marchés financiers y étant moins développés et moins intégrés qu'aux États-Unis. Cependant, depuis une vingtaine d'années, les

systèmes financiers européens subissent une transformation continue, qui s'est accélérée avec l'introduction de l'euro et l'adoption du plan d'action pour les services financiers (PASF) en mars 2000. Ce plan a pour objectif de créer un marché unique des services financiers en supprimant les obstacles créés par la réglementation et le marché qui entravent la fourniture transnationale de services financiers, de manière à encourager la libre circulation des capitaux au sein de l'UE.

Le développement et l'intégration en cours des marchés financiers européens se manifestent de plusieurs manières. Premièrement, les marchés des obligations de sociétés et d'État se sont considérablement développés en Europe et sont devenus beaucoup plus liquides depuis l'introduction de l'euro. Deuxièmement, on constate une intégration accrue des marchés boursiers au sein de la zone euro. Les cours des actions évoluent davantage en phase, la part des fonds européens sur l'ensemble du marché des actions s'est fortement accrue et, pour évaluer les actions, les intervenants prennent davantage en compte les facteurs concernant les secteurs économiques et les entreprises que les facteurs de nationalité. Troisièmement, les écarts de taux d'intérêt souverains entre les pays de la zone euro ont diminué. Quatrièmement, l'innovation financière progresse à vive allure. Les infrastructures du marché sont en pleine transformation, l'éventail et la complexité des instruments financiers ne cessent de s'étendre et le volume des transactions est en hausse.

Pourtant, les marchés financiers européens ne sont pas encore totalement intégrés. Les marchés des titres d'emprunt et les services financiers aux particuliers sont fragmentés, le marché des billets de trésorerie est sous-développé et les marchés boursiers nationaux ne sont pas assez harmonisés. L'intégration se heurte encore à plusieurs obstacles. Tout d'abord, les dispositions juridiques régissant l'émission de titres diffèrent d'un pays à l'autre, de sorte que les titres sont hétérogènes et par conséquent difficilement interchangeables. De plus, les systèmes de compensation et de règlement des titres ne sont pas les mêmes partout. Ainsi, les règles comptables, entre autres, sont différentes, ce qui occasionne des coûts de transaction transnationaux relativement élevés. Ensuite, les différences dans le domaine de la structure de l'impôt, de la protection des consommateurs et du droit commercial continuent de décourager les investissements financiers à l'étranger. Enfin, la fragmentation du cadre de surveillance empêche l'optimisation transnationale des opérations bancaires et n'est pas efficace. À terme, la mise en œuvre intégrale du PASF devrait aider à supprimer ces obstacles et à mettre en place un marché financier paneuropéen beaucoup plus efficace et intégré.

Habitude et inertie. Les économies d'échelle accroissent l'efficacité et font baisser les coûts de transaction, tandis que l'accès facile à des instruments financiers de plus en plus diversifiés encourage les agents économiques à continuer d'utiliser la monnaie dominante. Ainsi, la livre sterling est restée la principale monnaie internationale pendant la première moitié du XX^e siècle, bien après que le Royaume-Uni eut perdu le statut de puissance militaire et économique mondiale qu'il avait au XIX^e siècle. Le dollar a progressivement pris sa place, ne devenant la monnaie dominante qu'au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, après que la stabilité de la livre eut été gravement compromise et que les marchés financiers new-yorkais se furent suffisamment

développés pour rivaliser avec Londres. De ce point de vue, on est encore loin du jour où l'euro pourra se poser en rival véritablement viable du dollar.

De quoi l'avenir sera-t-il fait?

Pour que l'euro devienne une monnaie internationale à part entière, il devra être utilisé au-delà de la proximité immédiate de la zone euro. Cela suppose que soient surmontés les obstacles structurels, entre autres, qui freinent la croissance économique et le développement des marchés financiers en Europe. Il importera aussi que l'Europe se dote de la capacité de parler d'une seule voix sur la scène internationale, notamment en matière financière.

Signe prometteur pour l'euro, les entrées nettes de capitaux étrangers dans la zone euro sont en augmentation depuis son introduction : le stock d'avoirs nets détenus par des non-résidents a plus que doublé entre 1999 et fin 2006. La hausse a été particulièrement marquée entre 2002 et 2004, les entrées nettes ayant alors progressé plus vite qu'aux États-Unis. On peut attribuer ces tendances à l'évolution du taux de change (l'euro s'est apprécié par rapport au dollar de 2002 à 2006, hormis une pause en 2005), mais on peut y voir aussi le signe que la zone euro reste une destination de choix pour les investisseurs. Depuis l'adoption par les États-Unis de la loi Sarbanes-Oxley en 2002, en particulier sa section 404, qui rend obligatoire la certification des contrôles internes, les sociétés étrangères hésitent sans doute davantage à s'introduire sur les marchés de capitaux américains. La preuve en est qu'elles sont de plus en plus nombreuses à se retirer des bourses américaines, que le nombre de premiers appels publics à l'épargne (PAPE) par des sociétés étrangères aux États-Unis est en diminution et que la bourse de Londres, et non plus celle de New-York, a désormais la préférence des sociétés étrangères pour les PAPE. Ces derniers se sont aussi multipliés sur les bourses d'Europe continentale, surtout sur celles qui s'adressent en particulier aux petites entreprises (cela a aussi été le cas au Royaume-Uni). Si le Royaume-Uni décide de rejoindre la zone euro et si les bourses européennes se regroupent, cela pourrait accroître encore la liquidité des marchés financiers européens au détriment de leurs homologues américains.

Deux autres facteurs pourraient influencer le rôle futur de l'euro. Le premier tient à la mesure dans laquelle les déséquilibres mondiaux vont se résorber par l'ajustement du taux de change du dollar et la redistribution des actifs dans le monde. Cette question a fait l'objet de nombreuses études. Ainsi, les éditions récentes de deux publications du FMI, les *Perspectives de l'économie mondiale* et le *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, examinent divers scénarios prévoyant un ajustement plus ou moins brutal des taux de change ainsi que les conditions dans lesquelles chacun de ces scénarios pourrait se produire (FMI, 2005 et 2006). De l'avis général, la résorption des déséquilibres mondiaux exigera un redéploiement de l'épargne, de l'investissement et de la consommation au niveau mondial, qui pourra s'opérer de différentes manières. Reste à savoir dans quelle mesure et à quel rythme ce rééquilibrage aura lieu. À cet égard, les préférences en matière de répartition des actifs dans le monde joueront un rôle déterminant. L'ajustement pourra être progressif tant que les étrangers resteront disposés à acquérir des actifs américains. S'ils se détournent brutalement de ces actifs, on peut s'attendre à brève échéance à une forte dépréciation du

dollar, ce qui changerait la confiance relative dans l'euro et la monnaie américaine et renforcerait l'utilisation internationale de l'euro au détriment du dollar. En revanche, il est peu probable qu'une correction plus graduelle des déséquilibres courants, qui ne provoquerait pas une dépréciation brutale et prononcée du dollar, influence sensiblement le rôle de l'euro sur la scène internationale.

Selon le Trésor des États-Unis, les investisseurs des pays asiatiques sont de loin ceux qui détiennent le plus de titres émis par lui (57 % fin octobre 2006), suivis des Européens (21 %). La part des pays exportateurs de pétrole est relativement faible (moins de 5 %). En revanche, les investisseurs européens sont les premiers détenteurs d'actions américaines (53 % en juin 2005), suivis des pays de l'Hémisphère occidental (26 %) et des pays asiatiques (18 %). La vigueur de la demande d'actifs libellés en dollars doit donc beaucoup au comportement des investisseurs asiatiques et européens, qui profitent notamment du dynamisme de l'économie américaine, de la profondeur et de la liquidité des marchés financiers américains, et des écarts de taux d'intérêt. Les investisseurs publics et privés de ces deux régions auront une influence déterminante sur la résorption ordonnée des déséquilibres mondiaux et sur le rôle international de l'euro selon qu'ils se montreront ou non disposés à continuer de détenir des actifs en dollars si le risque de forte appréciation de la monnaie américaine s'intensifie.

Le second facteur est la poursuite de la croissance économique rapide de la Chine et de l'Inde et l'accumulation de réserves de change par les pays asiatiques. La montée en puissance de ces deux économies réduirait d'autant l'importance et l'influence mondiales de la zone euro et déplacerait les transactions commerciales et en capital vers les monnaies chinoise et indienne. Cela dit, il n'est pas sûr que, dans l'avenir envisageable, l'utilisation internationale de ces deux monnaies se développe proportionnellement à la croissance de l'économie réelle. L'important est donc de savoir quelle direction prendra le renforcement de la présence accrue de la Chine et de l'Inde dans le commerce et sur les marchés financiers mondiaux. Enfin, comme les pays asiatiques détiennent une part considérable des réserves officielles mondiales, leur réaction en cas de dépréciation continue du dollar revêtira aussi une énorme importance. ■

Axel Bertuch-Samuels est Directeur adjoint du Département des marchés monétaire et de capitaux du FMI, et Parmeshwar Ramlogan est Assistant du Secrétaire du FMI.

Bibliographie :

Bertuch-Samuels, Axel, 2006, "The Role of the Euro as an International Currency," in Conference on, Experience with, and Preparations for the Euro, ed. by Franz Naushnigg and Paul Schmidt (Vienna, Austria: Oesterreichische Nationalbank).

Fonds monétaire international, 2005, «Comment les déséquilibres mondiaux vont-ils s'ajuster?», Perspectives de l'économie mondiale, septembre, chapitre 1, appendice 1.2 (Washington).

—, 2006, Rapport sur la stabilité financière dans le monde, septembre (Washington).

Lim, Ewe-Ghee, 2006, "The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data," IMF Working Paper No. 06/153 (Washington: International Monetary Fund).

U.S. Treasury, 2006, Treasury Bulletin, December (Washington).